



Bağımsız
Denetim ve
Yeminli Mali
Müşavirlik A.Ş.

Aktay Otel İşletmeleri Anonim Şirketi

30 Eylül 2022 itibariyle Şirket Değeri Tespit Raporu

İçindekiler

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

4.1.2. Değerleme çalışmasında dikkate alınan tüm önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımların veya sınırlandırıcı koşulların tam, eksiksiz ve gerekçeli olarak açıklanması.....	12
4.1.3. Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgilerin dayanak olarak kullanılması durumunda, bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerlendirme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkilemediği hakkında açıklama; sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliğinin teyidi doğrultusunda yapılan çalışmaların kapsamı	14
4.1.4. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi.....	15
4.1.5. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi dışında farklı bir para biriminin kullanıldığı girdi ve varsayımlar için hangi kur değerinin kullanıldığının ilgili tarih ve kaynakları.....	15
4.1.6. Değerlemeye konu varlığın tabi olduğu mevzuatın öngördüğü teşvik, yükümlülük ve benzeri hususların değerlendirme kapsamında belirtilmesi	15
4.1.7. Değerleme çalışmasında dikkate alınan girdilerde ülkeler arası farklılıkların söz konusu olması halinde bu farklılıklara ilişkin açıklama	15
4.1.8. Değerleme konusu varlığın aynı kişi veya kuruluş tarafından daha önceki tarihlerde de değerlendirilmesi yapılmışsa, son üç değerlemeye ilişkin bilgiler	15
4.2. Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri	16
4.2.1. Değerlenen varlığın niteliği, buna ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının güçlü ve zayıf yönleri, kullanılacak yaklaşımın değerlemenin kapsamına ve amacına uygunluğu ve bu yaklaşımların uygulanabilmesi için gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti değerlendirilerek, hangi değerlendirme yaklaşımı veya yaklaşımlarının kullanıldığının belirlenmesine ilişkin açıklama.....	16
4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler:	16
4.2.1.2. Değerlemede Kullanılacak Yöntemlerin Belirlenmesi:.....	16
4.2.1.3. Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin beyan	18
4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları.....	19
4.3.1. Pazar Yaklaşımı.....	19
4.3.2. Gelir Yaklaşımı	19
4.3.3. Maliyet Yaklaşımı	33
5. SONUÇ	36
5.1. Değerleme çalışmasında ulaşılan nihai sonuç, değerlendirme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo	36
5.2. Kullanılan değer esasları.....	36
5.3. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğuna ilişkin beyan	36
6. RAPOR EKLERİ.....	37

1. RAPOR BİLGİLERİ

1.1. Raporun tarihi ve sayısı

04 Kasım 2022 - DEG-2022-16

1.2. Raporun Türü

Şirket Değerleme Raporu

1.3. Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı ve Adresi

Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi (“Yeditepe”)

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

Tel: 0216 327 62 62

Faks: 0216 327 62 63

e-mail: bilgi@yeditepedenetim.com

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

1.4.1. Değerlemeyi Gerçekleştirenler:

Adı, Soyadı, Unvanı, Sicil/lisans bilgileri:

Kenan Çılman, Kurumsal Finansman Müdürü, 203990

Hüseyin Çetin, Sorumlu Ortak Baş Denetçi, 800843

1.4.2. Değerlemeyi Gözden Geçirenler:

Adı, Soyadı, Unvanı, Sicil/lisans bilgileri:

Hasan Ersin, Denetçi, 801910

Yılmaz Güney, Sorumlu Ortak Baş Denetçi, 801514

1.5. Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi

1.5.1. Değerlemeyi Talep Eden ve Sözleşme Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi:

Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi (“Özak GYO”)

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

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

e-mail: info@ozakgyo.com

Web: www.ozakgyo.com

1.5.2. Değerlemesi Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi:

Aktay Otel İşletmeleri Anonim Şirketi (“Aktay Otel”)

Kazlıçeşme Mah., Kennedy Cad., No:52C/4, Zeytinburnu, İstanbul

Tel, Faks: 0212 602 10 00 – 0212 486 02 51

e-mail: info@aktay.com.tr

Web: www.aktay.com.tr

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

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

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

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

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

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

Şirketin başkaca bir faaliyeti bulunmamaktadır.

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

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

Yeditepe tarafından yapılan Aktay Otel'e ait 29 Aralık 2015, 28 Şubat 2018, 2 Mart 2020 ve 23 Şubat 2022 tarihli değerlendirme raporları bulunmaktadır.

1.7. Değerleme tarihi

30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

1.8. Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası

27 Ekim 2022 tarihli sözleşme

2. RAPOR ÖZETİ

2.1. Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı

Sözleşme imzalanan şirket: Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi

Değerlemesi yapılan şirket: Aktay Otel İşletmeleri Anonim Şirketi

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

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

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

Aktay Otel'in pazar değerinin tespitinin yapılması amacıyla Özak GYO ile 27 Ekim 2022 tarihli "Finansal Danışmanlık Hizmetlerine İlişkin Sözleşme" yapılmıştır.

2.2. Müşteri taleplerinin kapsamı ve varsa getirilen sınırlamalar

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

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

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

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

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

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

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

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

Değerleme raporumuzda üçüncü bir tarafça sağlanan bilgi olarak Atak Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından Aktay Otel'e ait gayrimenkuller için hazırlanmış olan 27.09.2022 tarih ve ÖGYO-20220009 sayılı Gayrimenkul Değerleme Raporu kullanılmıştır.

Raporu hazırlayan değerleme firmasının Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilen gayrimenkul değerleme şirketleri arasında yer alması, değerlemeyi yapan değerleme uzmanlarının SPL tarafından verilmiş olan lisans belgelerine sahip olmaları ve raporumuzun (4.1.1.) maddesinde belirtilen sebepler nedeniyle söz konusu raporun güvenilirliği yönünde kanaat oluşmuştur.

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

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

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

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

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

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

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

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

	Hesaplanan Pazar Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Pazar Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	438.819.704 TL	100%	438.819.704 TL
Toplama Yöntemi	6.065.566 TL	0%	0 TL
AKTAY OTEL PAZAR DEĞERİ			438.819.704 TL

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

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

3. DEĞERLEME KONUSU VARLIK HAKKINDA BİLGİLER

3.1. Varlığa ilişkin teknik, hukuki ve mali tanıtıcı bilgiler

3.1.1. Aktay Otel

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

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

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

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

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

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

Yönetim Kurulu Üyesi Adı, Soyadı	Görevi	Görev Süresi
Ahmet Akbalık	Yönetim Kurulu Başkanı	27 Mayıs 2025
Ürfi Akbalık	Yönetim Kurulu Üyesi	27 Mayıs 2025
Kübra Akbalık	Yönetim Kurulu Üyesi	27 Mayıs 2025

Ela Excellence Hotel ("Ela Belek")

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

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

Aktay Otel, Özak GYO'nun sahibi olduğu Ela Excellence Hotel isimli otelin işletmesini 2011 yılından bu yana yapmaktadır. Aktay Otel, 1 Ocak 2020 tarihinden itibaren, Özak GYO ile 4 Ekim 2019 tarihinde imzalanmış

olan ve 1 Ocak 2020 tarihinde yürürlüğe giren “İşletme Sözleşmesi” çerçevesinde işletmecilik faaliyetlerini yürütecektir. Bu sözleşmeye göre;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ela Excellence Hotel'de dünyanın geleceğine yönelik adımlar da atılmış olup bu kapsamda karbon ayak izini azaltmak için dijital menüler tasarlamıştır. Odalarda kullanılan buklet malzemeler, hayvanlar üzerinde deney yapmayan üst segment markalardan seçilmektedir. Ayrıca 'doğaya saygı' ilkesi gereği tesis içerisinde kullanılan ambalajlarda dönüştürülebilir malzemeler tercih edilmektedir. Bu kapsamda Antalya ve çevresindeki yerel üreticileri de destekleyen Ela Excellence Hotel, servis edilen ürünleri bölgedeki üreticilerden tedarik etmektedir.

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

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

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

Aktay Otel'in 30 Eylül 2022 Tarihli Finansal Tablolarının Değerlendirilmesi:

Aktay Otel'in varlıklar toplamı 410.788.314 Türk Lirası olup, bunun 303.653.916 Türk Liralık kısmı Dönen Varlıklar, 107.134.398 Türk Liralık kısmı Duran Varlıklardan oluşmaktadır. Toplam Varlıklar içerisinde Dönen Varlıklar %73,92 olarak, Duran Varlıklar ise %26,08 olarak yer almaktadır.

Dönen Varlıklar içerisinde Hazır Değerlerin tutarı 153.206.032 Türk Lirası olup bu tutarın 143.334.325 Türk Liralık kısmı şirketin banka hesaplarında yer alan nakit değerlerden oluşmaktadır.

Şirketin Ticari Alacakları 69.625.604 Türk Lirası olup 67.426.807 Türk Liralık kısmı şirket faaliyeti olan otel işletmeciliğinden kaynaklanan ticari alacaklardır.

Şirketin stokları toplamı 51.444.545 Türk Lirası olup bu tutarın 41.650.732 Türk Liralık kısmı ilk madde ve malzeme stoklarından, 9.766.156 Türk Liralık kısmı ise verilen sipariş avanslarından oluşmaktadır.

Şirketin Devreden Katma Değer Vergisi tutarı 20.564.648 Türk Lirasıdır.

Şirketin Duran Varlıklarının net değeri 107.134.398 Türk Lirası olup bu tutar işletmeciliğini yaptığı otel için yapılan demirbaş alımlarından, özel maliyetlerden ve kredilere ait faiz giderlerinden oluşmaktadır.

Aktay Otel'in Kaynaklar Toplamı 410.788.314 Türk Lirasıdır. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 270.006.317 Türk Lirası, Uzun Vadeli kaynakları ise 171.040.971 Türk Lirası olup şirketin özkaynakları geçmiş dönemlerde oluşan zararlar nedeniyle- 30.258.973 Türk Lirasıdır.

Şirketin Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları içerisinde Banka kredileri 78.382.423 Türk Lirası olarak, Ticari Borçlar 65.598.802 Türk Lirası olarak, Diğer Borçlar 40.726.448 Türk Lirası olarak, Alınan Avanslar

32.655.559 Türk Lirası olarak, Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları 47.884.956 Türk Lirası olarak yer almaktadır.

Şirketin Uzun Vadeli Borçları 171.040.971 Türk Lirası olup bu tutarın 141.802.527 Türk Liralık kısmı Banka Kredilerinden kaynaklanmaktadır.

Şirketin Özkaynakları- 30.258.973 Türk Lirasıdır. Ödenmiş sermayesi 9.000.000 Türk Lirası, Kar Yedekleri 3.179.636 Türk Lirası, Geçmiş Yıl Zararları 25.594.005 Türk Lirası, Dönem Net zararı ise 16.844.604 Türk Lirasıdır.

Şirketin 2022 yılı dokuz aylık faaliyetleri incelendiğinde ise Net Satış Hasılatının 463.413.651 Türk Lirası olarak gerçekleştiği görülmektedir. Satışların Maliyeti 398.875.041 Türk Lirası olarak, Faaliyet Giderleri ise 42.683.499 Türk Lirası olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin 2022 yılı faaliyetleri ve kredileri nedeniyle 51.531.255 Türk Liralık Kambiyo Karı, 72.200.852 Türk Liralık Kambiyo Zararı gerçekleşmiştir. Şirketin 2022 yılında gerçekleşen Finansman Giderleri ise 27.128.529 Türk Lirasıdır.

Şirket bu faaliyetleri sonucunda 2022 yılının ilk dokuz aylık dönemini 16.844.604 Türk Liralık zarar ile tamamlamıştır.

Aktay Otel'in 30 Eylül 2022 Tarihli, VUK Hükümlerine Göre Hazırlanmış Solo Bilançosu (Türk Lirası)

VARLIKLAR	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021	30 Eylül 2022
Dönen Varlıklar	127.879.155	144.217.884	227.245.884	303.653.916
Hazır Değerler	30.206.817	76.261.318	119.350.981	153.206.032
Menkul Kıymetler	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	4.468.726	13.104.847	16.068.474	69.625.604
Diğer Alacaklar	23.376.159	834.501	1.277.212	1.005.722
Stoklar	53.751.492	43.070.210	56.097.083	51.444.545
Yıllara Yaygın İnşaat Maliyetleri	0	0	0	0
Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	10.200.554	5.371.166	17.141.974	7.444.338
Diğer Dönen Varlıklar	5.875.407	5.575.842	17.310.160	20.927.674
Duran Varlıklar	12.314.525	19.123.169	53.097.504	107.134.398
Ticari Alacaklar	0	0	0	0
Diğer Alacaklar	0	0	0	0
Mali Duran Varlıklar	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	10.644.854	10.886.161	28.916.036	70.786.780
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.669.671	1.481.784	9.342.729	11.938.153
Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar	0	0	0	0
Gelecek Yıllar Gider/Gelir Tahakkukları	0	6.755.224	14.838.739	24.409.465
Diğer Duran Varlıklar	0	0	0	0
Varlıklar Toplamı	140.193.681	163.341.054	280.343.387	410.788.314

KAYNAKLAR	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021	30 Eylül 2022
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	112.334.916	95.155.202	146.834.469	270.006.317
Mali Borçlar	56.665.341	37.509.316	35.952.717	78.382.423
Ticari Borçlar	17.501.379	7.716.514	36.765.219	65.598.802
Diğer Borçlar	21.730.165	28.804.236	51.485.718	40.726.448
Alınan Avanslar	13.153.788	10.864.403	19.918.539	32.655.559
Yıllara Yaygın İnşaat Hakedişleri	0	0	0	0
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	927.879	308.098	2.073.928	4.758.129
Borç ve Gider Karşılıkları	0	312.724	0	0
Gelecek Aylar Gelir/Gider Tahakkukları	2.356.364	9.639.911	638.349	47.884.956
Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	0	0	0	0

Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	16.626.500	55.917.475	146.923.287	171.040.971
Mali Borçlar	16.626.500	55.865.476	146.887.288	141.802.527
Ticari Borçlar	0	0	0	0
Diğer Borçlar	0	0	0	29.168.829
Alınan Avanslar	0	0	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0
Gelecek Yıllara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	0	51.999	35.999	69.615
Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	0	0	0	0
Öz Kaynaklar	11.232.265	12.268.377	(13.414.369)	(30.258.973)
Ödenmiş Sermaye	9.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000
Sermaye Yedekleri	0	0	0	0
Kar Yedekleri	3.179.636	3.179.636	3.179.636	3.179.636
Geçmiş Yıllar Karları	0	0	88.741	0
Geçmiş Yıllar Zararları	(10.275.337)	(782.611)		(25.594.005)
Dönem Net Karı (Zararı)	9.327.965	871.352	(25.682.746)	(16.844.604)
Kaynaklar Toplamı	140.193.681	163.341.054	280.343.387	410.788.314

Aktay Otel'in 30 Eylül 2022 Tarihli, VUK Hükümlerine Göre Hazırlanmış Solo Gelir Tablosu (Türk Lirası)

	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021	30 Eylül 2022
Net Satışlar	183.547.074	88.834.754	159.512.512	463.413.651
Satışların Maliyeti	(159.751.698)	(83.358.716)	(168.229.438)	(398.875.041)
Satılan Ticari Mallar Maliyeti	(69.992)	(10.970)	(90.182)	(88.098)
Satılan Hizmet Maliyeti	(159.681.706)	(83.347.746)	(168.139.256)	(398.786.943)
Brüt Satış Karı Veya Zararı	23.795.376	5.476.038	(8.716.926)	64.538.610
Faaliyet Giderleri	(18.178.897)	(11.185.343)	(17.438.469)	(42.683.499)
Pazarlama, Satış Ve Dağıtım Giderleri	(14.951.444)	(7.534.960)	(12.460.516)	(31.064.851)
Genel Yönetim Giderleri	(3.227.453)	(3.650.383)	(4.977.954)	(11.618.648)
Faaliyet Karı Veya Zararı	5.616.480	(5.709.305)	(26.155.396)	21.855.111
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir Ve Karlar	43.866.859	54.612.546	54.911.801	55.967.438
Faiz Geliri	890.156	336.893	1.586.712	4.436.183
Komisyon Gelirleri	145.634	0	0	0
Kambiyo Karları	42.831.069	54.275.653	53.325.089	51.531.255
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gider Ve Zararları	(40.755.656)	(45.645.604)	(49.320.807)	(72.200.852)
Karşılık Giderleri	0	0	(45.865)	0
Kambiyo Zararları	(40.755.656)	(45.645.604)	(49.274.942)	(72.200.852)
Finansman Giderleri	(1.829.105)	(4.143.403)	(7.613.551)	(27.128.529)
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	(1.802.922)	(561.005)	0	(27.128.529)
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri	(26.183)	(3.582.399)	(7.613.551)	0
Olağan Kar Veya Zarar	6.898.578	(885.766)	(28.177.952)	(21.506.832)
Olağandışı Gelir Ve Karlar	8.079.615	2.548.758	4.316.706	5.375.710
Diğer Olağandışı Gelir Ve Karlar	8.079.615	2.548.758	4.316.706	5.375.710
Olağan Dışı Gider Ve Zararlar	(2.355.025)	(425.782)	(1.821.500)	(713.481)
Diğer Olağandışı Gider Ve Zararlar	(2.355.025)	(425.782)	(1.821.500)	(713.481)
Dönem Karı Veya Zararı	12.623.168	1.237.210	(25.682.746)	(16.844.604)
Dönem Karı Vergi Ve Diğer Yasal Yük. Krş.	(3.295.202)	(365.858)	0	0
Dönem Net Karı Veya Zararı	9.327.965	871.352	(25.682.746)	(16.844.604)

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

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

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

4. DEĞERLEMESİ YAPILAN VARLIĞA İLİŞKİN ANALİZ VE ÇALIŞMALAR

4.1. Girdi ve Varsayımlar

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

-Aktay Otel'in değerleme çalışması sırasında kullanılan finansal veriler, şirket tarafından vergi dairesine sunulan onaylı mali tablolardan alınmıştır. Değerleme çalışması 30 Eylül 2022 tarihli yapılmış olup değerlemenin yapıldığı tarihte şirketin 30 Eylül 2022 tarihli kurumlar beyannameleri açıklanmamıştır. Bu çerçevede değerleme çalışması şirketin sunmuş olduğu mali tablolara göre yapılmıştır. Bu bilgiler şirketin 31 Aralık 2020, 30 Eylül 2021 ve 30 Haziran 2022 tarihli beyannameleri ile karşılaştırılmış ve doğruluğu yönünde kanaat oluşmuştur.

-Aktay Otel'in indirgenmiş nakit akışları yöntemi ile yapılan değerleme çalışmasında, nakit akışlarının tespiti için Aktay Otel'in Özak GYO ile yapmış olduğu ve 1 Ocak 2020 tarihinden itibaren uygulanmakta olan işletme sözleşmesi incelenmiş ve kira giderleri bu doğrultuda oluşturulmuştur.

-Şirketin gelirlerinin büyük çoğunluğu ABD Doları cinsinden olduğu için gelirlerin tespiti ABD Doları üzerinden yapılmıştır. ABD Doları kuru tahmini yapılırken değerleme tarihindeki ABD 2 yıllık devlet tahvili ve Türkiye 2 yıllık TL devlet tahvili faizleri üzerinden bir yıllık artış oranı tespit edilmiş ve gelecek dönemlerin kuru bu artış oranı üzerinden tahmin edilmiştir. Böylece tahmini kurlar üzerinden gelirler Türk Lirasına çevrilmiştir.

-Aktay Otel'in personel lojmanı olarak kullanmakta olduğu kendi gayrimenkulünün değeri Atak Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 27.09.2022 tarih ve ÖGYO-20220009 numaralı Gayrimenkul Değerleme Raporu ile tespit edilmiş olup değerleme çalışmamızda bu rapor dayanak olarak kullanılmıştır. İlgili şirketin lisansları gözden geçirilmiş olup gayrimenkul değerleme raporunun makuliyeti test edilmiştir. Raporumuzun (4.1.3.) maddesinde belirtilen detaylar doğrultusunda raporun güvenilirliği yönünde kanaat oluşmuştur.

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

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

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi: Aktay Otel'in gelirleri; konaklama, ekstra yiyecek ve içecek, SPA, dükkân kira ve diğer gelirlerden oluşmaktadır. Mevcut kira ve işletme sözleşmeleri, 2022/09 dönemi gerçekleşmeleri ve şirketin gelecek varsayımları doğrultusunda indirgenmiş nakit akış tablosu oluşturulmuştur. Bu nakit akışları şirketin varsayımları yanında piyasa koşulları da dikkate alınarak yeniden yorumlanmıştır. Bu kapsamda Pazar Değeri hesaplanırken;

1. İndirgeme Oranı hesaplanırken, Türkiye'nin 30 Eylül 2022 tarihli ülke risk primi, risksiz faiz oranı, Borsa İstanbul'da işlem gören ve Aktay Otel ile benzer faaliyetler gösteren halka açık emsal firmaların Beta Katsayıları dikkate alınmıştır.
Risksiz getiri oranı olarak, 10 yıl vadeli Hazine Tahvili faiz oranı (%11,99; TRT280432T14) kullanılmıştır.
2. Nakit Akışları hesaplanırken mevcut ve 1 Ocak 2020 tarihinde yürürlüğe giren olan işletme sözleşmeleri, şirketin geçmiş verileri ile ilgili doluluk oranları, birim fiyatlar, gider tahminleri, esas alınmıştır.
3. Doluluk oranının 2023 yılı ve sonrası için pandemi öncesi dönem 2019 yılı seviyesi olan %58,5 olacağı varsayılmıştır.
4. Otelde konaklayan müşterilerden elde edilen kişi başına ortalama günlük gelir 2023 yılında 18,8 USD olacağı ve sonraki dönemlerde ise ABD enflasyon beklentisi oranında artış olacağı varsayılmıştır.
5. Kur artışı ABD 2 yıllık devlet tahvili ve Türkiye 2 yıllık devlet tahvili üzerinden tahmin edilmiştir.
6. Operasyonel giderlerin ve faaliyet giderlerinin gelecek dönemlerde ciro ile aynı oranda artacağı varsayılmıştır.
7. Kurumlar vergisinin 2022 yılında %23 ve sonraki yıllar için %20 olacağı varsayılmıştır.
8. Devam Eden Değer Büyüme Oranı (2027 yılı ve sonrası yıllar için) ihtiyatlılık gereği %3 olarak varsayılmıştır. Bu yıllar için TCMB'nin hedef enflasyon oranı %5 olup, devam eden değer büyüme oranı şirket ve sektör riskleri dikkate alınarak %3 olarak varsayılmıştır.
9. İşletme sermayesi hesaplanırken 2022 yılı ilk 9 aylık gerçekleştirmelerin gelecek dönemlerde de aynı seviyede kalacağı varsayılmıştır.

Toplama Yöntemi: Aktay Otel'in 30 Eylül 2022 tarihli mali tabloları VUK'a göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmemiştir. Bu nedenle Toplama Yöntemi'ne göre değerlendirme yapılırken şirketin varlıkları ve yükümlülükleri reeskonta tabi tutulmuştur.

Şirketin işletmekte olduğu Ela Excellence Resort Hotel isimli otelin mülkiyeti kendisine ait olmayıp buna karşın bu otelin yakınında yer almakta olan lojman binası Aktay Otel'e aittir. Bu binanın değeri için ise Atak Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 27.09.2022 tarih ve ÖGYO-20220009 no.lu gayrimenkul değerlendirme raporunda yer alan değer dikkate alınmıştır.

Reeskont işlemleri için değerlendirme tarihindeki TCMB reeskont oranları dikkate alınmıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki sınırlamalara tabidir:

1. Aktay Otel'in, değerlendirme çalışmasında kullanılan 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021 ve 30 Eylül 2022 tarihli mali tabloları ilgili vergi mevzuatına göre hazırlanmış olup bağımsız denetimden geçmemiştir.
2. Türkiye'deki ekonomik şartlarda olağandışı kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
3. Türkiye'deki cari mevzuat çerçevesinde, yabancı sermayenin ithalatına engel teşkil eden herhangi bir kısıtlama olmayacağı, bankaların kredi şartlarında önemli oranda bir zorlaştırıcı düzenleme yapılmayacağı varsayılmaktadır.
4. Projeksiyon süresince görevde olacak olan Türkiye Hükümeti'nin kararlı politikalar izleyeceği varsayılmıştır.
5. Aktay Otel'in asgari olarak mevcut faaliyetlerine aynen devam edeceği varsayılmıştır.
6. Değerlemede yer alan internet sitesi kaynakları, değerlemenin gerçekleştirildiği döneme ait veriler itibarıyla dikkate alınmış olup ilerleyen dönemlerde bu internet sitelerinin değişmesi, verilerin güncellenmesi veya bu internet sitelerinin tamamen kaldırılması gibi durumlardan kurumumuz sorumlu tutulamaz.

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

-Aktay Otel'in değerlendirme çalışması sırasında kullanılan finansal veriler, şirket tarafından vergi dairesine sunulan onaylı mali tablolardan alınmıştır. Değerleme çalışması 30 Eylül 2022 tarihli yapılmış olup değerlemenin yapıldığı tarihte şirketin 30 Eylül 2022 tarihli Geçici Vergi beyannameleri açıklanmamıştır. Bu çerçevede değerlendirme çalışması şirketin sunmuş olduğu mali tablolara göre yapılmıştır. Bu bilgiler şirketin 31 Aralık 2020, 30 Eylül 2021 ve 30 Haziran 2022 tarihli beyannameleri ile karşılaştırılmış ve doğruluğu yönünde kanaat oluşmuştur.

-Aktay Otel'in indirgenmiş nakit akışları yöntemi ile yapılan değerlendirme çalışmasında, nakit akışlarının tespiti için Aktay Otel'in Özak GYO ile yapmış olduğu ve 1 Ocak 2020 tarihinden itibaren uygulanmakta olan işletme sözleşmesi incelenmiş ve kira giderleri bu doğrultuda oluşturulmuştur.

-Şirketin gelirlerinin büyük çoğunluğu ABD Doları cinsinden olduğu için gelirlerin tespiti ABD Doları üzerinden yapılmıştır. ABD Doları kuru tahmini yapılırken değerlendirme tarihindeki ABD 2 yıllık devlet tahvili ve Türkiye 2 yıllık TL devlet tahvili faizleri üzerinden bir yıllık artış oranı tespit edilmiş ve gelecek dönemlerin kuru bu artış oranı üzerinden tahmin edilmiştir. Böylece tahmini kurlar üzerinden gelirler Türk Lirasına çevrilmiştir.

-Aktay Otel'in personel lojmanı olarak kullanmakta olduğu kendi gayrimenkulünün değeri Atak Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 27.09.2022 tarih ve ÖGYO-20220009 numaralı Gayrimenkul Değerleme Raporu ile tespit edilmiş olup değerlendirme çalışmamızda bu rapor dayanak olarak kullanılmıştır. İlgili şirketin lisansları gözden geçirilmiş olup gayrimenkul değerlendirme raporunun makuliyeti test edilmiştir.

Gayrimenkul Değerleme Raporuna göre gayrimenkul;

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

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

Arsa için emsal değerler alınmış ve KDV hariç 3.470 TL/m² üzerinden değer atanmıştır. Arsanın toplam yüzölçümü 6.620,18 m² olup bu çerçevede arsanın Pazar Değeri 22.970.000 TL (Tam değeri 22.972.024,60 TL olup bu tutar yuvarlanmıştır) olarak hesaplanmıştır.

Binanın değeri ise inşaat yatırımının maliyeti üzerinden hesaplanmıştır. Bu kapsamda Çevre ve Şehircilik Bakanlığı'nın 13 Eylül 2022 tarihinde yayınladığı 2022/03. yapı birim maliyetlerinde III-B yapı grubunda yer alan taşınmazlar için 4.650,00 TL/m², II-A yapı grubunda yer alan taşınmazlar için 1.650,00 TL/m², I-B yapı grubunda yer alan taşınmazlar için 990,00 TL/m² birim maliyetler yayınlanmıştır. Ayrıca tesiste yapı sınıfına dahil olmayan çeşitli alt ve üst donatılar için toplam yapı maliyetlerinin %5'i hesaplamalarda kullanılmıştır. Bina yaklaşık 13 yaşında olup bu kapsamda %20 yıpranma payı dikkate alınmıştır.

Toplam yapı değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$\text{Yapı Değeri} = (\text{Ruhsata Tabi Kapalı Alan} * \text{Birim Fiyat}) * (1 - \text{Yıpranma Oranı})$$

$$\text{Yapı Değeri} = 3.554 \text{ m}^2 * 4.650 \frac{\text{TL}}{\text{m}^2} * (1 - \%20)$$

$$\text{Yapı Kayıt Belgesi Düzenlenen Kısım} = 2.417 \text{ m}^2$$

$$\text{Değerlemeye Dahil Edilen Yapı Kayıt Belgesi Kısım} = 1.817 \text{ m}^2 * 1.650 \frac{\text{TL}}{\text{m}^2} * (1 - \%20)$$

Yapı Değeri = 15.724.920 TL ~ 15.725.000 TL

Yukarıdaki hesaplamalar sonrasında ilgili gayrimenkulün arsa ve yapı değeri toplanarak gayrimenkul değeri 39.480.000 TL olarak tespit edilmiştir.

27.09.2022 tarih ve ÖGYO-20220009 numaralı gayrimenkul değerleme raporunda yer alan veriler ilgili kurumların web siteleri üzerinden test edilmiştir. “Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında Kullanılacak 2022/03 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ” ile ilgili olarak <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2022/09/20220913-4.htm> web adresinden ilgili tutarlar teyit edilmiştir. Yine raporda maliyet yaklaşımının benimsenmiş olması ve gayrimenkulün gelir üretmiyor olması nedeniyle diğer yöntemlerin benimsenmemiş olması tarafımızdan makul karşılanmış ve ilgili değerleme raporu makul bulunmuştur.

4.1.4. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi

Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi Türk Lirası’dır.

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

Aktay Otel’in İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine göre değerlemesi yapılırken, gelirlerinin büyük çoğunluğunun döviz ve büyük oranda da ABD Doları olması nedeniyle, projeksiyon ABD Doları olarak hazırlanmıştır. Raporda 30.09.2022 tarihli USD/TL kuru 18,5775 olarak dikkate alınmıştır (Kaynak: Finnet). Projeksiyon yapılırken Dolar kuru USD ve TL 2 yıllık devlet tahvilleri üzerinden tahmin edilmiştir.

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

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

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

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

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

Değerleme konusu varlığın değerlendirme işlemleri 29 Aralık 2015, 28 Şubat 2018, 2 Mart 2020 ve 23 Şubat 2022 tarihli raporlar ile Yeditepe tarafından yapılmıştır. Raporlara ilişkin bilgilere aşağıda yer verilmiştir.

Rapor Tarihi	Rapor Dönemi	Değerleme Uzmanı	Bulunan Değer	Para Birimi
29 Aralık 2015	31 Aralık 2015	Hüseyin Çetin	27.496.113,00	ABD Doları
28 Şubat 2018	31 Aralık 2017	Hüseyin Çetin	42.611.866,00	ABD Doları
2 Mart 2020	31 Aralık 2019	Hüseyin Çetin	167.917.391,00	Türk Lirası
23 Şubat 2022	31 Aralık 2021	Hüseyin Çetin	242.380.795,00	Türk Lirası

4.2. Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

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

4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler:

Olumlu Faktörler:

- Aktay Otel'in bağlı olduğu Özak GYO ve Özak Global Holding A.Ş.'nin finansal gücü,
- Otelde yapılan yenileme çalışmaları ile konseptin değiştirilmesi,
- Turizm sektöründe 2020 ve 2021 yıllarında pandemi etkisiyle yaşanan talep ertelemelerinin 2022 yılından itibaren sona ermesi,
- Otele ilgili pandemi öncesi yıllarda yakalanmış olan doluluk oranları ve birim satış fiyatları,
- Antalya Belek bölgesinin tüm dünyada bilinen ve tercih edilen bir destinasyon olması,
- Otelin müşteriler nezdindeki bilinirliği ve tekrar müşteri sayısının yüksekliği,
- Müşteri dağılımının ülkeler bazında dengeli dağılıyor olması,

Olumsuz Faktörler:

- Turizm sektörünün krizlerden çok hızlı etkileniyor olması,
- Kış aylarındaki otel doluluk oranlarının düşük olması,

4.2.1.2. Değerlemede Kullanılacak Yöntemlerin Belirlenmesi:

Değerleme Yaklaşımları:

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

- Pazar Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Maliyet Yaklaşımı

Pazar Yaklaşımı:

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

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

- Değerleme konusu varlığın değer esasına uygun bir bedel ile son dönemde satılmış olması,
- Değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi,

-Önemli ölçüde benzer varlıklar ile ilgili sık yapılan ve/veya güncel gözlemlenebilir işlemlerin söz konusu olması,

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

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

-Değerleme konusu varlığa veya buna önemli ölçüde benzer varlıklara ilişkin işlemlere pazardaki oynaklık ve hareketlilik dikkate almak adına yeteri kadar güncel olmaması,

-Değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olmamakla birlikte işlem görmesi,

-Pazar işlemlerine ilişkin bilgi edilebilir olmakla birlikte karşılaştırılabilir varlıkların değerlendirme konusu varlıkla önemli ve /veya anlamlı farklılıklarının dolayısıyla da sübjektif düzeltmeler gerektirme potansiyelinin bulunması,

-Güncel işlemlere yönelik bilgilerin güvenilir olmaması,

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

Gelir Yaklaşımı:

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

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

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

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

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

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

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

- Değerleme konusu varlıkla ilgili bilgiye erişimsizliğin bulunması,

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

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

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

Maliyet Yaklaşımı:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu beyan ederiz.

4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları

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

4.3.1. Pazar Yaklaşımı

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi:

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

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

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

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

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

Yukarıda sayılan sebeplerden ötürü Pazar Yaklaşımı kullanılmamıştır.

4.3.2. Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

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

İNA yönteminin temel adımları:

- (a) değerleme konusu varlığın ve değerleme görevinin niteliğine en uygun nakit akışı türünün seçilmesi (örneğin, vergi öncesi veya vergi sonrası nakit akışları, toplam nakit akışları veya özsermayeye ait nakit akışları, reel veya nominal nakit akışları vb.),
- (b) nakit akışlarının tahmin edileceği en uygun kesin sürenin varsa belirlenmesi,
- (c) söz konusu süre için nakit akış tahminlerinin hazırlanması,

(d) (varsa) kesin tahmin süresinin sonundaki devam eden değerler değerleme konusu varlık için uygun olup olmadığının; daha sonra da varlığın niteliğine uygun devam eden değerler belirlenmesi,

(e) uygun indirgeme oranının belirlenmesi, ve

(f) indirgeme oranının varsa devam eden değer de dâhil olmak üzere, tahmini nakit akışlarına uygulanması şeklindedir.

Varsayımlar ve Tahminler:

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

Aktay Otel'in işletmekte olduğu Ela Excellence Resort Hotel'in 2019-2022/09 dönemleri arasında toplam yatak kapasitesi, satılan yatak sayısı ve doluluk oranları aşağıdaki gibi gösterilmiştir:

Dönem	2019	2020	2021	2022/09
Satılan Yatak Sayısı	256.383	79.519	103.518	122.992
Toplam Yatak Kapasitesi	438.000	438.000	438.000	328.500
Doluluk Oranı	58,5%	18,2%	23,6%	37,4%

Tabloda görülen 022/09 dönemi, 2022 yılının ilk 9 aylık dönemini ifade etmekte olup 9 aylık toplam yatak kapasitesi 328.500 adettir. Yıllık yatak kapasitesi ise 438.000 adettir. İlgili otelin ilk 4 ay tadilat nedeniyle kapalı olması sebebiyle doluluk oranı %37,4 seviyesinde kalmıştır.

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

Dönem	Kişi başına Konaklama Gelir (\$)
2019	118,9
2020	128,9
2021	166,9
2022/09	224,2

Şirketin geçmiş 3 yıllık verileri incelendiğinde pandemi nedeniyle 2020 yılı ve sonrasında doluluk oranının sert şekilde gerilediği görülmektedir. Bu kapsamda 2019 yılında %58,5 olan doluluk oranı 2020 ve 2021 yıllarında bu oranın çok altında kalmıştır. Buna karşın kişi başına gelir USD bazında 2020 yılında %8,4 ve 2021 yılında %29,5 artmıştır. Bunun yanında 2022 yılı ilk 4 aylık döneminde tadilat olması sebebi ile de 2022 yılı 9 aylık döneminde doluluk oranı normal seviyenin altında kalmıştır.

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

Dönem	2019	2020	2021	2022/09
Net Satışlar	183.547.074	88.834.754	159.512.512	463.413.651
Konaklama Gelirleri	174.614.811	76.940.939	147.672.610	439.887.194
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	2.681.588	1.686.156	2.146.734	3.140.230
SPA Gelirleri	3.575.843	1.470.495	2.942.446	7.931.405
Dükkan Kira Gelirleri	3.425.075	2.652.043	5.479.272	6.607.505
İade ve İskontolar	-4.764.126	-4.352.912	-4.764.126	-11.917.195
Diğer Gelirler	4.013.884	10.438.032	6.035.575	17.764.512

Gelecek dönemler için yapılan değerleme çalışmasında şirketin tahminleri incelenmiş ve piyasa koşulları çerçevesinde gözden geçirilmiştir. Bu kapsamda 2022 yılı son 3 aylık döneminde kişi başına konaklama

gelirlerinin 134,2 USD olacağı varsayılmıştır. İlgili sezonun turizm dönemi olmaması sebebi ile talebi az olması fiyatların o döneme has olarak çok düşmesine yol açmaktadır. Yine bu dönemde toplam satılan yatak sayısı ise 39.642 olarak tahmin edilmiştir.

2022 yılı ilk 9 aylık gerçekleşen veriler ve son 3 aylık tahminler bir araya getirilerek 2022 yılı ortalama kişi başına konaklama gelirleri 202,3 USD olarak tahmin edilmiştir.

Yine 2022 yılı ilk aylık dönemi ile bir önceki yılın ortalama konaklama gelirleri arasında önemli bir fark olduğu görülmektedir. Otelin yeni konsepti nedeniyle ortalama birim fiyatı yükselmiştir. (Yeni konseptin detayları “3.1.1. Aktay Otel” başlığı altında gösterilmiştir.).

Gelecek dönemlerin kişi başına konaklama gelirleri ABD enflasyonu doğrultusunda artırılmıştır. 2022 yılı ortalama konaklama geliri 202,3 USD tahmin edilmiş olup ABD’de açıklanan son enflasyon verisine göre Eylül 2022 döneminde enflasyon yıllık bazda %8,2 artmıştır (Kaynak: U.S. Bureau of Labor Statistics, Web: <https://www.bls.gov>). Bu çerçevede 2023 yılında konaklama gelirlerinin %8,2 artacağı varsayılmıştır. Sonraki dönemlerde ise enflasyonun düşeceği ve yıllık bazda %5 seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır.

Satılan yatak sayısı 2022 yılı için ilk 9 aylık gerçekleşmeler de eklendikten sonra 162.634 kişi olarak tahmin edilmiştir. Bu, yıllık bazda %37,1’lik bir doluluk oranına tekabül etmektedir. Şirketin doluluk oranının 2023 yılı ve sonrasında ise pandemi öncesi dönem olan 2019 yılı ile aynı seviyeye (%58,5) yükseleceği varsayılmıştır.

Dönem	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T
Satılan Yatak Sayısı	256.383	256.383	256.383	256.383	256.383
Toplam Yatak Kapasitesi	438.000	438.000	438.000	438.000	438.000
Doluluk Oranı	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%

Konaklama gelirleri USD bazında tahmin edilmiş olup daha sonra TL’ye çevrilmiştir. USD/TL kuru tahmin edilirken ABD 2 yıllık devlet tahvili ve Türkiye 2 yıllık devlet tahvili faiz oranları dikkate alınmıştır. Değerleme dönemi olan 30.09.2022 tarihinde TL 2 yıllık devlet tahvil faiz oranı %14,93 ve USD 2 yıllık devlet tahvil faizi %4,279 olup bu faiz oranları üzerinden USD/TL kuru yıllık artış oranı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$USD/TL \text{ Yıllık Artış Beklentisi} = \frac{1 + TR \text{ 2 Yıllık Tahvil Faizi}}{1 + USD \text{ 2 Yıllık Tahvil Faizi}} - 1$$

$$USD/TL \text{ Yıllık Artış Beklentisi} = \frac{1 + \%14,93}{1 + \%4,279} - 1 = \%10,214$$

30.09.2022 tarihinde USD/TL kuru 18,58 olarak gerçekleşmiş olup bu kapsamda 2022 yılı son 3 aylık ortalama kuru ve 2023 yılı ortalama kuru aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$2022 \text{ Yılı Son 3 Aylık Ortalama USD Kuru} = 18,58 * (1 + \%10,214)^{\frac{1,5}{12}} = 18,8047 \text{ TL}$$

Yukarıdaki hesaplama yapılırken 30.09.2022 tarihli kur üzerinden ortalama 1,5 aylık bir artış hesaplanmış ve böylece 2022 yılı son 3 aylık ortalama kuru tahmin edilmiştir. 2023 yılı ortalama kuru hesaplanırken de buna 7,5 ay eklenerek işlem yapılmıştır:

$$2023 \text{ Yılı Ortalama USD Kuru} = 18,8047 * (1 + \%10,214)^{\frac{7,5}{12}} = 19,9832 \text{ TL}$$

2024 yılı ve sonraki dönemlerde ise her yıl için bir önceki yıla göre %10,214 artış olacağı varsayılmıştır.

Dönem	Yıllık Artış Beklentisi	Ortalama USD/TL Kuru
2022 Son 3 Ay T	10,214%	18,8047
2023T	10,214%	19,9832
2024T	10,214%	22,0243
2025T	10,214%	24,2738
2026T	10,214%	26,7531

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

Dönem	2022 Son 3 Ay T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T
Kişi başına Konaklama Gelirleri	134,2 USD/kişi	218,8 USD/kişi	229,8 USD/kişi	241,3 USD/kişi	253,3 USD/kişi
Satılan Yatak Sayısı	39.642 kişi	256.383 kişi	256.383 kişi	256.383 kişi	256.383 kişi
Konaklama Gelirleri (\$)	5.319.662 USD	56.106.008 USD	58.911.309 USD	61.856.874 USD	64.949.718 USD
Ortalama Dolar Kuru Tahmini	18,8047	19,9832	22,0243	24,2738	26,7531
Konaklama Gelirleri (TL)	100.034.752 TL	1.121.176.673 TL	1.297.477.697 TL	1.501.501.427 TL	1.737.607.159 TL

Şirketin oda gelirleri dışında kalan gelirleri 2022 yılı ilk 9 aylık dönemi için aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir:

Gelir Çeşidi	Tutar
Ekstra Yiyecek Gelirleri	439.887.194 TL
Ekstra İçecek Gelirleri	3.140.230 TL
SPA Gelirleri	7.931.405 TL
Dükkan Kira Gelirleri	6.607.505 TL
Diğer Gelirler	17.764.512 TL

Bunun yanında aynı dönemde iade ve iskontolar ise -11.917.195 TL olmuştur.

Bu gelirlerin oda gelirlerine oranı incelendiğinde önceki yıllar ile paralellik gösterdiği görülmüş olup bu çerçevede değerlendirilmesinde baz alınmıştır. Şirketin gelecek dönemler için konaklama gelirleri tahmin edildikten sonra bunun dışında kalan gelirler ve iadelerin 2022 yılı ilk 9 aylık dönemdeki konaklama gelirlerine oranı sabit kabul edilmiş ve gelecek dönemlerin gelirleri tahmin edilmiştir.

Aktay Otel İNA, TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	1.181.140.490	1.366.870.610	1.581.806.127	1.830.539.486	1.885.455.671
Konaklama Gelirleri	1.121.176.673	1.297.477.697	1.501.501.427	1.737.607.159	1.789.735.374
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	8.003.763	9.262.326	10.718.794	12.404.286	12.776.415
SPA Gelirleri	20.215.425	23.394.228	27.072.887	31.330.002	32.269.902
Dükkan Kira Gelirleri	16.841.091	19.489.292	22.553.914	26.100.436	26.883.449
İade ve İskontolar	-30.374.335	-35.150.590	-40.677.895	-47.074.349	-48.486.579
Diğer Gelirler	45.277.873	52.397.656	60.637.000	70.171.952	72.277.110

Şirketin amortisman ve kira hariç operasyonel giderleri 2022 yılı ilk 9 aylık döneminde 209.975.835 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde satılan toplam yatak sayısı 122.992 adet olup 2022 yılı son ay tahmini ise 39.642 adettir. 2022 yılı son 3 aylık amortisman ve kira hariç operasyonel giderleri satılan yatak sayısı üzerinden oranlanarak 67.678.077 TL olarak tahmin edilmiştir. Böylece 2022 yılı bütünü için net satışlar 568.798.555 TL ve amortisman ve kira hariç operasyonel giderler ise 277.653.912 TL tahmin edilmiş olup bu giderlerin net satışlara oranı ise %48,8 olarak hesaplanmıştır. Bu oranın gelecek dönemlerde de aynı kalacağı varsayılarak gelecek dönemlerin amortisman ve kira hariç operasyonel giderleri tahmin edilmiştir.

Dönem	Operasyonel Giderler (Kira ve Amortisman Hariç SMM)
2022 Son 3 Ay T	67.678.077
2023T	576.563.133
2024T	667.225.625
2025T	772.144.469
2026T	893.561.427

Amortisman hariç faaliyet giderlerinde de benzer bir işlem yapılmış olup 2022 yılı ilk 9 aylık döneminde satılan yatak sayısı üzerinden 2022 yılı son 3 aylık amortisman hariç faaliyet giderleri oransal olarak tahmin edilmiştir. Bu kapsamda 2022 yılı son 3 aylık amortisman hariç faaliyet giderleri 13.703.940 TL tahmin edilmiştir. Sonraki yılların tutarları ise 2022 yılı toplamı üzerinden hesaplanmış olup 2022 yılı toplam amortisman hariç faaliyet giderlerinin toplam net satışlara oranı %9,9 olarak tahmin edilmiştir. Bu oranın sabit kalacağı varsayılarak gelecek dönemlerin amortisman hariç faaliyet giderleri tahmin edilmiştir.

Dönem	Amortisman Hariç Faaliyet Giderleri
2022 Son 3 Ay T	13.703.940
2023T	116.746.619
2024T	135.104.608
2025T	156.349.325
2026T	180.934.697

Değerleme çalışması amortisman hariç hesaplanmış olup amortisman giderleri ise sadece gelecek dönemlerin vergi giderlerini tahmin etmek için kullanılmıştır. Şirketin amortisman itfa tabloları alınmış olup 2022 yılı son 3 aylık dönemi ve sonrasına ait amortisman tutarları hesaplanmıştır. Bu çerçevede gelecek dönemlerin amortisman giderleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Dönem	Amortisman Giderleri
2022T	2.082.561 TL
2023T	7.220.935 TL
2024T	6.556.579 TL
2025T	5.538.769 TL
2026T	1.261.387 TL

Buradaki amortisman giderleri sadece 30 Eylül 2022 tarihinde var olan maddi ve maddi olmayan duran varlıkların amortismanından oluşmakta olup gelecekte yapılacak yatırımların amortismanlarını içermemektedir. Ayrıca burada yer alan amortisman giderleri, sadece 2026 yılına kadarki amortisman giderlerini içermekte olup buna karşın amortisman itfa tablosuna göre itfa işlemi 2069 yılında tamamlanacaktır. Bu nedenle 2026 yılından sonraki dönemlere ait amortismanların vergi etkisi ise Aktay Otel'in nihai Pazar Değerine eklenmiştir. Burada 2027 yılı ile 2069 yılları arasında her yıla ait amortisman tutarı hesaplanmış olup %20'lik vergi oranı ile çarpılmıştır. Daha sonra da ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden ilgili yılın amortisman tutarlarının vergi etkisinin bugünkü değeri tespit edilmiştir. Toplam tutar ise Pazar Değerine eklenmiştir.

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

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

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

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

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

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

Aktay Otel'in Özak GYO ile yaptığı sözleşme çerçevesinde şirketin 2022 yılı son 3 ay ve sonrası için kira giderleri hesaplanmıştır. Buna göre yıllık cironun %5'i "Cirodan Alınan Pay" olarak Aktay Otel'in payı, bunun yanında amortisman hariç operasyonel karın da %1,2'si yine Aktay Otel'in payı olarak alınmıştır. Böylece Aktay Otel'in toplam payı hesaplanmıştır. Amortisman hariç operasyonel kardan Aktay Otel'in payı düşüldükten sonra ise kalan tutar kira gideri olarak alınmıştır.

Yapılan hesaplamalar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Dönem	Net Satışlar	Amortisman Hariç Faaliyet Karı	Cirodan Alınan Pay	Kardan Alınan Pay	Toplam Pay	Kira
2022 Son 3 Ay	105.384.904	24.002.887	5.269.245	288.035	5.557.280	18.445.607
2023	1.181.140.490	487.830.737	59.057.024	5.853.969	64.910.993	422.919.744
2024	1.366.870.610	564.540.377	68.343.530	6.774.485	75.118.015	489.422.362
2025	1.581.806.127	653.312.333	79.090.306	7.839.748	86.930.054	566.382.279
2026	1.830.539.486	756.043.362	91.526.974	9.072.520	100.599.495	655.443.868

Şirketin kira giderleri düşüldükten sonra amortisman hariç faaliyet karına ulaşılmıştır.

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

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

1. Aktay Otel'in kısa vadeli ticari alacakları içerisinde yer alan "Alıcılar" hesabı ticari faaliyetler ile ilişkili olup bu kalem ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
2. "Alacak Senetleri" protestolu ve davalık alacaklardan oluşmakta olup bu nedenle ticari alacak olarak dikkate alınmamıştır.
3. Kısa vadeli ticari alacaklar içerisinde yer alan "Verilen Depozito ve Teminatlar" ticari alacak olarak sınıflandırılmamıştır. Bu tutarlar, şirketin net satışlarını oluşturan ticari alacaklar ile ilişkili değildir.
4. Şüpheli ticari alacaklar ve bunlar için ayrılan karşılıklar ticari alacakların dışında bırakılmıştır. Bu tutarların geçmişten kalmış olması ve tahsilinin mümkün görünmüyor olması gibi sebepler ile böyle bir yol tercih edilmiştir.
5. "Alınan Çekler" in tamamı ticari faaliyetlerden kaynaklanmakta olup bu nedenle bu tutarlar ticari alacaklara eklenmiştir.
6. Hazır Değerler içerisinde yer alan "Diğer Hazır Değerler" şirketin POS cihazı alacaklarından oluşmakta olup bu tutarlar da ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
7. "Diğer Dönen Varlıklar" içerisinde yer alan "İş Avansları" da ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
8. Stoklar hesaplanırken şirketin "Verilen Sipariş Avansları"nın bir kısmı inşaat faaliyetleri ile alakalı olup inşaat faaliyetleri ile ilgili tutarlar hariç bırakılıp kalan kısım ise ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
9. Ticari borçlar hesaplanırken kısa vadeli ticari borçlarda yer alan "Satıcılar" ticari borç olarak dikkate alınmıştır.
10. Kısa vadeli ticari borçlarda yer alan "Alınan Depozito ve Teminatlar" ticari borç dışında tutulmuştur.

11. “Verilen Çekler ve Ödeme Emirleri”nin tamamı ticari faaliyetlerden kaynaklanmakta olup bu tutarlar ticari borçlara eklenmiştir.
12. Mali borçlarda yer alan “Diğer Mali Borçlar” kredi kartı kaynaklı işlemlerden kaynaklanmakta olup ticari borç olarak dikkate alınmıştır.
13. Alınan sipariş avansları ticari borç olarak dikkate alınmıştır.
14. Gelecek aylara ait giderler ve gelecek yıllara ait giderler ticari borç olarak dikkate alınmıştır.
15. İlk madde ve malzeme içerisinde yer alan unsurların bir kısmı inşaat faaliyetleri ile alakalı olup bu tutarlar hariç bırakılmıştır. 2022 yılı ilk 9 aylık döneminde ilk madde ve malzemeler içerisinde inşaat faaliyetleri ile alakalı kısım 29.516.246,39 TL’dir.

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

Dönem	2019/12	2020/12	2021/12	2022/09
Düzeltilmiş Ticari Alacaklar	11.949.829	23.254.662	28.489.990	87.807.461
Düzeltilmiş Stoklar	2.134.612	2.224.592	2.171.437	12.162.143
Düzeltilmiş Ticari Borçlar	30.848.790	19.043.520	34.628.231	92.783.081

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

Net İşletme Sermayesi	2019/12	2020/12	2021/12	2022/09
Ortalama Ticari Alacaklar	14.845.616	17.602.246	25.872.326	58.148.726
KDV Oranı	8%	8%	8%	%8
KDV Hariç Ortalama Ticari Alacaklar	13.745.941	16.298.376	23.955.858	53.841.413
Ticari Alacak Devir Hızı	13,4	5,5	6,7	11,5
Ticari Alacak Devir Süresi (gün)	27,3	67,0	54,8	31,8
Ortalama Stoklar	1.934.264	2.179.602	2.198.014	7.166.790
Stok Devir Hızı	82,6	38,2	76,5	74,2
Stok Devir Süresi (gün)	4,4	9,5	4,8	4,9
Ortalama Ticari Borçlar	22.606.286	24.946.155	26.835.875	63.705.656
KDV Oranı	8%	8%	8%	8%
KDV Hariç Ortalama Ticari Borçlar	20.931.746	23.098.292	24.848.033	58.986.718
Ticari Borç Devir Hızı	11,3	5,5	10,0	10,0
Ticari Borç Devir Süresi (gün)	32,2	66,9	36,6	36,6

Tabloda da görüldüğü gibi şirketin 2022/09 dönemi ortalama ticari alacak devir süresi 31,8 gün, ortalama stok devir süresi 4,9 gün ve ortalama ticari borç devir süresi 36,6 gündür. Bu sürelerin gelecek dönemlerde de aynı kalacağı varsayılmıştır.

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

Dönem	2022 Son 3 Ay T	2023T	2024T	2025T	2026T
Ortalama Ticari Alacak Devir Süresi	31,8 gün	31,8 gün	31,8 gün	31,8 gün	31,8 gün
Ortalama Stok Devir Süresi	9,3 gün	9,3 gün	9,3 gün	9,3 gün	9,3 gün
Ortalama Ticari Borç Devir Süresi	36,8 gün	36,8 gün	36,8 gün	36,8 gün	36,8 gün
Ortalama Ticari Alacaklar	49.564.117	102.922.528	119.106.728	137.835.835	159.510.027
Ortalama Stoklar	7.107.558	14.759.223	17.080.058	19.765.836	22.873.944
Ortalama Ticari Borçlar	54.312.920	112.630.619	130.341.381	150.837.098	174.555.692
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	2.358.755	5.051.132	5.845.405	6.764.574	7.828.279
Net İşletme Sermayesi Değişimi	337.271	2.692.377	794.272	919.169	1.063.705

Şirketin yatırım giderlerinin olmayacağı varsayılmıştır. Şirketin bakım, onarım vb. giderleri operasyonel giderlerde gösterilmiş olduğu için burada sıfır alınmıştır. 2022 yılı yatırım giderleri şirketin yeni konsepti ile alakalı yatırımlardan oluşmaktadır. 2022 yılı ilk 9 aylık döneminde bu yatırımlar tamamlanmış olup sonrasında ise yatırım olmayacağı varsayılmıştır.

Şirketin finansal borç anapara ve faiz ödemeleri de projeksiyonda hesaplanmıştır. Aşağıdaki tabloda şirketin dönemlere göre finansal borç anapara ve faiz ödeme tutarları gösterilmiştir:

Dönem	2022 Son 3 Ay T	2023T	2024T	2025T
Finansal Borç Anapara Ödemeleri	16.656.058	110.901.244	60.777.778	3.888.889
Finansal Borç Faiz Ödemeleri	3.581.190	18.449.724	7.233.375	195.035

İNA Değerleme:

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

Şirketin nakit akışlarının hesaplanmasında şu ana kategoriler baz alınır:

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

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

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

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

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

Aktay Otel için yapılan değerlendirme çalışmasında projeksiyon oluşturulurken ortaklara ve kreditorlere nakit akışları yapılmamış olup bunun yerine projeksiyonda finansal borç anapara ödemeleri ve faiz ödemeleri de nakit akışlarından düşülmüştür. Bu nedenle nakit akışları hesaplanırken sadece özkaynaklara nakit akışları (Free Cash Flow To Equity) hesaplanmıştır. Bu kapsamda indirgeme oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yerine “Özsermaye Maliyeti” kullanılmıştır.

Özsermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanır:

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

R_f : Risksiz Getiri Oranı

R_m : Sermaye Piyasası Getiri Beklentisi

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

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

Değerleme çalışmasında Sermaye Piyasası Risk Primi %5 olarak alınmıştır.

Değerleme TL bazında yapıldığı için “Risksiz Faiz Oranı” olarak değerlendirilen (30 Eylül 2022) 10 yıllık devlet tahvil faizi (Kod: TRT280432T14) baz alınmıştır (Kaynak: <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/45/borclanma-aracлари-piyasasi-verileri>). Bu oran, 30 Eylül 2022 tarihinde %11,99 seviyesindedir.

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

Şirketlerin betalarının hesaplanmasında değerlendirilen tarihten itibaren son 3 yıllık günlük bazdaki betalar dikkate alınmıştır. Hesaplama baz alınan şirketler şunlardır:

1. Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş. (“MAALT”)
2. Martı Otel İşletmeleri A.Ş. (“MARTI”)
3. Metemtur Yatırım Enerji Turizm ve İnşaat A.Ş. (“METUR”)
4. Net Holding A.Ş. (“NTHOL”)

Bu şirketlerin betaları aşağıdaki gibidir:

Şirket	Beta
MAALT	0,88
MARTI	0,90
METUR	0,67
NTHOL	1,04

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

Özkaynaklar	MAALT	MARTI	METUR	NTHOL
2022/06	177.327.050	-	27.472.868	9.805.363.341
2022/03	163.677.382	429.256.349	25.531.604	9.833.710.591
2021/12	148.886.367	33.550.757	30.363.977	9.904.300.602
2021/09	123.333.765	-295.105.329	45.853.354	3.521.065.321
2021/06	118.500.879	-199.480.546	43.588.766	3.726.214.591
2021/03	117.817.145	-119.028.889	8.462.198	3.885.178.658
2020/12	104.822.425	-110.724.346	12.038.540	4.041.110.361
2020/09	100.503.539	-151.960.172	441.110	4.080.628.493
2020/06	94.976.882	-165.841.922	1.536.333	4.281.918.067
2020/03	92.154.437	-150.137.121	65.561	4.386.075.561
2019/12	88.131.169	-126.919.782	4.532.732	4.489.385.708
2019/09	84.851.322	-107.937.275	4.339.703	3.885.818.062

Finansal Borçlar	MAALT	MARTI	METUR	NTHOL
2022/06	0	-	57.909.671	3.450.579.813
2022/03	0	2.016.704.809	53.313.469	3.390.039.563
2021/12	0	1.826.235.091	50.197.981	3.413.474.221
2021/09	0	1.625.226.056	34.738.988	2.664.127.571
2021/06	0	1.188.669.069	35.434.957	2.704.575.279
2021/03	0	1.264.303.043	35.093.824	2.288.383.528
2020/12	0	1.189.196.370	32.014.377	2.075.885.890
2020/09	0	1.242.829.485	35.326.585	1.982.599.165
2020/06	0	1.265.461.134	32.299.128	1.750.378.792
2020/03	0	1.061.107.150	30.777.032	1.550.819.901
2019/12	0	984.995.553	29.403.340	1.489.480.283
2019/09	0	878.320.281	28.927.325	1.523.729.021

Kaynak: Finnet

Kaldıraçsız beta aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

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

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

Şirket	Beta	Ortalama Özkaynaklar	Ortalama Finansal Borç	Finansal Borç/Özkaynak	Kaldıraçsız Beta
MAALT	0,88	117.915.197	0	0,0%	0,88
MARTI	0,90	-87.666.207	1.322.095.276	-1508,1%	-0,09
METUR	0,67	17.018.896	37.953.056	223,0%	0,25
NTHOL	1,04	5.486.730.780	2.357.006.086	43,0%	0,79
Sektör	1,04	5.533.998.665	3.717.054.418	67,2%	0,69

Tabloda görüldüğü gibi sektörün kaldıraçsız betası 0,69 olarak tespit edilmiştir.

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

Kaldıraçsız Beta	0,69
Şirketin Finansal Borcu	%0
Şirketin Özsermayesi	%100
Şirket Borç / Özkaynak	0
Kaldıraçlı Beta	0,69

Tabloda görüldüğü gibi kaldıraçlı beta 0,69 hesaplanmıştır.

Şirket betası olarak kaldıraçlı beta kullanılmış ve bu çerçevede şirketin özsermaye maliyeti aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi %15,45 olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Maliyeti	
Risksiz Getiri Oranı	11,99%
Beta	0,69
Piyasa Risk Primi	5,0%
Özsermaye Maliyeti (k_e)	15,45%

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

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

Aktay Otel'in 30 Eylül 2022 dönemi satış gelirleri 463.413.651 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Değerleme tarihi 30 Eylül 2022 olup bu tarihten sonra gerçekleşecek olan nakit akışları tahmin edilmiş ve projeksiyona eklenmiştir.

Operasyonel giderler (kira ve amortisman hariç) ve faaliyet giderleri (amortisman hariç) TL bazında gerçekleşmekte olup daha önce de ifade edildiği gibi 2022 yılı verileri baz alınarak tahmin edilmiştir.

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

Yukarıdaki işlemler sonucunda Aktay Otel'in 2026 yılına kadarki nakit akışları tahmin edilmiştir. Bu nakit akışları, Aktay Otel'in özsermaye maliyeti olan %15,45 üzerinden bugüne indirgenmiştir. İndirgenme tarihi 30 Eylül 2022 olarak dikkate alınmıştır. Şirketin Devam Eden Değerinin doğru hesaplanması adına 2026 yılından sonra 1 yıl daha eklenmiş olup 2027 yılı büyüme oranı, devam eden değer büyüme oranı olan %3 olarak alınmıştır. Böylece sabit büyümeyi ifade eden devam eden değer hesaplanırken 2026 yılına kadarki büyüme verilerinde kullanılan net işletme sermayesi değişimindeki yükseliş elimine edilmiş ve devam eden değere uygun şekilde revize edilmiştir. Projeksiyon verileri dikkate alındığında 2026 yılının net işletme sermayesi değişimi 1.063.705 TL olarak hesaplanmış olup bu tutarın net satışlara oranı ise %0,06'dır. Bu net işletme sermayesi değişimi, 2026 yılındaki %15,7'lik net satış artışından kaynaklanmaktadır. Buna karşın 2026 yılından sonra %3'lük devam eden değer büyüme oranı dikkate alındığında bu seviyede bir net işletme sermayesi değişimi olmayacaktır ve daha düşük seviyede kalacaktır. İşte bu nedenle 2026 yılından sonra bir seferlik olacak şekilde 2027 yılı da eklenmiş ve 2027 yılı verileri devam eden değer büyüme oranı üzerinden büyütülmüştür.

Ayrıca amortisman giderleri 2026 yılına kadar hesaplanmış olup sonraki dönemlere ait olan amortisman giderlerinin vergi etkisi ise nihai Pazar Değerine eklenmiş olduğu için burada tekrar olmaması adına 2027 yılının nakit akışları hesaplanırken amortisman ise sıfır alınmıştır.

Şirketin nakit akışları hesaplanırken özkaynaklara nakit akışı benimsenmiş olup bu nedenle projeksiyon süresi içerisinde finansman giderlerinin tamamlandığı kısım hesaplanmış ve 2027 yılında ise finansman giderleri kalmamıştır. Buna karşın finansman giderlerinin bitiş tarihi daha ileriki bir tarih olması durumunda, projeksiyon yine buna uygun şekilde uzatılmış olacaktır. Fakat mevcut değerleme çalışmasında buna gerek kalmamıştır.

Böylece 2027 yılına kadarki nakit akışlarının bugünkü değeri 48.372.287 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerlemede 2027 yılından sonra ise her yıl belli bir büyüme oranı üzerinden sonsuza kadar faaliyetlerini sürdüreceği varsayılmıştır. Devam Eden Değer Büyüme oranı %3 olarak alınmıştır. Bu büyüme oranı üzerinden aşağıdaki formül kullanılarak şirketin Devam Eden Değeri hesaplanmıştır.

Devam Eden Değer Büyüme Oranı (2028 yılı ve sonrası yıllar için) ihtiyatlılık gereği %3 olarak varsayılmıştır. Bu yıllar için TCMB'nin hedef enflasyon oranı %5 olup, devam eden değer büyüme oranı şirket ve sektör riskleri dikkate alınarak %3 olarak varsayılmıştır.

$$\text{Devam Eden Değer} = (NA * \frac{1 + g}{i - g}) * (\text{2027 Yılı İskonto Katsayısı})$$

NA: Nakit akışı (2027 yılı)

g: Devam eden değer büyüme oranı (%3)

i: İndirgeme Oranı (Özsermaye Maliyeti)

$$\text{Devam Eden Değer} = \left(82.659.135 * \frac{1 + \%3}{\%15,45 - \%3} \right) * 0,47 = 321.707.207 \text{ TL}$$

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

Bu kapsamda:

1. Aktay Otel'in nakit ve nakit benzeri (kasa ve banka hesapları toplamı), Pazar Değerine eklenmiştir. Bunun toplam tutarı 143.662.478 TL seviyesindedir.
2. Finansal Borçlar projeksiyonda oluşma dönemine göre anapara ve faizi ile birlikte düşüldüğü için nihai Pazar Değerinden tekrar düşülmemiştir.
3. Ortaklara Borçlar Aktay Otel'in Pazar Değerinden düşülmüştür. 30 Eylül 2022 döneminde toplam büyüklüğü 4.480.800 TL seviyesindedir.
4. Esas faaliyetler dışında kalan stoklar, şirketin inşaat faaliyetleri ile alakalı tutarlarını ifade etmekte olup toplam 29.516.246 TL'lik bu tutar Pazar Değerine eklenmiştir.
5. Gelecek aylara ait giderler ve gelecek yıllara ait giderlerin içerisinde şirketin finansal borçları ile alakalı faiz tahakkukları yer almakta olup bu tutarlar elimine edildikten sonra kalan tutarlar Pazar Değerine eklenmiştir.
6. Kısa Vadeli Diğer Çeşitli Alacaklar, şirketin vergi dairesi alacakları ve AGİ alacaklarından oluşmakta olup toplam 1.005.722 TL'lik bu tutar Pazar Değerine eklenmiştir.
7. Net KDV alacakları toplam 20.564.648 TL olup bu tutarın ortalama 6 ay içerisinde mahsuplaştırılacağı varsayımı ile 6 aylık iskonto tabi tutulup 19.139.330 TL olarak Pazar Değerine eklenmiştir.
8. "Tahsili Mümkün Şüpheli Ticari Alacaklar" ve "Depozito ve Teminatlar" net işletme sermayesi ihtiyacının hesaplanmasında devre dışı bırakılmıştı. Bunların toplam tutarı sıfır varsayılarak Pazar Değerine eklenmiştir. Depozito ve teminatlar şirket faaliyette olduğu müddetçe tahsil edilemeyeceği için bunlar sıfır alınmıştır. Yine şüpheli ticari alacakların da tahsili mümkün görünmediği için bu tutarlar da sıfır alınmıştır.
9. "Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar" toplam 204.877 TL olup bu tutarlar da Pazar Değerine eklenmiştir.
10. Diğer dönen varlıklar 51.468 TL olup Pazar Değerine eklenmiştir.
11. "Personele Borçlar" ve "Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler" Pazar Değerinden düşülmüştür. Bu tutarlar, değerleme döneminden öncesi ait borçlardan oluşmaktadır ve değerleri sırasıyla 6.973.460 TL ve 4.758.129 TL'dir.
12. Diğer çeşitli borçlar toplam 29.272.188 TL olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
13. Gider tahakkukları toplam 46.303.385 TL olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
14. Alınan depozito ve teminatlar 8.254.262 TL olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
15. Projeksiyonda amortisman tutarları 2026 yılına kadar hesaplanmış olup sonraki dönemler için bu amortismanların vergi etkisi Pazar Değerine eklenmiştir. Toplam tutar 285.707 TL olarak hesaplanmıştır.

Aşağıda yer aldığı gibi 30 Eylül 2022 tarihi baz alınarak oluşturulan İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine göre Aktay Otel'in Pazar Değeri 438.819.704 TL hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	2020 G	2021G	2022/09 G	2022 Son 3 Ay T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Ortalama Dolar Kuru (Tahmini)	7,0416	8,9098	15,9533	18,8047	19,9832	22,0243	24,2738	26,7531	
Net Satışlar	88.834.754	159.512.512	463.413.651	105.384.904	1.181.140.490	1.366.870.610	1.581.806.127	1.830.539.486	1.885.455.671
Konaklama Gelirleri	76.940.939	147.672.610	439.887.194	100.034.752	1.121.176.673	1.297.477.697	1.501.501.427	1.737.607.159	1.789.735.374
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	1.686.156	2.146.734	3.140.230	714.120	8.003.763	9.262.326	10.718.794	12.404.286	12.776.415
SPA Gelirleri	1.470.495	2.942.446	7.931.405	1.803.681	20.215.425	23.394.228	27.072.887	31.330.002	32.269.902
Dükkan Kira Gelirleri	2.652.043	5.479.272	6.607.505	1.502.613	16.841.091	19.489.292	22.553.914	26.100.436	26.883.449
İade ve İskontolar	-4.352.912	-4.764.126	-11.917.195	-2.710.089	-30.374.335	-35.150.590	-40.677.895	-47.074.349	-48.486.579
Diğer Gelirler	10.438.032	6.035.575	17.764.512	4.039.828	45.277.873	52.397.656	60.637.000	70.171.952	72.277.110
Operasyonel Giderler (Kira ve Amortisman Hariç SMM)	46.606.902	91.078.545	209.975.835	67.678.077	576.563.133	667.225.625	772.144.469	893.561.427	920.368.270
Faaliyet Giderleri (Amortisman Hariç)	10.944.533	17.207.150	42.517.406	13.703.940	116.746.619	135.104.608	156.349.325	180.934.697	186.362.738
Operasyonel Kar	31.283.319	51.226.817	210.920.410	24.002.887	487.830.737	564.540.377	653.312.333	756.043.362	778.724.663
Amortisman				2.082.561	7.220.935	6.556.579	5.538.769	1.261.387	0
Amortisman Hariç Operasyonel Kar	31.283.319	51.226.817	210.920.410	24.002.887	487.830.737	564.540.377	653.312.333	756.043.362	778.724.663
Kira Gideri (Yeni Sisteme Göre)	34.337.171	71.811.176	185.949.136	18.445.607	422.919.744	489.422.362	566.382.279	655.443.868	675.107.184
Amortisman Hariç Faaliyet Karı	-3.053.853	-20.584.359	24.971.275	5.557.280	64.910.993	75.118.015	86.930.054	100.599.495	103.617.479
Vergi Matrahı	-3.053.853	-20.584.359	24.971.275	-106.471	39.240.334	61.328.061	81.196.250	99.338.107	103.617.479
Vergiden Mahsup Edilecek Geçmiş Yıl Zararı			39.570.240	39.676.711	436.377	0	0	0	0
Vergi	-671.848	-4.116.872	5.743.393	0	0	12.352.888	16.239.250	19.867.621	20.723.496
Vergi Sonrası Faaliyet Karı (Amortisman Hariç)				5.557.280	64.910.993	62.765.127	70.690.804	80.731.873	82.893.984
<i>Ortalama Ticari Alacak Devir Süresi</i>	<i>67,0 gün</i>	<i>54,8 gün</i>	<i>31,8 gün</i>	<i>31,8 gün</i>	<i>31,8 gün</i>	<i>31,8 gün</i>	<i>31,8 gün</i>	<i>31,8 gün</i>	<i>31,8 gün</i>
<i>Ortalama Stok Devir Süresi</i>	<i>17,1 gün</i>	<i>8,8 gün</i>	<i>9,3 gün</i>	<i>9,3 gün</i>	<i>9,3 gün</i>	<i>9,3 gün</i>	<i>9,3 gün</i>	<i>9,3 gün</i>	<i>9,3 gün</i>
<i>Ortalama Ticari Borç Devir Süresi</i>	<i>91,8 gün</i>	<i>50,4 gün</i>	<i>36,8 gün</i>	<i>36,8 gün</i>	<i>36,8 gün</i>	<i>36,8 gün</i>	<i>36,8 gün</i>	<i>36,8 gün</i>	<i>36,8 gün</i>
Ortalama Ticari Alacaklar	16.298.376	23.955.858	53.841.413	49.564.117	102.922.528	119.106.728	137.835.835	159.510.027	164.295.328
Ortalama Stoklar	2.179.602	2.198.014	7.166.790	7.107.558	14.759.223	17.080.058	19.765.836	22.873.944	23.560.162
Ortalama Ticari Borçlar	23.098.292	24.848.033	58.986.718	54.312.920	112.630.619	130.341.381	150.837.098	174.555.692	179.792.363
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	-4.620.314	1.305.839	2.021.484	2.358.755	5.051.132	5.845.405	6.764.574	7.828.279	8.063.127
Net İşletme Sermayesi Değişimi	631.227	5.926.153	715.645	337.271	2.692.377	794.272	919.169	1.063.705	234.848
Yatırım Giderleri				0	0	0	0	0	0
Finansal Borç Anapara Ödemeleri				16.656.058	110.901.244	60.777.778	3.888.889	0	0
Finansal Borç Faiz Ödemeleri				3.581.190	18.449.724	7.233.375	195.035	0	0
Serbest Nakit Akışı				-15.017.239	-67.132.352	-6.040.298	65.687.711	79.668.168	82.659.135
<i>Özkaynak Maliyeti</i>				<i>15,45%</i>	<i>15,45%</i>	<i>15,45%</i>	<i>15,45%</i>	<i>15,45%</i>	<i>15,45%</i>
<i>İskonto Katsayısı</i>			<i>1,00</i>	<i>0,96</i>	<i>0,84</i>	<i>0,72</i>	<i>0,63</i>	<i>0,54</i>	<i>0,47</i>
İndirgenmiş Serbest Nakit Akışları				-14.487.479	-56.097.755	-4.372.027	41.183.149	43.264.446	38.881.953

İndirgenmiş Nakit Akışları Toplamı	48.372.287
Devam Eden Değer	321.707.207
Nakit ve Nakit Benzeri	143.662.478
Toplam Finansal Borç	0
Ortaklara Borçlar	-4.480.800
Esas Faaliyet Dışı Stoklar	29.516.246
Gelecek Aylara Ait Giderler (Faiz Hariç)	188.351
Gelecek Yıllara Ait Giderler (Faiz Hariç)	3.897.082
Diğer Çeşitli Alacaklar	1.005.722
Devreden KDV	19.139.330
Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	204.877
Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar	51.468
Tahsili Mümkün Şüpheli Ticari Alacaklar	0
Personale Borçlar	-6.973.460
Diğer Çeşitli Borçlar	-29.272.188
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	-4.758.129
Gider Tahakkukları	-46.303.385
Diğer Çeşitli Borçlar	-29.168.829
Alınan Depozito ve Teminatlar	-8.254.262
Esas Faaliyet Dışı Varlıklar	0
Projeksiyon Dönemi Sonrası Amortismanı Vergi Etkisi	285.707
Pazar Değeri	438.819.704

4.3.3. Maliyet Yaklaşımı

Toplama Yöntemi:

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

Toplama yönteminin temel adımları:

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

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

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

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

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

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

- Reeskont yapılan tüm kalemlerde reeskont oranı olarak TCMB'nin 30 Eylül 2022 tarihindeki reeskont oranı olan %14,75 oranı kullanılmıştır.
(Kaynak: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Reeskont+ve+Avans+Faiz+Oranlari>)
- Ticari alacaklar ve ticari borçlar reeskont edilirken 30 Eylül 2022 dönemi gerçekleşen ortalama ticari alacak devir süresi ve ortalama ticari borç devir süresi baz alınmıştır.
- Ticari alacak olarak dikkate alınmış olan "Alınan Çekler", "Diğer Hazır Değerler", "Alıcılar", "Verilen Sipariş Avansları" ve "İş Avansları" şirketin ortalama ticari alacak devir süresi olan 31,8 gün üzerinden reeskont edilmiştir.
- Ticari borç statüsünde olan "Verilen Çek ve Ödeme Emirleri", "Diğer Mali Borçlar", "Satıcılar", "Alınan Sipariş Avansları", "Gelecek Aylara Ait Gelirler" ve "Gelecek Yıllara Ait Gelirler" tutarları şirketin ortalama ticari borç devir süresi olan 36,6 gün üzerinden reeskont edilmiştir.
- Ticari alacaklarda yer alan alacak senetlerinin davalık veya icralık olup sıfır olarak dikkate alınmıştır.
- Şüpheli ticari alacaklar ve bunların karşılıkları sıfır olarak dikkate alınmıştır.
- Şirketin binaları toplam 7.498.973 TL olarak kayıt altına alınmış olup binanın değeri için ekspertiz raporunda yer alan 39.480.000 TL'lik değer dikkate alınmıştır. Bu çerçevede binanın toplam

5.556.220,47 TL’lik amortisman bedeli de silinmiştir. Şirketin geçmiş yıl zararlarından ötürü binanın satılması durumunda vergi ödemeyeceği varsayılmıştır.

8. Maddi olmayan duran varlıklarda yer alan “Kuruluş ve Örgütlenme Giderleri” sıfır olarak dikkate alınmıştır.
9. Yukarıda sayılan maddeler dışında kalan kalemler ise resmi mali tablolarındaki değerleri ile dikkate alınmıştır.

Tablodaki tüm değerler Türk Lirası para birimi ile gösterilmiştir.

	Kayıtlı Değer	Düzeltilmiş Değer
I. DÖNEN VARLIKLAR	303.653.916	301.262.441
A. Hazır Değerler	153.206.032	153.094.101
1. Kasa	328.153	328.153
2. Alınan Çekler	589.000	581.981
3. Bankalar	143.334.325	143.334.325
4. Verilen Çek ve Ödeme Emirleri (-)	-964.263	-950.969
5. Diğer Hazır Değerler	9.918.818	9.800.611
C. Ticari Alacaklar	69.625.604	67.463.719
1. Alıcılar	67.426.807	66.623.255
2. Alacak Senetleri	1.355.427	0
5. Verilen Depozito ve Teminatlar	840.464	840.464
7. Şüpheli Ticari Alacaklar	400.857	0
8. Şüpheli Ticari Alacak Karşılığı (-)	-397.952	0
D. Diğer Alacaklar	1.005.722	1.005.722
5. Diğer Çeşitli Alacaklar	1.005.722	1.005.722
E. Stoklar	51.444.545	51.328.158
1. İlk Madde ve Malzeme	41.650.732	41.650.732
4. Ticari Mallar	27.658	27.658
7. Verilen Sipariş Avansları	9.766.156	9.649.769
G. Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	7.444.338	7.444.338
1. Gelecek Aylara Ait Giderler	7.444.338	7.444.338
H. Diğer Dönen Varlıklar	20.927.674	20.926.403
1. Devreden KDV	20.564.648	20.564.648
4. Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	204.877	204.877
5. İş Avansları	106.681	105.409
8. Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar	51.468	51.468
II. DURAN VARLIKLAR	107.134.398	144.533.486
A. Ticari Alacaklar	0	0
B. Diğer Alacaklar	0	0
C. Mali Duran Varlıklar	0	0
D. Maddi Duran Varlıklar	70.786.780	108.324.028
3. Binalar	7.498.973	39.480.000
4. Tesis, Makina ve Cihazlar	1.194.820	1.194.820
5. Taşıtlar	1.441.257	1.441.257
6. Demirbaşlar	45.005.375	45.005.375
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	-18.280.102	-12.723.882
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	33.926.457	33.926.457
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11.938.153	11.799.993
1. Haklar	205.391	205.391
3. Kuruluş ve Örgütlenme Giderleri	138.160	0
5. Özel Maliyetler	21.458.650	21.458.650
6. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.690.648	1.690.648
7. Birikmiş Amortismanlar (-)	-11.554.695	-11.554.695
G. Gelecek Yıllar Gider/Gelir Tahakkukları	24.409.465	24.409.465

1. Gelecek Yıllara Ait Giderler	24.409.465	24.409.465
H. Diğer Duran Varlıklar	0	0
	Kayıtlı Değer	Düzeltilmiş Değer
I. KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	269.955.283	268.690.350
A. Mali Borçlar	78.382.423	78.379.410
1. Banka Kredileri	78.163.856	78.163.856
9. Diğer Mali Borçlar	218.567	215.554
B. Ticari Borçlar	65.547.768	64.757.871
1. Satıcılar	57.293.506	56.503.609
4. Alınan Depozito ve Teminatlar	8.254.262	8.254.262
C. Diğer Borçlar	40.726.448	40.726.448
1. Ortaklara Borçlar	4.480.800	4.480.800
4. Personele Borçlar	6.973.460	6.973.460
5. Diğer Çeşitli Borçlar	29.272.188	29.272.188
D. Alınan Avanslar	32.655.559	32.205.342
1. Alınan Sipariş Avansları	32.655.559	32.205.342
E. Yıllara Yaygın İnşaat Hakedişleri	0	0
F. Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	4.758.129	4.758.129
1. Ödenecek Vergi ve Fonlar	2.314.151	2.314.151
2. Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	2.443.978	2.443.978
G. Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
H. Gelecek Aylar Gelir/Gider Tahakkukları	47.884.956	47.863.151
1. Gelecek Aylara Ait Gelirler	1.581.571	1.559.766
2. Gider Tahakkukları	46.303.385	46.303.385
I. Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	0	0
II. UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	171.040.971	171.040.011
A. Mali Borçlar	141.802.527	141.802.527
1. Banka Kredileri	141.802.527	141.802.527
B. Ticari Borçlar	0	0
C. Diğer Borçlar	29.168.829	29.168.829
4. Diğer Çeşitli Borçlar	29.168.829	29.168.829
D. Alınan Avanslar	0	0
E. Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
F. Gelecek Yıllara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	69.615	68.655
1. Gelecek Yıllara Ait Gelirler	69.615	68.655
G. Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	0	0
PAZAR DEĞERİ		6.065.566

Yukarıdaki gibi hazırlanan Toplama Yöntemi tablosunda da görüldüğü gibi Aktay Otel'in Pazar Değeri **6.065.566 TL** olarak tespit edilmiştir.

5. SONUÇ**5.1. Değerleme çalışmasında ulaşılan nihai sonuç, değerlendirme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo****Aktay Otel Pazar Değeri**

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

	Hesaplanan Pazar Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Pazar Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	438.819.704 TL	100%	438.819.704 TL
Toplama Yöntemi	6.065.566 TL	0%	0 TL
AKTAY OTEL PAZAR DEĞERİ			438.819.704 TL

Tabloda görüldüğü gibi İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi %100 ve Toplama Yöntemi ise %0 oranda ağırlıklandırılmıştır. Toplama Yöntemi şirketin faaliyetlerine son vermesi varsayımı ile oluşturulan bir yöntem olup şirketin faaliyet halinde olması ve bu faaliyetlerden oluşan nakit akışlarıyla elde edilmiş olan Pazar Değerinin daha yüksek olması nedeniyle ağırlıklandırması %0 olarak dikkate alınmıştır.

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

Yapılan değerlendirme çalışması sonucunda Aktay Otel'in Pazar Değeri 438.819.704 TL olarak tespit edilmiştir.

5.2. Kullanılan değer esası

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

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

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

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

YEDİTEPE BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.

Fahrettin Kerem Gökay C.D. Okul Sok. No:1
Altunizade Sırası E Blok D:16 Üsküdar / İstanbul
Tel : (0216) 327 62 62 Fax : (0216) 327 62 63
Üsküdar V.D. 946 022 2817
Ticaret Sicil No: 609033

Hüseyin Çetin
Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM
04 Kasım 2022, İstanbul, Türkiye

YEDİTEPE BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.

Fahrettin Kerem Gökay C.D. Okul Sok. No:1
Altunizade Sırası E Blok D:16 Üsküdar / İstanbul
Tel : (0216) 327 62 62 Fax : (0216) 327 62 63
Üsküdar V.D. 946 022 2817
Ticaret Sicil No: 609033

Kenan Çılman
Kurumsal Finansman Müdürü

6. RAPOR EKLERİ

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

BEYAN

Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı ile oluşturulan "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar"da belirtilen gayrimenkul dışındaki varlıkları değerlemeye yetkili kuruluşlara ilişkin aşağıda sayılan nitelikleri sağladığımızı beyan ederiz.

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar

I- Gayrimenkul dışındaki varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki değerlendirme hizmeti aşağıdaki kuruluşlar tarafından yerine getirilir:

1. Denetçi yardımcıları hariç olmak üzere en az 15 adet denetim personeli ve değerlemeyi gerçekleştirecek en az 1 adet "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip personeli bulunan sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşları veya bu nitelikteki bağımsız denetim kuruluşlarının üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 personeli bulunan danışmanlık şirketleri (Danışmanlık Şirketi).
2. Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilen ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 çalışanı olan aracı kurumlar.
3. Değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 5 personeli bulunan kalkınma ve yatırım bankaları.

II- Yukarıda belirtilen koşulları sağlayan kurum ve kuruluşların sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki değerlendirme hizmetini yerine getirebilmesi için;

- i) Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip olması,
- ii) Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunması,
- iii) Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olması,
- iv) Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunması,
- v) Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olması, zorunludur.

**YEDİTEPE BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.**

Fahriye Kerim Gökay Cad. Okul Sok. No:1
Altunizade / Beşiktaş / 34398 / İstanbul
Tel: (0216) 327 62 62
Üsküdar V.D. 046 072 2817
Ticaret Sicil No: 609033

Hüseyin Çetin
Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM
04 Kasım 2022, İstanbul, Türkiye