



Bağımsız
Denetim ve
Yeminli Mali
Müşavirlik A.Ş.

Aktay Otel İşletmeleri Anonim Şirketi

31 Mayıs 2023 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 değerlendirme 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	11
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.....	13
4.1.4. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi	14
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.....	14
4.1.6. Değerlemeye konu varlığın tabi olduğu mevzuatın öngördüğü teşvik, yükümlülük ve benzeri hususların değerlendirme kapsamında belirtilmesi.....	14
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	15
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.....	15
4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler:	15
4.2.1.2. Değerlemede Kullanılacak Yöntemlerin Belirlenmesi:	15
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	18
4.3.1. Pazar Yaklaşımı	18
4.3.2. Gelir Yaklaşımı.....	19
4.3.3. Maliyet Yaklaşımı.....	31
5. SONUÇ	35
5.1. Değerleme çalışmasında ulaşılan nihai sonuç, değerlendirme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo	35
5.2. Kullanılan değer esası	35
5.3. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğuna ilişkin beyan	35
6. RAPOR EKLERİ.....	36

1. RAPOR BİLGİLERİ

1.1. Raporun tarihi ve sayısı

17 Ağustos 2023 - DEG-2023-13

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.tr

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 10 – 0212 486 01 21

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, 23 Şubat 2022 ve 4 Kasım 2022 tarihli değerlendirme raporları bulunmaktadır.

1.7. Değerleme tarihi

31 Mayıs 2023 tarihi itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

1.8. Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası

16 Haziran 2023 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 16 Haziran 2023 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 yayımlanamaz, 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 Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından Aktay Otel'e ait gayrimenkuller için hazırlanmış olan 26.06.2023 tarih ve ÖZEL-2023-595 numaralı Gayrimenkul Değerleme Raporu kullanılmıştır.

Raporu hazırlayan değerleme firmasının Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilen gayrimenkul değerleme şirketleri arasında yer alması (Kaynak: <https://spk.gov.tr/kurumsal-iletisim/gayrimenkul-degerleme-kuruluslari>), 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 gerçekleştirilebilirliği yine raporda açıklanan varsayımların gerçekleşmesine bağlıdır.

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

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

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

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

	Hesaplanan Pazar Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Pazar Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	311.766.573 TL	100%	311.766.573 TL
Toplama Yöntemi	-168.966.590 TL	0%	0 TL
AKTAY OTEL PAZAR DEĞERİ			311.766.573 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	%2,59
Ürfi Akbalık	79.000 TL	%0,88
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 27 Mayıs 2022 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, halıcı, 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 31 Mayıs 2023 Tarihli Finansal Tablolarının Değerlendirilmesi:

Aktay Otel'in varlıklar toplamı 483.325.068 Türk Lirası olup, bunun 279.393.876 Türk Liralık kısmı Dönen Varlıklar, 203.931.192 Türk Liralık kısmı Duran Varlıklardan oluşmaktadır. Toplam Varlıklar içerisinde Dönen Varlıklar %57,81 olarak, Duran Varlıklar ise %42,19 olarak yer almaktadır.

Dönen Varlıklar içerisinde Hazır Değerlerin tutarı 124.871.480 Türk Lirası olup bu tutarın 55.62.083 Türk Liralık kısmı şirketin banka hesaplarında yer alan nakit değerlerden oluşmaktadır.

Şirketin Ticari Alacakları 77.985.5909 Türk Lirası olup 76.507.225 Türk Liralık kısmı şirket faaliyeti olan otel işletmeciliğinden kaynaklanan ticari alacaklardır.

Şirketin stokları toplamı 39.561.810 Türk Lirası olup bu tutarın 33.969.154 Türk Liralık kısmı ilk madde ve malzeme stoklarından, 5.567.690 Türk Liralık kısmı ise verilen sipariş avanslarından oluşmaktadır.

Şirketin Devreden Katma Değer Vergisi tutarı 33.831.384 Türk Lirasıdır.

Şirketin Duran Varlıklarının net değeri 203.931.192 Türk Lirası olup bu tutar işletmeciliğini yaptığı otel için yapılan sabit kıymet alımlarından oluşmaktadır.

Aktay Otel'in Kaynaklar Toplamı 483.325.068 Türk Lirasıdır. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 576.882.259 Türk Lirası, Uzun Vadeli kaynakları ise 108.803.994 Türk Lirası olup şirketin özkaynakları oluşan zararlar nedeniyle -202.361.184 Türk Lirasıdır.

Şirketin Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları içerisinde Banka kredileri 18.416.804 Türk Lirası olarak, Ticari Borçlar 161.999.145 Türk Lirası olarak, Diğer Borçlar 122.538.463 Türk Lirası olarak, Alınan Avanslar

135.838.571 Türk Lirası olarak, Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları 128.630.982 Türk Lirası olarak yer almaktadır.

Şirketin Uzun Vadeli Borçları 108.803.994 Türk Lirası olup bu tutarın 108.680.952 Türk Liralık kısmı Banka Kredilerinden kaynaklanmaktadır.

Şirketin Özkaynakları -202.361.184 Türk Lirasıdır. Ödenmiş sermayesi 9.000.000 Türk Lirası, Sermaye Yedekleri 81.101.766 Türk Lirası, Kar Yedekleri 3.179.636 Türk Lirası, Geçmiş Yıl Zararları -52.298.570 Türk Lirası, Dönem Net zararı ise -243.344.017 Türk Lirasıdır.

Şirketin 2023 yılı Beş aylık faaliyetleri incelendiğinde ise Net Satış Hasılatının 64.049.002 Türk Lirası olarak gerçekleştiği görülmektedir. Satışların Maliyeti 265.073.509 Türk Lirası olarak, Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri 16.295.045 Türk Lirası ve Genel Yönetim Giderleri 13.939.298 Türk Lirası olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin 2022 yılı faaliyetleri ve kredileri nedeniyle 13.419.482 Türk Liralık Kambiyo Karı, 15.797.901 Türk Liralık Kambiyo Zararı gerçekleşmiştir. Şirketin 2022 yılında gerçekleşen Finansman Giderleri ise 12.433.720 Türk Lirasıdır.

Şirket bu faaliyetleri sonucunda 2023 yılının ilk beş aylık dönemini 243.344.017 Türk Liralık zarar ile tamamlamıştır.

Aktay Otel'in 31 Mayıs 2023 Tarihli, VUK Hükümlerine Göre Hazırlanmış Solo Bilançosu (Türk Lirası)

VARLIKLAR	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021	31 Aralık 2022	31 Mayıs 2023
Dönen Varlıklar	127.879.155	144.217.884	227.245.884	218.893.989	279.393.876
Hazır Değerler	30.206.817	76.261.318	119.350.981	111.808.436	124.871.480
Ticari Alacaklar	4.468.726	13.104.847	16.068.474	71.163.201	77.985.590
Diğer Alacaklar	23.376.159	834.501	1.277.212	1.064.658	505.450
Stoklar	53.751.492	43.070.210	56.097.083	14.429.061	39.561.810
Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	10.200.554	5.371.166	17.141.974	1.252.210	1.378.367
Diğer Dönen Varlıklar	5.875.407	5.575.842	17.310.160	19.176.423	35.091.179
Duran Varlıklar	12.314.525	19.123.169	53.097.504	160.135.003	203.931.192
Ticari Alacaklar	--	--	--	13.876	9.956
Maddi Duran Varlıklar	10.644.854	10.886.161	28.916.036	130.410.272	129.324.108
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.669.671	1.481.784	9.342.729	29.710.856	74.597.128
Gelecek Yıllar Gider/Gelir Tahakkukları	--	6.755.224	14.838.739	--	--
AKTİF (VARLIKLAR) TOPLAMI	140.193.681	163.341.054	280.343.387	379.028.992	483.325.068

KAYNAKLAR	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021	31 Aralık 2022	31 Mayıs 2023
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	112.334.916	95.155.202	146.834.469	259.549.469	576.882.259
Mali Borçlar	56.665.341	37.509.316	35.952.717	64.974.101	18.416.804
Ticari Borçlar	17.501.379	7.716.514	36.765.219	103.175.396	161.999.145
Diğer Borçlar	21.730.165	28.804.236	51.485.718	59.089.136	122.538.463
Alınan Avanslar	13.153.788	10.864.403	19.918.539	16.826.818	135.838.571
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	927.879	308.098	2.073.928	4.284.383	9.458.294
Borç ve Gider Karşılıkları	--	312.724	--	--	--
Gelecek Aylar Gelir/Gider Tahakkukları	2.356.364	9.639.911	638.349	11.199.635	128.630.982

Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	16.626.500	55.917.475	146.923.287	78.496.691	108.803.994
Mali Borçlar	16.626.500	55.865.476	146.887.288	78.380.952	108.680.952
Ticari Borçlar	--	--	--	95.740	103.043
Gelecek Yıllara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	--	51.999	35.999	19.999	19.999
Özkaynaklar	11.232.265	12.268.377	-13.414.369	40.982.833	-202.361.184
Ödenmiş Sermaye	9.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000
Sermaye Yedekleri	--	--	--	81.101.766	81.101.766
Kar Yedekleri	3.179.636	3.179.636	3.179.636	3.179.636	3.179.636
Geçmiş Yıllar Karları	--	--	88.741	--	--
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-10.275.337	-782.611	--	-25.594.005	-52.298.570
Dönem Net Karı (Zararı)	9.327.965	871.352	-25.682.746	-26.704.565	-243.344.017
PASİF (KAYNAKLAR) TOPLAMI	140.193.681	163.341.054	280.343.387	379.028.992	483.325.068

Aktay Otel'in 31 Mayıs 2023 Tarihli, VUK Hükümlerine Göre Hazırlanmış Solo Gelir Tablosu (Türk Lirası)

	1 Ocak- 31 Aralık 2019	1 Ocak- 31 Aralık 2020	1 Ocak- 31 Aralık 2021	1 Ocak- 31 Aralık 2022	1 Ocak- 31 Mayıs 2023
Net Satışlar	183.547.074	88.834.754	159.512.512	546.278.579	64.049.002
Satışların Maliyeti (-)	-159.751.698	-83.358.716	-168.229.438	-517.675.011	-265.073.509
Brüt Satış Karı Veya Zararı	23.795.376	5.476.038	-8.716.926	28.603.568	-201.024.507
Pazarlama, Satış Ve Dağıtım Giderleri (-)	-14.951.444	-7.534.960	-12.460.516	-39.833.078	-16.295.045
Genel Yönetim Giderleri (-)	-3.227.453	-3.650.383	-4.977.954	-17.861.664	-13.939.298
Faaliyet Karı Veya Zararı	5.616.480	-5.709.305	-26.155.396	-29.091.174	-231.258.850
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir Ve Karlar	43.866.859	54.612.546	54.911.801	75.655.699	16.145.275
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gider Ve Zararları (-)	-40.755.656	-45.645.604	-49.320.807	-84.585.564	-15.797.901
Finansman Giderleri (-)	-1.829.105	-4.143.403	-7.613.551	-36.119.957	-12.433.720
Olağan Kar Veya Zarar	6.898.578	-885.766	-28.177.952	-74.140.997	-243.345.197
Diğer Olağandışı Gelir Ve Karlar	8.079.615	2.548.758	4.316.706	48.434.331	996.496
Diğer Olağandışı Gider Ve Zararlar (-)	-2.355.025	-425.782	-1.821.500	-997.899	-995.316
Dönem Karı Veya Zararı	12.623.168	1.237.210	-25.682.746	-26.704.565	-243.344.017
Dönem Karı Vergi Ve Diğer Yasal Yük. Krş. (-)	-3.295.202	-365.858	--	--	--
Dönem Net Karı Veya Zararı	9.327.965	871.352	-25.682.746	-26.704.565	-243.344.017

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

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

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

4. DEĞERLEMESİ YAPILAN VARLIĞA İLİŞKİN ANALİZ VE ÇALIŞMALAR

4.1. Girdi ve Varsayımlar

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

-Aktay Otel'in değerleme çalışması sırasında kullanılan finansal veriler, şirket tarafından vergi dairesine sunulan onaylı mali tablolardan alınmıştır. Değerleme çalışması 31 Mayıs 2023 tarihli yapılmış olup değerlemenin yapıldığı tarihte şirketin 31 Mayıs 2023 tarihli kurumlar beyannameleri verilmediğinden, değerleme çalışması şirketin sunmuş olduğu mali tablolara göre yapılmıştır. Bu bilgiler şirketin geçmiş dönemlerine ait 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 Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan 26.06.2023 tarih ve ÖZEL-2023-595 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, 2022/12 dönemi gerçekleştirmeleri ve şirketin gelecek varsayımları doğrultusunda indirgenmiş nakit akış tablosu oluşturulmuştur. Bu nakit akışları şirketin varsayımları yanında piyasa koşulları da dikkate alınarak yeniden yorumlanmıştır. Bu kapsamda Pazar Değeri hesaplanırken;

1. İndirgeme Oranı hesaplanırken, Türkiye'nin 31 Mayıs 2023 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 referans alınmasına karşın bu tahvilin son bir yıl içerisinde büyük dalgalanmalar göstermesi sebebi ile %18 olarak dikkate alınmıştır.
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 döneme ait 2019 yılı seviyesi olan %58,5 olacağı varsayılmıştır.
4. Kur artışı ABD 2 yıllık devlet tahvili ve Türkiye 2 yıllık devlet tahvili üzerinden tahmin edilmiştir.
5. Operasyonel giderlerin ve faaliyet giderlerinin gelecek dönemlerde ciro ile aynı oranda artacağı varsayılmıştır.
6. Kurumlar vergisinin 2023 yılı ve sonrası için %25 olarak alınmıştır.

7. Devam Eden Değer Büyüme Oranı (2029 yılı ve sonrası yıllar için) %5 olarak varsayılmıştır. Bu yıllar için TCMB'nin hedef enflasyon oranı %5'tir.
8. İşletme sermayesi hesaplanırken 2022 yılı gerçekleştirmelerinin gelecek dönemlerde de aynı seviyede kalacağı varsayılmıştır.

Toplama Yöntemi: Aktay Otel'in 31 Mayıs 2023 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 Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından Aktay Otel'e ait gayrimenkuller için hazırlanmış olan 26.06.2023 tarih ve ÖZEL-2023-595 numaralı Gayrimenkul Değerleme Raporu kullanılmıştır.

Reeskont işlemleri için değerlendirme tarihindeki TCMB reeskont oranları dikkate alınmıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki sınırlamalara tabidir:

1. Aktay Otel'in, değerlendirme çalışmasında kullanılan 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Mayıs 2023 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 31 Mayıs 2023 tarihli yapılmış olup değerlemenin yapıldığı tarihte şirketin 31 Mayıs 2023 tarihli kurumlar beyannameleri verilmediğinden, değerlendirme çalışması şirketin sunmuş olduğu mali tablolara göre yapılmıştır. Bu bilgiler şirketin geçmiş dönemlerine ait 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 Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından Aktay Otel'e ait gayrimenkuller için hazırlanmış olan 26.06.2023 tarih ve ÖZEL-2023-595 numaralı Gayrimenkul Değerleme Raporu 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 almaktadır.

-İlgili gayrimenkulün değeri, arsa için Pazar Yaklaşımı, bina için Maliyet 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 6.344,24 TL/m² üzerinden değer atanmıştır. Arsanın toplam yüzölçümü 6.620,18 m² olup bu çerçevede arsanın Pazar Değeri yaklaşık 42.000.000 TL olarak hesaplanmıştır.

Binanın değeri ise inşaat yatırımının maliyeti üzerinden hesaplanmıştır. Bu çerçevede lojman alanı için 8.825 TL/m² ve diğer yapılar için ise 3.575 TL/m² birim maliyet üzerinden hesaplama yapılmıştır. Lojman için %14 ve diğer alanlar için ise %20 yıpranma payı uygulanmıştır.

Toplam yapı değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

*Yapı Değeri = (Ruhsata Tabi Kapalı Alan * Birim Fiyat) * (1 – Yıpranma Oranı)*

$$\text{Lojman Yapı Değeri} = 5.281 \text{ m}^2 * 8.825 \frac{\text{TL}}{\text{m}^2} * (1 - \%14) = 40.090.000 \text{ TL}$$

$$\text{Diğer Yapı Değeri} = 170 \text{ m}^2 * 3.575 \frac{\text{TL}}{\text{m}^2} * (1 - \%20) = 490.000 \text{ TL}$$

$$\text{Çevre Düzeni, Alt Yapı Maliyetleri vb.} = 420.000 \text{ TL}$$

$$\text{Toplam Yapı Değeri} = 41.000.000 \text{ TL}$$

Yukarıdaki hesaplamalar sonrasında ilgili gayrimenkulün arsa ve yapı değeri toplanarak gayrimenkul değeri 83.000.000 TL olarak tespit edilmiştir.

Yapılan inceleme sonucunda kullanılan birim maliyetler ve emsal olarak alınan alanlar değerlemesi yapılan gayrimenkul için uygun olduğu kanaatine varılmıştır. Yine değerlemeyi yapan şirketin SPK tarafından yetkilendirilmiş bir kurum olması ve değerlemeyi gerçekleştiren uzmanları da yetkili kişiler olması gibi unsurlar baz alınarak gayrimenkul değerlendirme raporunun makul olduğu yönünde kanaate varılmıştır.

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 2023 yılı ortalama USD/TL kuru 26,99 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, 23 Şubat 2022 ve 4 Kasım 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 Kasım 2022	30 Eylül 2022	Hüseyin Çetin	438.819.704,00	Türk Lirası

4.2. Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

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

4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler:

Olumlu Faktörler:

- Aktay Otel'in bağlı olduğu Özak GYO ve Özak Global Holding A.Ş.'nin finansal gücü,
- Otelde yapılan yenileme çalışmaları ile konseptin değiştirilmesi,
- 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 karşılanmadığı aşağıdaki ilave durumlarda Pazar yaklaşımı uygulanabilir ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebilir.

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

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

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

-Pazar işlemlerine ilişkin bilgi edilebilir olmakla birlikte karşılaştırılabilir varlıkların değerleme 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 değerin gelecekteki nakış akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Aşağıda yer verilen durumlarda, gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir:

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

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

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

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

- Değerleme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen birçok faktörden yalnızca biri olması,
- Değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması,
- Değerleme konusu varlıkla ilgili bilgiye erişimsizliğin bulunması,
- Değerleme konusu varlığın gelir yaratmaya henüz başlamaması, ancak başlamaya planlanmış olması.

Gelir yaklaşımının temelini, yatırımcının yatırımlarından getiri elde etmeyi beklemeleri ve bu getirinin yatırıma ilişkin algılanan risk seviyesini yansıtmalarının 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 karşılanmadığı 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 katlanılan 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 yansıtmaktadır.

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

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

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

4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları

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

4.3.1. Pazar Yaklaşımı

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi:

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

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

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

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

1. Aktay Otel'in ilgili döneme ait özkaynak 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 değerlendirme tarihine indirgenmekte ve bu işlem varlığın bugünkü değeriyle sonuçlanmaktadır.

İNA yönteminin temel adımları:

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

Varsayımlar ve Tahminler:

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

Aktay Otel'in işletmekte olduğu Ela Excellence Resort Hotel'in 2019-2023/05 dönemleri arasında toplam yatak kapasitesi, satılan yatak sayısı ve doluluk oranları aşağıdaki gibi gösterilmiştir:

Dönem	2019	2020	2021	2022	2023/05
Satılan Yatak Sayısı	256.383	79.519	103.518	164.848	22.022
Toplam Yatak Kapasitesi	438.000	438.000	438.000	438.000	182.500
Doluluk Oranı	58,5%	18,2%	23,6%	37,6%	12,1%

Tabloda görülen 2023/05 dönemi, 2023 yılının ilk 5 aylık dönemini ifade etmekte olup 5 aylık toplam yatak kapasitesi 182.500 adettir. Yıllık yatak kapasitesi ise 438.000 adettir. İlgili otelin ilk 5 aylık döneminin tatil dönemi olmaması sebebi ile yoğunluk düşüktür.

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	204,9
2023/05	129,7

Şirketin geçmiş 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 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	2023/05
Net Satışlar	183.547.074	88.834.754	159.512.512	546.278.579	64.049.002
Konaklama Gelirleri	174.614.811	76.940.939	147.672.610	562.020.588	56.014.206
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	2.681.588	1.686.156	2.146.734	4.374.203	1.216.353
SPA Gelirleri	3.575.843	1.470.495	2.942.446	11.018.093	1.150.020
Dükkan Kira Gelirleri	3.425.075	2.652.043	5.479.272	9.615.057	6.688.740
İade ve İskontolar	-4.764.126	-4.352.912	-4.764.126	-65.776.141	-7.121.469
Diğer Gelirler	4.013.884	10.438.032	6.035.575	25.026.779	6.101.152

Gelecek dönemler için yapılan değerlendirme çalışmasında şirketin tahminleri incelenmiş ve piyasa koşulları çerçevesinde gözden geçirilmiştir.

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 204,9 USD olarak gerçekleşmiş olup ABD’de açıklanan 2022 yılı enflasyon verisine göre Aralık 2022 döneminde enflasyon yıllık bazda %7,1 artmıştır (Kaynak: U.S. Bureau of Labor Statistics, Web: <https://www.bls.gov>). Bu çerçevede 2023 yılında konaklama gelirlerinin %7,1 artacağı varsayılmıştır. Sonraki dönemlerde ise enflasyonun düşeceği ve yıllık bazda 2023 yılında açıklanan son enflasyon verisi Haziran 2023 yıllık enflasyon oranı %3,1 seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır.

Satılan yatak sayısı 2022 yılında 164.848 kişi olarak gerçekleşmiştir. Bu, yıllık bazda %37,6’lık 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 31.05.2022 tarihinde TL 2 yıllık devlet tahvil faiz oranı %11,64 ve USD 2 yıllık devlet tahvil faizi %4,403 olup TL bazında faiz oranlarının çok dalgalı olması sebebi ile TL faiz oranı ortalama %16 olarak alınmıştır. Bilindiği gibi son 1 yıllık süreçte TL bazında faiz oranları sert dalgalanmalar göstermiştir. Bu süreçte faiz oranları en düşük %7 ve en yüksek %23 aralığında dalgalanmalar göstermiştir. Bu nedenle değerlemenin yapıldığı gün itibarıyla alınacak değerler, tutarlık sonuçlar üretmemektedir. Bu çerçevede TL bazında faiz oranı ortalama %16 olarak dikkate alınmış olup benzer şekilde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamasında da 10 yıllık devlet tahvili kullanılmış olup 10 yıllık devlet tahvilinin de dalgalanması sebebi ile %18 oranı baz alınmıştır. Bu faiz oranları üzerinden USD/TL kuru yıllık artış oranı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

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

$$USD/TL \text{ Yıllık Artış Beklentisi} = \frac{1 + \%16,00}{1 + \%4,403} - 1 = \%11,108$$

2023 yılı ortalama kuru için 25.07.2023 tarihli son USD/TL kuru olan 26,99 baz alınmıştır. Yaz aylarının gelirler konusunda yoğun olması sebebi ile yıl ortalamasının alınması, gelirlerin doğru hesaplanmasında doğru sonuçlar üretmeyecektir. Bu nedenle ilgili tarihteki kur baz alınmıştır. Sonraki yıllarda ise ortalama kur her yıl için %11,108 oranında artırılmıştır. 2024 yılı ve sonraki dönemlerde ise her yıl için bir önceki yıla göre %11,108 artış olacağı varsayılmıştır.

Dönem	Yıllık Artış Beklentisi	Ortalama USD/TL Kuru
2023T	-	26,9900
2024T	11,108%	28,9948
2025T	11,108%	32,2155
2026T	11,108%	35,7940
2027T	11,108%	39,7700

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	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T
Kişi başına Konaklama Gelirleri	219,4 USD/kişi	226,3 USD/kişi	233,3 USD/kişi	240,5 USD/kişi	248,0 USD/kişi
Satılan Yatak Sayısı	256.383 kişi	256.383 kişi	256.383 kişi	256.383 kişi	256.383 kişi
Konaklama Gelirleri (\$)	56.262.667 USD	58.006.810 USD	59.805.021 USD	61.658.977 USD	63.570.405 USD
Ortalama Dolar Kuru Tahmini	26,9900	28,9948	32,2155	35,7940	39,7700
Konaklama Gelirleri (TL)	1.518.529.391	1.681.895.855	1.926.649.777	2.207.020.936	2.528.192.445

Şirketin oda gelirleri dışında kalan gelirleri 2022 yılı için aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir:

Gelir Çeşidi	Tutar
Ekstra Yiyecek Gelirleri	562.020.588
Ekstra İçecek Gelirleri	4.374.203
SPA Gelirleri	11.018.093
Dükkan Kira Gelirleri	9.615.057
Diğer Gelirler	25.026.779

Bunun yanında aynı dönemde iade ve iskontolar ise -65.776.141 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 konaklama gelirlerine oranı sabit kabul edilmiş ve gelecek dönemlerin gelirleri tahmin edilmiştir.

Aktay Otel İNA, TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	1.475.995.891	1.411.946.888	1.634.786.515	1.872.684.961	2.145.203.017
Konaklama Gelirleri	1.518.529.391	1.462.515.185	1.681.895.855	1.926.649.777	2.207.020.936
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	11.818.706	10.602.353	13.090.186	14.995.104	17.177.231
SPA Gelirleri	29.769.902	28.619.882	32.972.608	37.770.869	43.267.385
Dükkan Kira Gelirleri	25.979.024	19.290.284	28.773.900	32.961.154	37.757.748
İade ve İskontolar	-177.721.252	-170.599.784	-196.840.864	-225.485.666	-258.298.935
Diğer Gelirler	67.620.121	61.518.969	74.894.830	85.793.723	98.278.652

Şirketin amortisman ve kira hariç operasyonel giderleri 2022 yılında 309.225.480 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde satılan toplam yatak sayısı 164.848 adet olup 2023 yılı için ise 256.383 adettir. 2023 yılı amortisman ve kira hariç operasyonel giderleri satış gelirleri üzerinden oranlanarak 835.499.608 TL olarak tahmin edilmiştir. Bu giderlerin gelirlerle oranının gelecek dönemlerde de aynı kalacağı varsayılarak gelecek dönemlerin amortisman ve kira hariç operasyonel giderleri tahmin edilmiştir.

Dönem	Operasyonel Giderler (Kira ve Amortisman Hariç SMM)
2023T	835.499.608

2024T	925.384.346
2025T	1.060.048.717
2026T	1.214.309.803
2027T	1.391.019.369

Amortisman hariç faaliyet giderlerinde de benzer bir işlem yapılmış olup 2022 yılında amortisman hariç faaliyet giderlerinin net satışlara oranının gelecek dönemlerde devam edeceği varsayılmıştır.

Dönem	Amortisman Hariç Faaliyet Giderleri
2022G	57.474.048
2023T	155.289.739
2024T	171.996.123
2025T	197.025.453
2026T	225.697.117
2027T	258.541.156

Değerleme çalışması amortisman hariç yapılmış olup bu çerçevede amortismandan kaynaklı vergi etkisi şirketin 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 2023 yılı ve sonrası için kira giderleri hesaplanmıştır. Buna göre yıllık cironun %5’i “Cirodan Alınan Pay” olarak Aktay Otel’in payı, bunun yanında amortisman hariç operasyonel karın da %1,2’si yine Aktay Otel’in payı olarak alınmıştır. Böylece Aktay Otel’in toplam payı hesaplanmıştır. Amortisman hariç operasyonel kardan Aktay Otel’in payı düşüldükten sonra ise kalan tutar kira gideri olarak alınmıştır.

Yapılan hesaplamalar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Dönem	Net Satışlar	Amortisman Hariç Faaliyet Karı	Cirodan Alınan Pay	Kardan Alınan Pay	Toplam Pay	Kira
2023 Son 7 Ay	1.411.946.888	485.206.544	70.597.344	5.822.479	76.419.823	408.786.721
2024	1.634.786.515	537.406.046	81.739.326	6.448.873	88.188.198	449.217.847
2025	1.872.684.961	615.610.791	93.634.248	7.387.329	101.021.578	514.589.214
2026	2.145.203.017	705.196.098	107.260.151	8.462.353	115.722.504	589.473.594
2027	2.457.378.620	807.818.094	122.868.931	9.693.817	132.562.748	675.255.346

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 %25 olarak alınmıştır.

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

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

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

Dönem	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/05
Düzeltilmiş Ticari Alacaklar	11.949.829	23.254.662	28.489.990	83.889.043	151.632.510
Düzeltilmiş Stoklar	2.134.612	2.224.592	2.171.437	6.028.874	33.994.119
Düzeltilmiş Ticari Borçlar	30.848.790	19.043.520	34.628.231	113.592.790	297.872.069

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	2020/12	2021/12	2022/12	2023/05
Ortalama Ticari Alacaklar	17.602.246	25.872.326	56.189.517	117.760.777
KDV Oranı	8%	8%	8%	8%
KDV Hariç Ortalama Ticari Alacaklar	16.298.376	23.955.858	52.027.330	109.037.756
Ticari Alacak Devir Hızı	5,5	6,7	10,5	1,4
Ticari Alacak Devir Süresi (gün)	67,0	54,8	34,8	258,9

Ortalama Stoklar	2.179.602	2.198.014	4.100.156	20.011.497
Stok Devir Hızı	21,4	41,4	75,4	17,0
Stok Devir Süresi (gün)	17,1	8,8	4,8	21,4
Ortalama Ticari Borçlar	24.946.155	26.835.875	74.110.510	205.732.429
KDV Oranı	8%	8%	8%	8%
KDV Hariç Ortalama Ticari Borçlar	23.098.292	24.848.033	68.620.843	190.492.990
Ticari Borç Devir Hızı	4,0	7,2	8,2	3,6
Ticari Borç Devir Süresi (gün)	91,8	26,8	44,8	100,2

Tabloda da görüldüğü gibi şirketin 2022/12 dönemi ortalama ticari alacak devir süresi 34,8 gün, ortalama stok devir süresi 4,8 gün ve ortalama ticari borç devir süresi 44,8 gündür. Bu süreler 2023 yılı ilk 5 ayında ortalamada çok yükselmiş olup bunun temel sebebi, ilk 5 aylık dönemde sezonun açılmamış olmasıdır. Bu nedenle ilk 5 aylık sonuçlar genel ortalamayı yansıtmamaktadır. Bu nedenle bu sürelerin gelecek dönemlerde 2022 yılı ortalamaları seviyesinde 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	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Ortalama Ticari Alacak Devir Süresi	34,8 gün	34,8 gün	34,8 gün	34,8 gün	34,8 gün
Ortalama Stok Devir Süresi	4,8 gün	4,8 gün	4,8 gün	4,8 gün	4,8 gün
Ortalama Ticari Borç Devir Süresi	44,8 gün	44,8 gün	44,8 gün	44,8 gün	44,8 gün
Ortalama Ticari Alacaklar	140.573.196	155.696.345	178.353.687	204.308.187	234.039.653
Ortalama Stoklar	11.078.254	12.270.075	14.055.648	16.101.063	18.444.133
Ortalama Ticari Borçlar	185.975.677	189.660.312	217.260.181	248.876.455	285.093.614
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	-34.324.228	-21.693.892	-24.850.845	-28.467.205	-32.609.828
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-21.830.871	-14.852.027	-3.156.952	-3.616.360	-4.142.623

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 içerisinde 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	2023 Son 7 Ay	2024T	2025T	2026T	2027T
Finansal Borç Anapara Ödemeleri	18.877.356	71.913.641	15.141.922	10.636.924	10.285.714
Finansal Borç Faiz Ödemeleri (Komisyon ve BSMV Dahil)	7.386.477	10.521.381	2.510.322	1.344.050	470.058

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 değerleme 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 değerleme tarihindeki (31 Mayıs 2023) 10 yıllık devlet tahvil faizi incelenmiş olup ilgili tarihte bu oran %10,2 seviyesindedir. 10 yıllık devlet tahvili son 1 yıl içerisinde büyük dalgalanmalar göstermiş olup %10-%25 aralığında hareket etmiştir. 2023 yılı Temmuz ayı içerisinde ise tekrar %18 seviyelerine yükselmiş olup değerleme çalışmasında risksiz faiz oranı %18 olarak alınmıştır.

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 değerleme tarihinden itibaren son 3 yıllık günlük bazdaki betalar dikkate alınmıştır. Hesaplamada 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	0,84
MARTI	0,64
METUR	0,61
NTHOL	0,76

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
2023/03	192.029.370	2.987.768.129	94.458.612	16.117.944.000
2022/12	190.820.209	1.596.689.019	86.862.191	16.132.931.000
2022/09	189.830.622	1.294.902.200	30.642.271	9.776.986.322
2022/06	177.327.050	413.064.563	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	9.904.301.000
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

Finansal Borç	MAALT	MARTI	METUR	NTHOL
2023/03	0	3.120.423.928	72.759.788	3.496.719.000
2022/12	0	2.391.678.278	59.298.528	3.383.104.000
2022/09	0	2.276.626.770	61.437.256	3.275.826.950
2022/06	0	2.241.161.597	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	3.413.474.000
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

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	0,84	143.543.803	0	0,0%	0,84
MARTI	0,64	476.090.818	1.804.042.969	378,9%	0,16
METUR	0,61	33.937.652	46.652.046	137,5%	0,29
NTHOL	0,76	7.925.612.645	2.822.974.463	35,6%	0,59
Sektör	0,75	8.579.184.918	4.673.669.478	54,5%	0,52

Tabloda görüldüğü gibi sektörün kaldıraçsız betası 0,52 olarak tespit edilmiştir.

Aktay Otel'in değerleme 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	0,52
Şirketin Finansal Borcu	%0
Şirketin Özsermayesi	%100
Şirket Borç / Özkaynak	0
Kaldıraçlı Beta	0,52

Tabloda görüldüğü gibi kaldıraçlı beta 0,52 hesaplanmıştır.

Şirket betası olarak kaldıraçlı beta kullanılmış ve bu çerçevede şirketin özsermaye maliyeti aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi %20,62 olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Maliyeti	
Risksiz Getiri Oranı	18%
Beta	0,52
Piyasa Risk Primi	5,0%
Özsermaye Maliyeti (k_e)	20,62%

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 2027 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. Değerleme çalışmasında işletme sermayesi ve diğer unsurların doğru hesaplanabilmesi adına devam eden değer ile uyumlu olarak projeksiyon 2028 yılına kadar yapılmış olup 2028 yılı gelirleri devam eden değer büyüme oranı olan %5 üzerinden artırılmıştır.

Aktay Otel'in 31 Mayıs 2023 dönemi satış gelirleri 64.049.002 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Değerleme tarihi 31 Mayıs 2023 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 %25 olarak alınmıştır.

Yukarıdaki işlemler sonucunda Aktay Otel'in 2028 yılına kadarki nakit akışları tahmin edilmiştir. Bu nakit akışları, Aktay Otel'in özsermaye maliyeti olan %20,62 üzerinden bugüne indirgenmiştir. İndirgenme tarihi 31 Mayıs 2023 olarak dikkate alınmıştır. Şirketin Devam Eden Değerinin doğru hesaplanması adına 2027 yılından

sonra 1 yıl daha eklenmiş olup 2028 yılı büyüme oranı, devam eden değer büyüme oranı olan %5 olarak alınmıştır. Böylece sabit büyümeyi ifade eden devam eden değer hesaplanırken 2027 yılına kadarki büyüme verilerinde kullanılan net işletme sermayesi değişimindeki yükseliş elimine edilmiş ve devam eden değere uygun şekilde revize edilmiştir.

Şirketin nakit akışları hesaplanırken özkaynaklara nakit akışı benimsenmiş olup bu nedenle projeksiyon süresi içerisinde finansman giderlerinin tamamlandığı kısım hesaplanmış ve 2028 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 2028 yılına kadarki nakit akışlarının bugünkü değeri 223.497.946 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerlemede 2028 yılından sonra ise her yıl belli bir büyüme oranı üzerinden sonsuza kadar faaliyetlerini sürdüreceği varsayılmıştır. Devam Eden Değer Büyüme oranı %5 olarak alınmıştır. Bu büyüme oranı üzerinden aşağıdaki formül kullanılarak şirketin Devam Eden Değeri hesaplanmıştır.

Devam Eden Değer Büyüme Oranı (2029 yılı ve sonrası yıllar için) TCMB hedef enflasyonu ile uyumlu olarak %5 olarak varsayılmıştır.

$$\text{Devam Eden Değer} = (NA * \frac{1 + g}{i - g}) * (\text{2028 Yılı İskonto Katsayısı})$$

NA: Nakit akışı (2028 yılı)

g: Devam eden değer büyüme oranı (%5)

i: İndirgeme Oranı (Özsermaye Maliyeti)

$$\text{Devam Eden Değer} = \left(110.166.278 * \frac{1 + \%5}{\%20,62 - \%5} \right) * 0,35 = 260.004.586 \text{ TL}$$

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 55.449.190 TL seviyesindedir.
2. Finansal Borçlar projeksiyonda oluşma dönemine göre anapara ve faizi ile birlikte düşüldüğü için nihai Pazar Değerinden tekrar düşülmemiştir.
3. Ortaklara Borçlar Aktay Otel'in Pazar Değerinden düşülmüştür. 31 Mayıs 2023 döneminde toplam büyüklüğü 5.440.175 TL seviyesindedir.
4. Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları Pazar Değerine eklenmiştir.
5. Kısa Vadeli Diğer Çeşitli Alacaklar, şirketin vergi dairesi alacakları ve AGİ alacaklarından oluşmakta olup toplam 505.450 TL'lik bu tutar Pazar Değerine eklenmiştir.
6. Net KDV alacakları toplam 33.831.384 TL olup bu tutarın 1 yıl içerisinde mahsuplaştırılacağı varsayımı ile 6 aylık iskonto tabi tutulup 30.804.252 TL olarak Pazar Değerine eklenmiştir.
7. "Tahsili Mümkün Şüpheli Ticari Alacaklar" ve "Depozito ve Teminatlar" net işletme sermayesi ihtiyacının hesaplanmasında devre dışı bırakılmıştır. Bunların toplam tutarı sıfır varsayılarak Pazar Değerine eklenmiştir. Depozito ve teminatlar şirket faaliyetinde olduğu müddetçe tahsil edilemeyeceği

için bunlar sıfır alınmıştır. Yine şüpheli ticari alacakların da tahsili mümkün görünmediği için bu tutarlar da sıfır alınmıştır.

8. “Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar” toplam 37.608 TL olup bu tutarlar da Pazar Değerine eklenmiştir.
9. Diğer dönen varlıklar 1.086.883 TL olup Pazar Değerine eklenmiştir.
10. “Personele Borçlar” ve “Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler” Pazar Değerinden düşülmüştür. Bu tutarlar, değerlendirme döneminden öncesi ait borçlardan oluşmaktadır ve değerleri sırasıyla 12.893.335 TL ve 9.458.294 TL’dir.
11. Diğer çeşitli borçlar toplam 104.204.953 TL olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
12. Gider tahakkukları toplam 122.583.103 TL olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
13. Diğer ticari borçlar 252.747 TL olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
14. Alınan depozito ve teminatlar 6.126.020 TL olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
15. Projeksiyonda amortisman hariç hesaplama yapılmış olup bu çerçevede amortismanların vergi etkisi Pazar Değerine eklenmiştir. Toplam tutar 12.902.525 TL olarak hesaplanmıştır.

Aşağıda ver aldığı gibi 31 Mayıs 2023 tarihi baz alınarak oluşturulan İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine göre Aktay Otel’in Pazar Değeri 311.766.573 TL hesaplanmıştır.

Aktay Otel İNA, TL	2022G	2023 İlk 5 Ay	2023/12T	2023 Son 7 Ay T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ortalama Dolar Kuru (Tahmini)	16,6390	19,6174	26,9900		28,9948	32,2155	35,7940	39,7700	
Net Satışlar	546.278.579	64.049.002	1.475.995.891	1.411.946.888	1.634.786.515	1.872.684.961	2.145.203.017	2.457.378.620	2.580.247.551
Konaklama Gelirleri	562.020.588	56.014.206	1.518.529.391	1.462.515.185	1.681.895.855	1.926.649.777	2.207.020.936	2.528.192.445	2.654.602.067
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	4.374.203	1.216.353	11.818.706	10.602.353	13.090.186	14.995.104	17.177.231	19.676.907	20.660.753
SPA Gelirleri	11.018.093	1.150.020	29.769.902	28.619.882	32.972.608	37.770.869	43.267.385	49.563.769	52.041.958
Dükkan Kira Gelirleri	9.615.057	6.688.740	25.979.024	19.290.284	28.773.900	32.961.154	37.757.748	43.252.355	45.414.973
İade ve İskontolar	-65.776.141	-7.121.469	-177.721.252	-170.599.784	-196.840.864	-225.485.666	-258.298.935	-295.887.278	-310.681.642
Diğer Gelirler	25.026.779	6.101.152	67.620.121	61.518.969	74.894.830	85.793.723	98.278.652	112.580.421	118.209.442
Operasyonel Giderler (Kira ve Amortisman Hariç SMM)	309.225.480	141.992.699	835.499.608	693.506.909	925.384.346	1.060.048.717	1.214.309.803	1.391.019.369	1.460.570.338
Faaliyet Giderleri (Amortisman Hariç)	57.474.048	30.234.343	155.289.739	125.055.396	171.996.123	197.025.453	225.697.117	258.541.156	271.468.214
Operasyonel Kar	179.579.051	-108.178.040	485.206.544	593.384.584	537.406.046	615.610.791	705.196.098	807.818.094	848.208.999
Amortisman (SMM ve Faaliyet Gideri)	15.796.276	6.105.171	-	-	-	-	-	-	-
Amortisman Hariç Operasyonel Kar	179.579.051	-108.178.040	485.206.544	593.384.584	537.406.046	615.610.791	705.196.098	807.818.094	848.208.999
Kira Gideri (Yeni Sisteme Göre)	192.873.949	116.975.640	525.762.361	408.786.721	449.217.847	514.589.214	589.473.594	675.255.346	709.018.114
Amortisman Hariç Faaliyet Karı	-13.294.898	-225.153.680	-40.555.817	184.597.862	88.188.198	101.021.578	115.722.504	132.562.748	139.190.886

Vergi Matrahı				177.211.385	77.666.818	98.511.255	114.378.454	132.092.690	139.190.886
Vergi				44.302.846	19.416.704	24.627.814	28.594.614	33.023.173	34.797.721
Vergi Sonrası Faaliyet Karı (Amortisman Hariç)	-13.294.898	-225.153.680	-40.555.817	140.295.016	68.771.494	76.393.764	87.127.890	99.539.576	104.393.164
<i>Ortalama Ticari Alacak Devir Süresi</i>	<i>34,8 gün</i>	<i>258,9 gün</i>	<i>34,8 gün</i>	<i>34,8 gün</i>	<i>34,8 gün</i>	<i>34,8 gün</i>	<i>34,8 gün</i>	<i>34,8 gün</i>	<i>34,8 gün</i>
<i>Ortalama Stok Devir Süresi</i>	<i>4,8 gün</i>	<i>21,4 gün</i>	<i>4,8 gün</i>	<i>4,8 gün</i>	<i>4,8 gün</i>	<i>4,8 gün</i>	<i>4,8 gün</i>	<i>4,8 gün</i>	<i>4,8 gün</i>
<i>Ortalama Ticari Borç Devir Süresi</i>	<i>44,8 gün</i>	<i>100,2 gün</i>	<i>44,8 gün</i>	<i>44,8 gün</i>	<i>44,8 gün</i>	<i>44,8 gün</i>	<i>44,8 gün</i>	<i>44,8 gün</i>	<i>44,8 gün</i>
Ortalama Ticari Alacaklar	52.027.330	109.037.756	140.573.196	134.473.197	155.696.345	178.353.687	204.308.187	234.039.653	245.741.635
Ortalama Stoklar	4.100.156	20.011.497	11.078.254	9.195.511	12.270.075	14.055.648	16.101.063	18.444.133	19.366.339
Ortalama Ticari Borçlar	68.620.843	190.492.990	185.975.677	150.510.573	189.660.312	217.260.181	248.876.455	285.093.614	299.348.294
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	-12.493.357	-61.443.737	-34.324.228	-6.841.865	-21.693.892	-24.850.845	-28.467.205	-32.609.828	-34.240.320
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-14.514.842	-48.950.380	-21.830.871	54.601.872	-14.852.027	-3.156.952	-3.616.360	-4.142.623	-5.773.114
Yatırım Giderleri			0	0	0	0	0	0	0
Finansal Borç Anapara Ödemeleri				18.877.356	71.913.641	15.141.922	10.636.924	10.285.714	0
Finansal Borç Faiz Ödemeleri (Komisyon ve BSM V Dahil)				7.386.477	10.521.381	2.510.322	1.344.050	470.058	0
Nakit Akışı	1.219.943		-18.724.946	59.429.311	1.188.500	61.898.472	78.763.277	92.926.427	110.166.278
Özkaynak Maliyeti				20,62%	20,62%	20,62%	20,62%	20,62%	20,62%
İskonto Katsayısı		1,00		0,90	0,74	0,62	0,51	0,42	0,35
İndirgenmiş Nakit Akışları				53.272.952	883.257	38.137.274	40.232.342	39.352.525	38.677.987

İndirgenmiş Nakit Akışları Toplamı	210.556.337
Devam Eden Değer	260.004.586
Nakit ve Nakit Benzeri	55.449.190
Ortaklara Borçlar	-5.440.175
Gelecek Aylara Ait Giderler	340.785
Gelir Tahakkukları	1.037.583
Diğer Çeşitli Alacaklar	505.450
Devreden KDV	30.804.252
Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	37.608
Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar	1.086.883
Tahsili Mümkün Şüpheli Ticari Alacaklar	0
Personele Borçlar	-12.893.335
Diğer Çeşitli Borçlar	-104.204.953
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	-9.458.294
Diğer Ticari Borçlar	-252.747
Gider Tahakkukları	-122.583.103
Alınan Depozito ve Teminatlar	-6.126.020
Amortisman Ayrılmayan Varlıkların Vergi Avantajı	12.902.525
Pazar Değeri	311.766.573

Tabloda görüldüğü gibi Aktay Otel'in değeri önceki yıllara göre gerileme göstermiştir. Yaşanan bu gerilemede şu unsurlar etkili olmuştur:

- Yapılan yenileme çalışmaları sonucunda Otelin Resort kategorisinden bir üst kategoriye (Excellence Resort) geçmesi ile konaklama ücretlerinin yükselmesi ve geçiş sonrası henüz misafir portföyünün tam oturmamış olması
- Belli gelir grupları için otel sayısı ve alternatiflerindeki artış

3. Rusya-Ukrayna savaşının Türk turizm sektörüne olumlu etkisinin giderek azalması, Rus-Ukraynalı turistlerin savaşın olumsuz etkilerini daha az yaşamaya başlaması sonucu tatil için Avrupa'yı (özellikle Yunanistan ve İspanya) ve diğer ülkeleri daha çok tercih etmeye başlamaları
4. Değerli TL ve değer kaybeden Ruble nedeniyle turistler açısından konaklama maliyetlerinin önceki yıllara göre yabancı para bazında yükselmesi
5. Rusya'da yaşanan devalüasyon
6. Yaşanan deprem felaketi ve pandemi sonrasında iç talebin olumsuz etkilemesi ve tatil seçeneği alışkanlıklarının değişmesi
7. Ülke ekonomisinin istikrarsız ve dalgalı seyrinin insanların tüketim alışkanlıkları üzerindeki olumsuz etkisi

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 değerinin bir unsuru olduğu varlıklar veya işletmeler için kullanılır.

Toplama yönteminin temel adımları:

- (a) değerlendirme konusu varlığın bileşeni olan her bir varlığın uygun değerlendirme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlendirilmesi,
- (b) değerlendirme konusu varlığın değerine ulaşılabilmesi amacıyla bileşen varlıkların değerlerinin toplanması şeklindedir.

Toplama yöntemine göre bir şirketin Pazar Değeri, o şirketin varlıklarının değeri ile yükümlülüklerinin değeri arasındaki farka eşittir. Bilançoda yer alan varlıklar ile yükümlülüklerin değerleri arasındaki fark, şirketin öz sermayesini verir. Buna karşın bu farkların değerleri ise öz sermayenin değerini, yani şirketin Pazar Değerini 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:

1. Reeskont yapılan tüm kalemlerde reeskont oranı olarak TCMB'nin 31 Mayıs 2023 tarihindeki reeskont oranı olan %9,75 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>)

2. Ticari alacaklar ve ticari borçlar reeskont edilirken indirgenmiş nakit akışları yönteminde kullanılan ortalama ticari alacak devir süresi ve ortalama ticari borç devir süresi baz alınmıştır.
3. 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 34,8 gün üzerinden reeskont edilmiştir.
4. Ticari borç statüsünde olan “Diğer Mali Borçlar”, “Satıcılar”, “Alınan Sipariş Avansları”, “Gelecek Aylara Ait Gelirler” ve “Gelecek Yıllara Ait Gelirler” tutarları şirketin ortalama ticari borç devir süresi olan 44,8 gün üzerinden reeskont edilmiştir.
5. Ticari alacaklarda yer alan alacak senetlerinin davalık veya icralık olup sıfır olarak dikkate alınmıştır.
6. Şüpheli ticari alacaklar ve bunların karşılıkları sıfır olarak dikkate alınmıştır.
7. Şirketin binaları toplam 68.992.723 TL olarak kayıt altına alınmış olup binanın değeri için ekspertiz raporunda yer alan 83.000.000 TL’lik değer dikkate alınmıştır. Bu çerçevede binanın toplam 18.814.220,20 TL’lik amortisman bedeli de silinmiştir. Şirketin geçmiş yıl zararlarından ötürü binanın satılması durumunda vergi ödemeyeceği varsayılmıştır.
8. Maddi olmayan duran varlıklarda yer alan “Şerefiye” bedeli sıfır olarak dikkate alınmıştır.
9. Yukarıda sayılan maddeler dışında kalan kalemler ise resmi mali tablolardaki değerleri ile dikkate alınmıştır.

Tablodaki tüm değerler Türk Lirası para birimi ile gösterilmiştir.

	Kayıtlı Değer	Düzeltilmiş Değer
I. DÖNEN VARLIKLAR	279.393.876	276.726.047
A. Hazır Değerler	124.871.480	124.259.074
1. Kasa	287.107	287.107
2. Alınan Çekler	64.881.716	64.309.364
3. Bankalar	55.162.083	55.162.083
5. Diğer Hazır Değerler	4.540.575	4.500.520
B. Menkul Kıymetler	0	0
C. Ticari Alacaklar	77.985.590	75.980.475
1. Alıcılar	76.507.225	75.832.320
2. Alacak Senetleri	1.327.304	0
5. Verilen Depozito ve Teminatlar	148.155	148.155
7. Şüpheli Ticari Alacaklar	400.857	0
8. Şüpheli Ticari Alacak Karşılığı (-)	-397.952	0
D. Diğer Alacaklar	505.450	505.450
5. Diğer Çeşitli Alacaklar	505.450	505.450
E. Stoklar	39.561.810	39.512.695
1. İlk Madde ve Malzeme	33.969.154	33.969.154
4. Ticari Mallar	24.965	24.965
7. Verilen Sipariş Avansları	5.567.690	5.518.575
G. Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	1.378.367	1.378.367
1. Gelecek Aylara Ait Giderler	340.785	340.785
2. Gelir Tahakkukları	1.037.583	1.037.583
H. Diğer Dönen Varlıklar	35.091.179	35.089.985
1. Devreden KDV	33.831.384	33.831.384
4. Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	37.608	37.608
5. İş Avansları	135.304	134.110

8. Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar	1.086.883	1.086.883
II. DURAN VARLIKLAR	203.931.192	236.614.529
A. Ticari Alacaklar	9.956	9.956
5. Verilen Depozito ve Teminatlar	9.956	9.956
B. Diğer Alacaklar	0	0
C. Mali Duran Varlıklar	0	0
D. Maddi Duran Varlıklar	129.324.108	162.145.605
3. Binalar	68.992.723	83.000.000
4. Tesis, Makina ve Cihazlar	23.062.664	23.062.664
5. Taşıtlar	6.232.744	6.232.744
6. Demirbaşlar	111.493.777	111.493.777
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	-80.457.800	-61.643.579
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	74.597.128	74.458.968
1. Haklar	205.391	205.391
2. Şerefiyeler	138.160	0
5. Özel Maliyetler	94.168.961	94.168.961
6. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.398.357	4.398.357
7. Birikmiş Amortismanlar (-)	-24.313.740	-24.313.740
G. Gelecek Yıllar Gider/Gelir Tahakkukları	0	0
H. Diğer Duran Varlıklar	0	0

	Kayıtlı Değer	Düzeltilmiş Değer
I. KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	576.882.259	573.503.398
A. Mali Borçlar	18.416.804	18.414.057
4. Uzun Vadeli Kredilerin Ana Para, Taksitleri ve Faizleri	18.174.605	18.174.605
9. Diğer Mali Borçlar	242.199	239.452
B. Ticari Borçlar	161.999.145	160.232.604
1. Satıcılar	155.723.421	153.956.881
4. Alınan Depozito ve Teminatlar	6.022.977	6.022.977
5. Diğer Ticari Borçlar	252.747	252.747
C. Diğer Borçlar	122.538.463	122.538.463
1. Ortaklara Borçlar	5.440.175	5.440.175
4. Personele Borçlar	12.893.335	12.893.335
5. Diğer Çeşitli Borçlar	104.204.953	104.204.953
D. Alınan Avanslar	135.838.571	134.297.606
1. Alınan Sipariş Avansları	135.838.571	134.297.606
F. Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	9.458.294	9.458.294
1. Ödenecek Vergi ve Fonlar	4.392.566	4.392.566
2. Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	4.972.945	4.972.945
4. Ödenecek Diğer Yükümlülükler	92.782	92.782
H. Gelecek Aylar Gelir/Gider Tahakkukları	128.630.982	128.562.374
1. Gelecek Aylara Ait Gelirler	6.047.879	5.979.271
2. Gider Tahakkukları	122.583.103	122.583.103
II. UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	108.803.994	108.803.767
A. Mali Borçlar	108.680.952	108.680.952

1. Banka Kredileri	108.680.952	108.680.952
B. Ticari Borçlar	103.043	103.043
4. Alınan Depozito ve Teminatlar	103.043	103.043
F. Gelecek Yıllara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	19.999	19.772
1. Gelecek Yıllara Ait Gelirler	19.999	19.772
Pazar Değeri		-168.966.590

Yukarıdaki gibi hazırlanan Toplama Yöntemi tablosunda da görüldüğü gibi Aktay Otel'in Pazar Değeri **-168.966.590 TL** olarak tespit edilmiştir.

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

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

	Hesaplanan Pazar Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Pazar Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	311.766.573 TL	100%	311.766.573 TL
Toplama Yöntemi	-168.966.590 TL	0%	0 TL
AKTAY OTEL PAZAR DEĞERİ			311.766.573 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 değerleme çalışması sonucunda Aktay Otel'in Pazar Değeri 311.766.573 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.
Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.
Mithatpaşa Mahallesi Etiler 1. Cad. No: 10 Kat: 10
Tel: (0212) 828 52 00 Fax: (0212) 127 42 63
E-posta: ymm@yeditepe.com.tr
Ticaret Sicil No: 279915

Hüseyin Çetin
Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM
17 Ağustos 2023, İstanbul, Türkiye

YEDİTEPE BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.
Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.
Mithatpaşa Mahallesi Etiler 1. Cad. No: 10 Kat: 10
Tel: (0212) 828 52 00 Fax: (0212) 127 42 63
E-posta: ymm@yeditepe.com.tr
Ticaret Sicil No: 279915

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 Değerlemelerinde 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.**

Ticaret Sicil No: 272412
Ticaret Sicil No: 272412

Hüseyin Çetin
Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM
17 Ağustos 2023, İstanbul, Türkiye

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Tarih : 06.03.2012

No : 801910

SERMAYE PİYASASINDA BAĞIMSIZ DENETİM LİSANSI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:34 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i uyarınca

Hasan ERSİN

Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Lisansını almaya hak kazanmıştır.

İlkay ARIKAN
GENEL SEKRETER

K. Attila KÖKSAL
BAŞKAN

Tarih : 10.06.2015

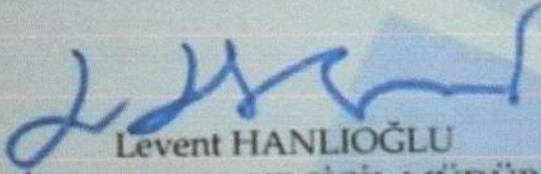
No : 203990

SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI

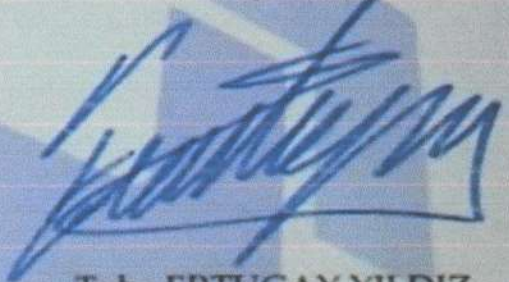
Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i (VII-128.7) uyarınca

Kenan ÇILMAN

Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansını almaya hak kazanmıştır.



Levent HANLIOĞLU
LİSANSLAMA VE SİCİL MÜDÜRÜ



Tuba ERTUGAY YILDIZ
GENEL MÜDÜR (V)



TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Tarih : 23.01.2012

No : 801514

SERMAYE PİYASASINDA BAĞIMSIZ DENETİM LİSANSI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VIII, No:34 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i uyarınca

Yılmaz GÜNEY

Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Lisansını almaya hak kazanmıştır.

A. Arıkan

İlkay ARIKAN
GENEL SEKRETER



K. Atilla Köksal

K. Atilla KÖKSAL
BAŞKAN

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Tarih : 06.03.2012

No : 801910

SERMAYE PİYASASINDA BAĞIMSIZ DENETİM LİSANSI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:34 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i uyarınca

Hasan ERSİN

Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Lisansını almaya hak kazanmıştır.

İlkay ARIKAN
GENEL SEKRETER

K. Attila KÖKSAL
BAŞKAN