

VOYAGER KIBRIS LTD.

Firma Değerleme Raporu



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

29 Aralık 2010

UYARI NOTU

Bu değerleme raporu (“Rapor”), çeşitli dokümanlar, finansal tablolar ve ekleri kapsamakta olup, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (“TSKB”) tarafından Rapor’a konu Voyager Kıbrıs Ltd. (“Voyager”)’nin değeri konusunda sadece bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Rapor’daki bilgilerin yatırıma yönelik bir tavsiye ya da Voyager’in hisselerini almaya veya satmaya yönelik bir teklif oluşturabileceği göz önüne alındığında, ilgili bilgilerin doğru ve tam olmasına yönelik TSKB tarafından herhangi bir sorumluluk ve yükümlülük kabul edilmemektedir. Bu Rapor ve/veya bu Rapor’daki bilgiler kopyalanamaz, ifşa edilemez veya TSKB tarafından Rapor’un ve/veya Rapor’daki bilgilerin doğrudan yollandığı, Net Holding A.Ş. (“Net Holding”) ve/veya Voyager’in Rapor’un bir kopyasını yollamak zorunda olduğu kişiler dışında kişilere dağıtılamaz. TSKB, Rapor’daki bilgiler, Voyager’in iş planına bağlı kalınarak yapılan varsayımlar, Rapor’da sunulan, kastedilen ve yer alan ifadelerdeki yanlışlık, atlama ve ihmal veya başka sebeple yazılan yanlış ifadeler ile ilgili herhangi bir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmemekte; Net Holding, Voyager ve diğer kaynaklardan elde ettiği bilgiler ile dokümanlardaki eksikliklerden veya herhangi yazılı ve/veya sözlü iletilmiş bilgilerden sorumlu olmadığını açıkça beyan etmektedir. Bu Rapor’da yer alan bilgiler aksi belirtilmedikçe yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir.

İçindekiler

1.GİRİŞ VE KAPSAM.....	4
1.1 KAPSAM VE METODOLOJİ	5
1.2 DEĞERLEME ÖZETİ.....	7
1.3 DEĞERLEME SONUCU HAKKINDA GÖRÜŞ	9
2.SEKTÖR.....	10
2.1 TURİZM SEKTÖRÜ	11
2.2 DUTY FREE MAĞAZACILIK.....	16
2.3 SEKTÖRDE GELECEĞE BAKIŞ	17
3.FİRMA.....	19
3.1 GENEL BİLGİLER	20
3.2 FİNANSAL ANALİZ.....	25
4. GELECEĞE YÖNELİK BEKLENTİLER VE DEĞERLEME	34
4.1 İNA DEĞERLEME YÖNTEMİ	35
4.1 VARSAYIMLAR	36
4.2 PROJEKSİYONLAR	43
4.3 İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARINA GÖRE DEĞERLEME	46
5.1. NET AKTİF DEĞERLEME YÖNTEMİ.....	47
5.2 VARSAYIMLAR	48
5.3 NET AKTİF DEĞERLEME SONUCU.....	49
6 DEĞERLEME SONUÇLARI HAKKINDA GÖRÜŞ	52
4. EKLER.....	53
-Ek:1 İNDİRGEME ORANI HESABI	54
-Ek:2 EKSPERTİZ RAPORLARI	55

1. Giriş ve Kapsam

1.1 Kapsam ve Metodoloji

Voyager Kıbrıs Ltd. (“Voyager”) turizm sektöründe faaliyet göstermek üzere 1987 yılında kurulmuş, 1996 yılında Net Grubu firmaları tarafından devir alınmıştır. 2007 yılında ise Net Turistik Hizmetler Ltd. (“Net Turistik”), Firma’ya %50 oranında iştirak etmiştir.

Net Holding, 7 Aralık 2010 tarihinde iştiraki olan Voyager’ın firma değerini hesaplatmak amacıyla değerlendirme danışmanlığı almak için TSKB’ye başvuruda bulunmuştur.

Bu çalışma, yukarıda belirtilen talep üzerine ilgili Firma’nın değerini tespit amacıyla Voyager’ın mevcut ve gelecek iş planı doğrultusunda, detaylı hukuki ve finansal inceleme, muhasebesel denetim ve/ya yönetim sunumları gerçekleştirilmeden tamamlanmıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki bölümlerden oluşmaktadır:

1. Giriş ve Kapsam
2. Sektör
3. Firma
4. Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme
5. Ekler

Bu çalışmanın amacı Voyager’ın firma değerini hesaplamaktır. Firma’nın faaliyetinin temel dayanağı sahip olduğu gayrimenkul ve gayrimenkul projeleri olduğu için, mevcut şartlar altında değerini en doğru yansıtabilecek yaklaşımların İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) yöntemi ve Net Aktif Değer (“NAD”) yöntemi olduğuna karar verilmiştir ve rapor bu yaklaşıma uygun hazırlanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi

Bu değerlendirme raporunda, İNA yöntemi kullanılarak hesaplanan değer “adil piyasa değer”ini ifade etmektedir. Bir varlığa ilişkin alım-satımda ön plana çıkan ise, istekli bir alıcı ve satıcı arasında gerçekleşen pazarlık sonucu üzerinde uzlaşılan “fiyat”tır. Alım-satıma esas teşkil eden “fiyat”ın, çeşitli nedenlerle “adil piyasa değer”inden farklı bir seviyede teşekkül edebileceği gerçeği, her zaman göz önünde bulundurulması gereken bir husustur.

Net Aktif Değer Yöntemi

Net Aktif Değer yöntemi, Firma'nın gelecekte yaratacağı nakit akımlarından bağımsız olarak Firma bünyesinde mevcut durumda sahip olunan tüm varlıkların yaklaşık piyasa değeri hesaplanarak, bu tutardan tüm borçların piyasa değerinin düşülmesi ile bir "Düzeltilmiş Defter Değeri" bulunması esasına dayanmaktadır.

Bu kapsamda bilançoda yer alan tarihi maliyetli kalemlerin, günümüz cari piyasa değerleri ile ifade edilmesi ve bu amaçla Firma'nın sahip olduğu varlıkların tahmini reel değerleri ve sabit varlıkların da ekspertiz değerleri tespit edildikten sonra elde edilen değerden, finansal ve diğer yükümlülüklerin düşülmesi suretiyle net aktif değere ulaşılmaktadır.

Net Grup ve Voyager'den alınan bilgiler ve iş planı bu çalışma kapsamında kullanılmıştır. Çalışmanın her türlü hata ve eksikliklerden arındırılması için azami gayret gösterilmiş olmasına karşın, dış kaynaklı verilerde oluşabilecek hata ve noksanların, değerlendirme sonuçları üzerinde etkili olabileceği hususunun her çalışmada olduğu gibi burada da dikkate alınması gerekmektedir.

1.2 Değerleme Özeti

Firma

Voyager Kıbrıs Ltd'nin("Voyager" veya "Firma") ana faaliyet konuları otel, casino ve gümrüksüz satış mağazası ("Duty Free") işletmeciliğidir.

Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde yer alan Merit Crystal Cove Hotel, 5 yıldızlı otel ve casinusu ile 2000 yılından bu yana hizmet vermektedir. Şirket aynı zamanda KKTC Ercan Havalimanı'nın çıkış kapısında bulunan Voyage Duty Free mağazasını ve Akfen Gayrimenkul Ticareti ve İnşaatı A.Ş.'nin sahip olduğu Mercure Hotel'inin casinusu olan Mercure Casino'sunu işletmektedir.

İştiraklerden Net Turistik, 21 Ağustos 2007'de Voyager ve Net Holding A.Ş. ortaklığıyla Girne'de Mare Monte Hotel&Casino projesini gerçekleştirmek amacıyla kurulmuştur.

Değerleme Sonucu

Voyager'in değerinin tespiti amacıyla hazırlanan bu raporda İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") ve Net Aktif Değer ("NAD") yöntemi kullanılmıştır. İNA yönteminde Firma'nın gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı + amortisman) ile, vergi ödemelerinden ve gerekli işletme sermayesi ihtiyaçlarının ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Yıllar itibarıyla elde edileceği öngörülen nakit yaratımları, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmaktadır. Bunun sonucunda hesaplanan değer, finansal borçlar hariç firma değerini ifade eden **Girişim Değeri**'dir (**Enterprise Value**). Girişim Değerinden mevcut ise net finansal borçlar (finansal borçlar – hazır değerler) ve gerekli ise kıdem ve ihbar tazminatlarının çıkartılması, varsa iştiraklerin ya da operasyonel olmayan diğer varlıkların eklenmesi suretiyle hedeflenen Özsermaye Değeri'ne (Equity Value) ulaşılmaktadır.

Yapılan analizler sonucunda, Voyager'ın İNA yöntemine göre hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

Tablo 1.1: 29 Aralık 2010 İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu

	(Bin TL)
29.12.2010 İtibarıyla Girişim Değeri	131,848
(-) Finansal Borçlar	4,497
(+) Likit Değerler	8,075 ¹
29.12.2010 İtibarıyla Özsermaye Değeri	135.426

Bu kapsamda İNA yöntemine dayanarak özsermaye değeri yaklaşık **135 milyon TL (88 milyon ABD Doları)** hesaplanmıştır.

Net Aktif Değer Yöntemi ise SPK tarafından kayda alınan gayrimenkul değerlendirme şirketlerince son 1 yıl içinde hazırlanmış gayrimenkul, makine, teçhizat ekspertiz raporlarının mevcudiyeti durumunda hazırlanmış olup tüm varlıklarından borçları düşürülerek ulaşılan firma değerine Net Aktif Değer denilmektedir.

Yapılan analizler sonucunda, Voyager'ın NAD yöntemine göre hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

Tablo 1.2: Net Aktif Değer Tablosu

	(Bin TL)	29/12/2010
+	Likit Değerler (Kasa-Banka, Menkul Kıymetler)	9.451 ²
+	Ticari Alacaklar	11.973
+	Diğer Cari Varlıklar	24.066
=	Toplam Dönen Varlıklar	45.490.000
+	Sabit Kıymetler(Ekspertizi Yapılan Gayrimenkuller)	164.522.000
+	Finansal Varlıklar	2.395.000
+	Diğer Sabit Kıymetler	151.000
+	Diğer Duran Varlıklar	577.000
=	Varlıkların Brüt Değeri	213.135.000
-	Kıdem Tazminatı Yükümlülükleri	0
-	Diğer Yükümlülükler	49,965,000
=	Net Aktif Değer	163.170.000

¹ Likit Değerler 29.12.2010'da mevcut hesap bakiyelerini içermektedir.

² Likit Değerler 30.09.2010 mali tablolarından alınmıştır.

1.3 Değerleme Sonucu Hakkında Görüş

Voyager, KKTC’de sahip olduğu Merit Hotel ve Casino, Ercan Havaalanı’nda bulunan Duty Free ve inşaat aşamasında olan Afrodit Otel’in yanısıra işletmecisi konumunda bulunduğu Mercure Casino’su kapsamında faaliyetlerini sürdürmektedir.

Şirketin özsermaye değeri, tarafımızdan net aktif değerlendirme yöntemi ve indirgenmiş nakit akım yöntemi ile hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre hesaplanan özsermaye değeri ve Varlıkların Net Aktif Değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 1.3: Voyager Özsermaye Değerler Özet Tablosu

	(Bin TL)
İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Girişim Özsermaye	135.426
Voyager’e Konu Hak ve Varlıkların Net Aktif Değeri	163.170

Tarafımızca yapılan değerlendirme neticesinde, Firma’nın ileriye yönelik muhafazakar varsayımlar üzerine kurulu iş planları dikkate alındığında, en uygun değerlendirme yönteminin İNA yöntemi olduğu ve bu yöntem baz alınarak hesaplanan değer adil piyasa değerini yansıttığı uygun görülmüştür.

Yapılan çalışma kapsamında Firma’nın Özsermaye değerinin **135 milyon TL (88 milyon ABD Doları)** olacağı düşünülmektedir.

2.Sektör

2.1 Turizm Sektörü

Turizm sektörü, dünyada en hızlı gelişen ve büyüyen sektörlerin başında gelmektedir. Globalleşen dünyada insanlar daha uzak mesafelere seyahat etme eğilimine girmiştir. Bunun başlıca nedenleri; harcanabilir kişisel gelirlere turizm ve tatile ayrılan payın artması, ulaşım ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişme ve insanların şimdiye kadar görmedikleri ve merak ettikleri yeni bölgeleri ziyaret etme isteğidir.

Turizm çok çeşitli yapısı sonucu bir yandan tipik turistik faaliyet olarak adlandırılan konaklama, planlama, gezi organizasyonu ve satışı gibi faaliyetleri, öte yandan yalnızca turistlerin tüketimine bağlı olmayan, ancak onlar tarafından da kullanılan ulaşım, oto kiralama gibi faaliyetleri kapsamaktadır.

Tüm dünyadaki ekonomik duraklamaya karşın büyümesini devam ettirmekte olan bu dinamik sektör, ulaştırma, hizmet ve perakende gibi sektörler için de motor gücü olarak işlev görmektedir.

Turizm milli gelire olan katkısı yanında, sağladığı döviz geliri ile ödemeler dengesi açığının kapanmasında da önemli rol oynamaktadır. Geniş kitlelere iş imkanı sağlamasının bir sonucu olarak istihdamın en yoğun olduğu sektörlerden biri olma avantajına sahip olan turizm sektörü, aynı zamanda ülke için etkin bir pazarlama ve reklam aracı olma özelliğini de sürdürmektedir.

Turizm bugün dünya gayrisafi hasılasının önemli bölümünü oluşturan bir sektör konumundadır. World Travel & Tourism Council raporunda dünyada toplam GSMH içerisinde seyahat ve turizm sektörünün, 2010 yılında tahmini olarak %9,1'lik paya sahip olduğu ve bu rakamın yaklaşık 5.750 milyar Amerikan Doları olduğu belirtilmektedir.

Raporda dünya üzerinde toplam GSMH rakamları üzerinden hesaplanan turizm ve seyahat hasılasının yıllık ortalama % 4,3 büyüyerek 2020 yılında 11.151 milyar Amerikan doları seviyesine gelmesi öngörülmektedir. Ülkeler bazından turizm ve seyahat sektöründen gelen hasıla bakımından başı çeken ilk 10 ülke ve

Türkiye aşağıdaki gibi sıralanmaktadır. Tabloda da görüldüğü gibi ABD açık ara lider konumundadır.

Tablo 2.1 Turizm ve Seyahat Sektöründen Gelen Hasıla (Milyar \$)

Ülke	2010T
ABD	1.375,9
Çin	499,9
Japonya	459,3
Fransa	284,6
Almanya	273,9
İspanya	237,9
Birleşik Krallık	231,1
İtalya	217,1
Kanada	136,1
Avustralya	123,1
Türkiye	69,5

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

2.1.2 KKTC

Ekonomik Bakış

Dünya sıralamasında başı çeken ülkeler arasında yer almasa da turizm sektörünün kendi ekonomisinde önemli bir yere sahip olduğu ülkelerden biri KKTC (Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti)'dir. Yıllar itibarıyla gelişen turizm sektörüne paralel olarak, KKTC ekonomisi genel olarak hızlı bir büyüme trendi içindedir. 1997-2006 yılları arasında GSMH (1997 fiyatlarıyla) % 277 oranında artmıştır. Ancak 2000-2001 yılları bankacılık kriziyle başlayan ve döviz kurlarından kaynaklanan problemlerle devam ederek tüm ekonomiyi olumsuz etkileyen gelişmeler nedeniyle ekonomik gerileme yaşanan bir dönem olmuştur. Türkiye'den sağlanan finansmanla bankacılık krizinin aşılması ve bankacılık sektöründe mevzuat değişikliğine gidilmesi, KKTC sorununda çözüm umutları ve AB üyeliği beklentilerinin yükselmesi, yerli ve yabancı yatırımların ve istihdamın artması sonucu ekonomi 2002 yılından itibaren önemli bir büyüme eğilimine gitmiştir. Son beş yıllık dönem KKTC ekonomisinde en yüksek büyüme hızının yakalandığı dönem olarak tespit edilmiştir.

Ekonominin büyümesinde rol oynayan belli başlı faktörler sektörlerdeki genel büyüme, ekonomide başta turizm sektörü olmak üzere sürekli büyüme gösteren

sektörlerin yer alması ve artan dış ticarete bağlı olarak ithalat vergi miktarlarındaki artışlardır.

KKTC'de Turizm

KKTC ekonomisindeki en önemli sektörlerden birisi turizm sektörüdür. 2006 yılı nüfus sayımına göre, Kıbrıs'ın nüfusu işçiler ve Türkiye'den yerleşenler dahil yaklaşık 265.000'dir. Nüfus yazın gelen turistlerle daha da fazlaşmaktadır. Ülkeye gelen turistlerin % 78,4³'i Türkiye'den gelmektedir. Bunun yanı sıra, ülkeye 45 değişik ülkeden ziyaretçiler gelmektedir. Türkiye'nin dışında en fazla turist İngiltere, Almanya, İran, Moldova, ABD, Suriye, Bulgaristan, Rusya ve İtalya'dan gelmektedir.

KKTC Turizm Çevre ve Kültür Bakanlığı 2009 yılı verilerine göre turistik tesisler ile ilgili çeşitli bilgiler aşağıda belirtilmektedir. Ekim 2008 itibarıyla 15.440 olan toplam yatak kapasitesi, Ekim 2009 itibarıyla %1,7 yükselerek 15.705 olmuştur.

Tablo 2.2 Kıbrıs Turizm Gelirleri Aylara Göre Yatak Kapasitesi

Aylar	2008	2009	Değişim %
Ocak	15.094	15.044	-0,3
Şubat	15.094	15.044	-0,3
Mart	14.960	15.044	0,3
Nisan	14.794	15.111	2,1
Mayıs	14.794	15.219	2,9
Haziran	15.026	15.219	1,3
Temmuz	15.184	15.219	0,2
Ağustos	15.440	15.523	0,5
Eylül	15.440	15.551	0,7
Ekim	15.440	15.705	1,7

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Turistik konaklama tesislerinde 2009 yılının ilk on ayında gerçekleşen ortalama doluluk oranı % 37,4 olmuştur. 2008 yılı itibarıyla aynı dönem için bu rakam % 35,3 olarak gerçekleşmiştir.

Göze çarpan bir diğer özellik ise casinolu otellerin senelik ortalama doluluk oranı %48,5 iken, bu rakamın casinosuz oteller için %28,1 olarak gerçekleştiğidir.

³ Ekim 2009 yılına göre verilen değerdir.

Tablo 2.3 Aylara Göre Doluluk Oranı

Aylar	2008	2009	Değişim %
Ocak	16,3	20,4	25,2
Şubat	18,6	20,0	6,4
Mart	26,4	21,5	-18,6
Nisan	28,6	32,7	13,5
Mayıs	39,0	39,6	1,5
Haziran	37,7	43,8	16,2
Temmuz	42,6	50,0	16,8
Ağustos	55,8	53,3	-4,5
Eylül	39,7	44,8	12,8
Ekim	40,5	40,3	-0,5
Ortalama	35,3	37,4	5,9

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Ekim 2009'de bölgelere göre doluluk oranına bakıldığında en yüksek doluluğun % 45,6 oranıyla Girne şehrinde gerçekleştiği görülmektedir. Bunu sırayla % 34,6 oranıyla Gazimağusa ve % 29,2 oranıyla Lefkoşa takip etmektedir.

Tablo 2.4 Şehirlere Göre Doluluk Oranları

Şehir	Pay %
Girne	45,6
Gazimağusa	34,6
Lefkoşa	29,2
İskele	23,8
Güzelyurt	2,5

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Ekim 2009 itibarıyla otel sayısı olarak bakıldığında Girne mevcut 91 oteli ve KKTC genelinde %76'lık payı ile ilk sırada yer almaktadır. Aynı üstünlük yatak sayısı olarak bakıldığında da görülmektedir.

Tablo 2.5 Şehirlere Göre Otel Sayıları

Şehir	Otel Sayısı	Pay %	Yatak Sayısı	Pay %
Girne	91	76	11.065	71
İskele	14	12	2.414	15
Gazimağusa	8	6	1.484	10
Lefkoşa	3	3	524	3
Güzelyurt	3	3	218	1
Toplam	119	100	15.705	100

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Aşağıdaki tabloda Ekim 2009 itibarıyla KKTC'deki toplam mevcut oteller özelliklerine göre sıralanmaktadır. Buna göre bölgede 12 adet 5 yıldızlı otel

bulunmakta olup, toplam 6.712 yatak sayısı ile turizm yerleşim ihtiyacının büyük bir bölümünü karşılamaktadır.

Tablo 2.6 Özelliklerine Göre Otel Sayıları

Özellikler	Tesis Sayısı	Pay %	Yatak Sayısı	Pay %
5 Yıldızlı Otel	12	10	6,712	43
4 Yıldızlı Otel	6	5	1,644	10
3 Yıldızlı Otel	16	13	2,045	13
2 Yıldızlı Otel	19	16	1,361	9
1 Yıldızlı Otel	19	16	581	4
Özel Sertifikalı Oteller	1	1	34	0
2. Sınıf Tatil Köyleri	6	5	1,005	6
Bungalov Evler	32	27	1,851	12
Apart Oteller	6	5	396	3
Pansiyonlar	1	1	34	0
Butik Oteller	1	1	42	0
Toplam	119	100	15,705	100

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

2.2 Duty Free Mağazacılık

KKTC bir ada ülkesi olduğundan yolcular deniz ve hava yolunu tercih etmek durumunda kalmaktadırlar. Bunun neticesinde KKTC'nin Lefkoşa'ya bağlı bölgesinde yer alan Ercan Havalimanı yoğun bir yolcu trafiğine sahip olmaktadır.

KKTC Polis Genel Müdürlüğü'nün kaynaklarına göre 2009 yılında ülkeye giriş yapan yolcuların %90'ı hava yolu ile gelmeyi tercih etmiştir.

Ercan Havalimanında yolcuların gümrük vergisi ödemediği alışveriş yapacağı duty free mağazaları bulunmaktadır. Turistlerin çıkışını yaptığı gümrüklere göre değişen satın alma kısıtlaması bulunmasına rağmen KKTC'nin Ercan Havalimanı yolcu trafiği ile duty free sektöründe önemli bir konumda bulunmaktadır.

KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı 2009 verilerine göre; Ercan Havalimanına gelen yolcu sayıları ve yıllık büyüme hızı aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 2.7 Ercan Havalimanı'na gelen yolcu sayısı ve yıllık büyüme oranları

	2005	2006	2007	2008	2009
Yolcu Sayısı	585.647	713.136	841.162	879.497	904.817
Yıllık Büyüme	15%	22%	18%	5%	3%

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Ercan Havalimanı sadece 7 uçak şirketi tarafından kullanılmakta olup, Türkiye ile karşılıklı seferler dışında sadece Londra uçuşları ile Avrupa'ya sefer düzenlenmektedir.

Ercan Havalimanı'nın bu yoğun hava trafiği KKTC'nin en büyük hava yolu şirketi olan Kıbrıs Türk Hava Yolları'nın (KTHY) uçuşlarını askıya almasıyla Temmuz 2009'da Ercan Havalimanı'na inen uçak sayısı 862 iken, Temmuz 2010 tarihinde %9'luk bir azalma ile 782 seviyelerine gerilemiştir.

KKTC Ercan Havalimanı'nın bu yoğun hava ve yolcu trafiği duty free mağazalarının gelirlerini de yansıtmakla beraber, Ercan Havalimanı'nda giriş ve çıkış kapılarında Duty Free mağazaları bulunmaktadır.

2.3 Sektörde Geleceğe Bakış

World Travel Tourism Council'in açıklamalarına göre 2010 yılının ikinci yarısında dünya genelinde toparlanma sürecine giren turizm ve seyahat sektöründen gelen hasılanın dünya genelinde 2011 yılı itibarıyla %3,2 büyümesi öngörülmektedir. Sektörün 2020 yılına kadar ise yıllık ortalama %4,3 büyümesi beklenmektedir.

Ülkeler bazında turizm ve seyahat sektöründe 2020 yılı milli gelir beklentilerine bakıldığında ilk 10 ülke aşağıda sıralanmaktadır. Buna göre sektörden gelen hasıla bazında liderliği ABD'nin elinde bulunduracağı öngörülmektedir.

Tablo 2.8 Turizm ve Seyahat Sektörü Hasıla Öngörülleri (Milyar \$)

Ülke	2020
ABD	2.485,7
Çin	1.948,9
Japonya	594,8
Birleşik Krallık	393,3
Fransa	379,9
Almanya	377,1
İspanya	341,1
Hindistan	330,1
İtalya	292,5
Rusya Federasyonu	258,2

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

Seyahat ve turizm sektöründen gelen hasılanın 2020 yılına kadar yıllık ortalama %4,5 reel büyüme ile Türkiye'nin turizm gelirinin 129,2 milyar Amerikan Doları seviyesine gelmesi beklenmektedir ve söz konusu büyüme eğilimi ile dünya ortalaması olan %4,3'ün üzerinde büyümesi öngörülmektedir.

Tablo 2.9 Turizm ve Seyahat Sektörü Hasılası

Milyar \$	2010T	2020T	Ortalama Yıllık Büyüme %
Dünya	5.751	11.151	4,3%
Türkiye	70	129	4,5%

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

Tablo 2.10 Turizm ve Seyahat Sektörü Yatırımları

Milyar \$	2010T	2020T	Ortalama Yıllık Reel Büyüme %
Dünya	1.241	2.757	5,3%
Türkiye	14	27	4,8%

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

2010 sonu itibarıyla dünyada turizm ve seyahat sektöründe toplam 1.241 milyar ABD doları yatırım yapıldığı tahmin edilmektedir. 2020'de bu rakamın yıllık ortalama %5,3 büyüyerek 2.757 milyar ABD doları seviyesine gelmesi beklenmektedir.

3.Firma

3.1 Genel Bilgiler

3.1.1 Kuruluş ve Mevcut Durum

Voyager Kıbrıs Ltd'nin ("Voyager" veya "Firma") ana faaliyet konuları otel, casino ve gümrüksüz satış mağazası ("Duty Free") işletmeciliğidir.

17 Ağustos 1987 tarihinde Asil Nadir tarafından kurulan Firma'nın tüm hisseleri 1996 yılında Net Grubu tarafından satın alınmıştır.

Voyager halihazırda tüm faaliyetlerini KKTC'de gerçekleştirmektedir ve faaliyetleri otel, casino ve duty free mağaza işletmeciliğinden oluşmaktadır.

3.1.2 Sermaye Yapısı

27 Ekim 2010 tarihi itibarıyla Firma'nın 92 milyon TL olan ödenmiş sermayesi 123 milyon TL'ye artırılmıştır. Artırılan 31 milyon TL'nin tamamı nakden karşılanmıştır.

Firma'nın ödenmiş sermayenin ortaklar arasındaki dağılımı aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.1: Şirketin Pay Dağılımı

Ortaklar	Hisse Tutarı (TL)	Ortaklık Payı (%)
Halikarnas A.Ş.	39.533.862	32%
Sunset Tur.İşl.A.Ş.	30.893.270	25%
Net Holding A.Ş.	18.572.620	15%
Asyanet A.Ş.	13.067.688	11%
Netel A.Ş.	10.127.120	8%
Net Turizm A.Ş.	8.542.090	7%
Merit A.Ş.	2.262.976	2%
Tavas A.Ş. (Sinerji)	374	0%
Toplam	123.000.000	100%

(Kaynak: Voyager)

3.1.3. Faaliyetler

Voyager'in temel olarak faaliyetleri aşağıda listelendiği üzere 4 alandan sağlanmaktadır.

- KKTC'nin Girne bölgesinde sahip olduğu Merit Crystal Cove Hotel & Casino ismi ile faaliyet gösteren 5 yıldızlı otelin işletmeciliğinden elde edilen gelir,
- Merit Crystal Cove Hotel'in içinde yer alan casino işletmeciliğinden elde edilen gelir,
- KKTC'nin Girne bölgesinde faaliyet gösteren 5 yıldızlı Mercure Otel'in 2007 yılı Temmuz ayından bu yana kiralanın casinolandan elde edilen işletme geliri,
- KKTC Havaalanı'nda faaliyet gösteren duty free mağazasından elde edilen gelir

Merit Crystal Cove Hotel:

Firma'nın %100 sahibi olduğu ve Ağustos 2000'den beri faaliyette olan Merit Crystal Cove Hotel'i KKTC'nin Girne bölgesinde yer almaktadır. 5 yıldızlı Merit 290 oda ve 654 yatak kapasitesine sahiptir. Merit Hotel'in arsası 11/11/1996 tarihinde 49 yıllığına KKTC Ekonomi ve Maliye Bakanlığı, Devlet Emlak ve Malzeme Dairesi'den tahsis edilmiştir. Tahsisat hakkı 10/11/2045 tarihine kadar geçerlidir.

Merit Crystal Cove Hotel'i 2010 yılında öngörülen ortalama doluluk oranı %72 seviyelerinde olup, en yoğun doluluk oranına ulaşılan aylar sırasıyla; Haziran, Ağustos, Temmuz'dur. Aşağıda gösterilen tabloda 2010 yılının Ocak-Aralık ayları doluluk oranları özetlenmiştir.

Tablo 3.2 2010 yılı aylara göre doluluk oranı

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık ⁴	Ortalama
Satılan Oda %	77%	76%	68%	73%	84%	93%	88%	88%	86%	86%	49%	40%	72%

(Kaynak: Voyager)

⁴ Aralık ayına ait satılan oda yüzdesi Firma tarafından verilen tahmini değerdir.

Merit Crystal Cove Hotel'ine gelen turistler ağırlıklı Türklerden oluşmakta olup, ayrıca Çin, İran, Lübnan, Rusya, Kuzey Irak'tan gelen turistlerde göze çarpmaktadır.

2009 yıl sonu itibarıyla otel işletmeciliğinden 15,8 milyon TL tutarında gelir elde edilmiştir, 2010 yılı Eylül sonu itibarıyla ise elde edilen otel geliri 13,5 milyon TL'dir. 2010 yılının sonu itibarıyla ise 16,6 milyon TL tutarında hotel gelir elde edileceği öngörülmektedir.

Grand Casino Club Merit:

Merit Crystal Cove Hotel'in içerisinde yer alan ve yine Ağustos 2000'den bu yana Firma tarafından işletilen casino içerisinde 163 adet slot makinesi ve 32 adet canlı masa bulunmaktadır.

Grand Casino Club Merit'in yıllık ortalama ziyaretçi sayısı 96.000⁵ kişidir. Casino'ya gelen müşterilerin büyük bir çoğunluğu Merit Crystal Cove Hotel'inde kalan turistlerden oluşmakta olup, müşteriler Türk, Çin, Kuzey Irak, İran, Lübnan, Rusya'dan gelen turistlerden oluşmaktadır.

2009 yıl sonu itibarıyla Grand Casino Club Merit işletmeciliğinden 5,8 milyon TL tutarında gelir elde edilmiştir. 2010 yılı Eylül sonu itibarıyla ise elde edilen casino geliri 10,8 milyon TL'dir. 2010 yılının sonu itibarıyla 16 milyon TL tutarında gelir elde edileceği öngörülmektedir.

Mercure Casino:

2007 yılından bu yana KKTC'nin Girne bölgesinde faaliyet gösteren Mercure Otel'in casinosu 1 Temmuz 2007 tarihinden bu yana Voyager tarafından kiralanmış olup, işletilmektedir.

Kira kontratı 5 yıllık olup, 1 Temmuz 2012 tarihinde dolmaktadır. Kontratın süre dolusunda, her iki taraftan rızası ile 5 yıllık ilave süre ile uzatılması söz konusudur.

⁵ Firma tarafından verilen 2010 yılı ziyaretçi kapı girişi sayısıdır.

Voyager, Mercure Casino için yıllık 3 milyon Euro tutarında kira bedeli ödemektedir. Casinonun içerisinde yer alan makineler ve teçhizat Voyager'a ait olup, casino da yer alan slot ve masa sayısı sırasıyla 214 ve 23 adettir.

Mercure Casino'nun yıllık ortalama ziyaretçi sayısı 150.000⁶ kişidir. Gelen turist ağırlığında Merit Crystal Cove Casino'dakine benzer bir müşteri profili olup, Türk vatandaşlarının ağırlıklı olduğu ifade edilmiştir.

2009 yıl sonu itibarıyla Mercure casino işletmeciliğinden 6,3 milyon TL tutarında gelir elde edilmiştir, 2010 yılı Eylül sonu itibarıyla ise elde edilen casino geliri 13,2 milyon TL'dir. 2010 yılının sonu itibarıyla 21 milyon TL tutarında gelir elde edileceği öngörülmektedir.

Voyage Duty Free Mağazası:

KKTC Ercan Havalimanının çıkış kapısında yer alan Voyage Duty Free mağazası, Mayıs 2004 tarihinden bu yana faaliyet göstermektedir. KKTC Ulaştırma Bakanlığında 1 yıl süre ile kiralanmış olan söz konusu mağaza için Voyage, yıllık 427,7 bin TL tutarında kira ödemektedir.

2009 yıl sonu itibarıyla Voyage Duty Free işletmeciliğinden 4,1 milyon TL tutarında gelir elde edilmiştir, 2010 yılı Eylül sonu itibarıyla ise elde edilen satış geliri 3,7 milyon TL'dir. 2010 yılının sonu itibarıyla 4,6 milyon TL tutarında gelir elde edileceği öngörülmektedir.

3.1.4. İştirak

Voyager Kıbrıs Ltd'nin, 21 Ağustos 2007 tarihinde Net Turistik Hizmetler Ltd. ("Net Turistik") ticari unvanı ile KKTC'de otel yatırımı yapmak için kurulmuş bir iştiraki bulunmaktadır.

4.790.000 TL tutarında ödenmiş sermayesi bulunan Net Turistik'in ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

⁶ Firma tarafından verilen 2010 yılı ziyaretçi kapı girişi sayısıdır.

Tablo 3.3 Net Turistik Ortaklık Yapısı

	Ortaklık Payı (TL)	İştirak Oranı (%)
Voyager Kıbrıs Ltd.	2.395.000	50
Net Holding A.Ş.	2.395.000	50
Toplam	4.790.000	100

(Kaynak: Voyager)

Voyager'ın %50 oranında iştirak ettiği Net Turistik'in kuruluş amacı, Girne'nin Alsancak Mevkii'nde KKTC Vakıflar İdaresi'nden 2007 yılında 49 yıllığına tahsis edilen arsada; Mare Monte Hotel isimli projesini hayata geçirmektir.

3.1.5. Yatırımlar

Voyager'ın bir tanesi kendi bünyesinde geliştirdiği diğeri ise iştiraki vasıtasıyla yatırım yaptığı iki adet otel projesi bulunmaktadır.

Söz konusu projelerden Merit Cove'un bulunduğu kıyı şeridinde yer alan Afrodit Otel adı ile faaliyete geçmesi planlanan projede yatırıma 2 Mart 2006 tarihinde başlanmış olup, şu ana kadar 3,7 milyon ABD Doları tutarında yatırım harcaması yapılmıştır.

Söz konusu projenin arsası 1 Eylül 2003 tarihinde KKTC Ekonomi ve Maliye Bakanlığı Devlet Emlak ve Malzeme Dairesi'den 49 yıllığına tahsis edilmiştir.

Firma yetkililerince ifade edildiği üzere otelin toplam yatak ve oda kapasitesinin sırasıyla 388 ve 280 adet olması hedeflenmekte olup; 22.165 m² inşaat alanı ve 52 milyon ABD doları tutarında yatırım maliyeti olacağı öngörülen söz konusu yatırımın 2015 yılında devreye alınması planlanmaktadır.

Net Turistik Hizmetler Ltd isimli iştiraki üzerinden gerçekleştirmeyi planladığı Mare Monte Hotel projesi ise Afrodit Otel yatırımının bulunduğu kıyı şeridinde yer almaktadır.

Söz konusu projenin arsası 2007 yılında KKTC Vakıflar İdaresi'nden 49 yıllığına tahsis edilmiştir.

3. 2 Finansal Analiz

Voyager tarafından tarafımıza sunulan 2007-2009 dönemlerinin yıl sonu ve 2009 ve 2010 9 aylık mali tabloları, Voyager'ın bünyesinde bulunan Merit Crystal Cove Hotel, Merit Crystal Cove Casino, Voyager Duty Free, Mercure Casino, İstanbul İrtibat Bürosu işletmelerinin mali verilerinin birleştirilmiş konsolide verilerini içermektedir. 2008 yılında faaliyetine başlayan İstanbul İrtibat Bürosu sadece 2008-2009 yıl sonu mali tablolarında konsolide şekilde bulunmaktadır.

Voyager'ın Vergi Usul Kanunu'na (VUK) göre hazırlanmış ABD doları cinsinden mali tabloları aşağıda verilmiştir.

Tablo 3.4 Voyager Kıbrıs Ltd. Karşılaştırmalı Özet Mali Tablolar

<i>(Bin ABD Doları)</i>	2007	2008	2009	2009/9	2010/9
Yurtiçi Satışlar	27.353	32.580	22.368	15.596	28.909
Yurtdışı Satışlar	-	-	-	-	-
Diğer satışlar	91	214	493	442	101
Brüt Satışlar	27.445	32.794	22.861	16.038	29.010
Satışlardan İndirimler	(476)	(599)	(2.190)	(458)	(1.862)
Net Satışlar	26.969	32.195	20.671	15.580	27.148
Satılan Malın Maliyeti	(12.088)	(9.646)	(5.847)	(8.711)	(7.840)
Amortisman	(2.419)	(2.891)	(2.476)	-	-
Satış-pazarlama Giderleri	(1.126)	(888)	(700)	(1.200)	(1.210)
Genel Yönetim Giderleri	(11.494)	(26.390)	(20.414)	(9.933)	(13.604)
Esas Faaliyet Kârı	(158)	(7.619)	(8.766)	(4.265)	4.494
FVAÖK	2.261	(4.728)	(6.290)	(4.265)	4.494
Finansman Giderleri (Net)	122	(2.581)	(511)	(234)	89
Faiz Giderleri	(357)	(1.116)	(717)	(398)	(272)
Kambiyo Zararları	-	(1.468)	-	-	-
Faiz ve M.K. Karı	27	4	7	1	4
Kambiyo Karları	453	-	200	163	356
Diğer Gelirler	600	547	633	363	400
Diğer Giderler	(37)	(4.173)	(351)	(77)	(364)
Devre Kârı	527	(13.826)	(8.995)	(4.213)	4.619
Vergi	-	-	-	-	-
Net Kâr	527	(13.826)	(8.995)	(4.213)	4.619
Amortisman	2.419	2.891	2.476		
YARATILAN FON	2.946	(10.935)	(6.518)	(4.213)	4.619

Bin ABD Doları	2007	2008	2009	2009/9	2010/9
Hazır Değerler	3.281	(9.155)	693	(202)	6.547
Ticari Alacaklar (net)	2.702	1.584	2.696	1.678	8.295
Grup İçi Alacaklar	28.526	11.755	6.788	16.040	7.569
İlkmadde, Malzeme Stokları	1.383	1.083	1.185	1.178	1.549
Diğer Stoklar	1.114	712	688	718	1.796
Diğer Alacaklar	-	-	-	(2)	-
Diğer Dönen Varlıklar	1.494	2.043	3.059	4.379	5.759
Toplam Dönen Varlıklar	38.500	8.022	15.109	23.789	31.516
Finansal Duran Varlıklar	-	-	1.610	1.622	1.659
Maddi Duran Varlıklar (net)	35.300	27.145	26.366	28.003	29.006
Arsa-Bina	32.259	24.645	26.451	25.392	27.619
Makine Tesisat	485	787	844	845	974
Diğer Sabit Kıymetler	15.226	13.828	14.042	14.144	15.754
Birikmiş amortismanlar	(12.670)	(12.115)	(14.971)	(12.378)	(15.341)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	4.513	5.381	3.632	4.899	7.859
Maddi Olmayan Dur. Var. (net)	91	60	52	56	104
Brüt Madd. Olmayan DV	125	95	98	91	150
Birikmiş amortismanlar	(34)	(36)	(46)	(35)	(45)
Diğer	733	5.332	781	168	400
Toplam Duran Varlıklar	40.638	37.918	32.440	34.748	39.028
AKTİF TOPLAMI	79.138	45.941	47.549	58.537	70.543
Kısa Vadeli Banka Kredileri	921	2.511	1.907	1.471	308
Ticari Borçlar	4.337	1.809	622	1.893	2.694
Grup İçi Borçlar	31.948	31.528	10.865	16.080	26.930
Müşteri Avansları	129	27	30	59	22
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	15.322	1.162	1.068	666	837
Toplam Kısa Vadeli Borçlar	52.658	37.037	14.492	20.169	30.791
Diğer Finansal Borçlar	3.772	3.543	2.892	3.042	2.799
Diğer	-	-	-	-	1.026
Toplam Uzun Vadeli Borçlar	3.772	3.543	2.892	3.042	3.825
Ödenmiş Sermaye	35.691	27.189	61.857	62.288	63.738
Kâr Yedekleri	(13.574)	(10.071)	(22.334)	(22.491)	(32.656)
Dönem Kar / Zararı	591	(11.757)	(9.357)	(4.472)	4.845
Toplam Özsermaye	22.708	5.361	30.166	35.326	35.928
PASİF TOPLAMI	79.138	45.941	47.549	58.537	70.543

Oranlar		2007	2008	2009	2009/9	2010/9
FVAÖK/Ciro	(%)	8	(15)	(30,4)	(27,4)	17
Yaratılan fon/Ciro	(%)	11	(34)	(32)	(27)	17
Net dönem kârlılığı	(%)	2	(43)	(44)	(27)	17
Net dönem kârı / Aktif toplamı (ROA)	(%)	1	(26)	(20)	(8)	9
Net dönem kârı/Özsermaye (ROE)	(%)	3	(219)	(31)	(13)	18
Borç karşılama emsali	(defa)	a.d.	(4)	(9)	(11)	17
Net işletme Sermayesi	Bin \$	(14.158)	(29.014)	617	3.620	725
Cari oran	(%)	73	22	104	118	102
Likidite Oranı	(%)	11	(20)	23	7	48
Ort. Kısa Vad. Net Fin. Borçlar / Ciro	(%)	(4)	18	31	7	(7)
ONİS/Ciro	(%)	2	6	18	7	24
Alacak Tahsil Süresi	(gün)	32	21	45	27	79
Satıcı Vadesi	(gün)	115	79	37	55	88
Hammadde Stok Tutma Süresi	(gün)	37	48	70	34	51
Ort. Aktif Devir hızı	(defa)	1,3	1,9	2,2	2,4	1,6
Özsermaye/Aktif	(%)	29	12	63	60	51
Finansal Borçlar / Toplam Aktif	(%)	6	13	10	8	4
Net faizli borç-Özsermaye	(%)	6	74	12	12	(11)
Kur Riski (Açık pozisyon/Toplam Aktifler)	(%)	0	0	0	0	0

Firma'nın bilançosu, aşağıdaki tabloda yer alan TCMB dönem sonu döviz alış kurları esas alınarak ABD dolarına çevrilmiştir:

Tablo 3.5 TCMB dönem sonu döviz alış kurları

	2007	2008	2009	2009/9	2010/9
ABD Doları/TL (Dönem Sonu Kur)	1,1593	1,5218	1,4873	1,4770	1,4434

(Kaynak: T.C.M.B.)

Firma'nın gelir tablosu, aşağıdaki tabloda yer alan TCMB ortalama döviz alış kurları esas alınarak ABD dolarına çevrilmiştir:

Tablo 3.6 TCMB ortalama döviz alış kurları

	2007	2008	2009	2009/9	2010/9
ABD Doları/TL (Ortalama Kur)	1,3005	1,2941	1,5472	1,5679	1,5138

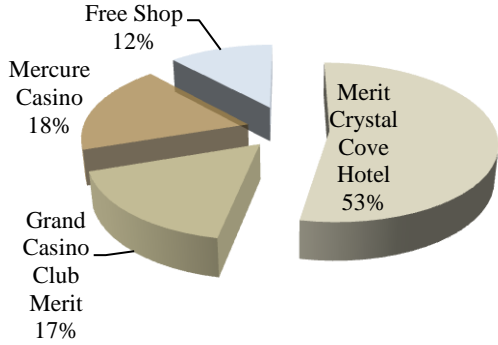
(Kaynak: T.C.M.B.)

Satışlar ve Kârlılık

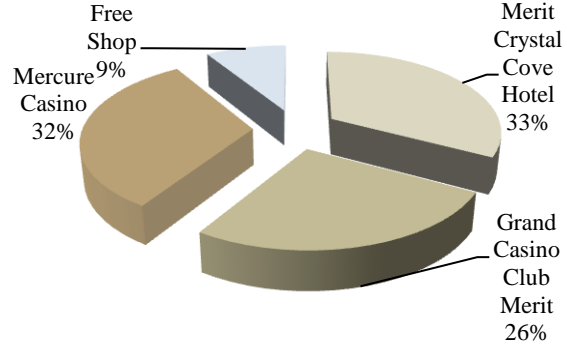
Voyager'in cirosu işlettiği otel ve casino gibi tesislerde sağladığı servis gelirlerinden ve duty free işletmeciliğinden sağladığı gelirden oluşmaktadır. Firma bütün satışlarını KKTC'de gerçekleştirmektedir.

Firma 2009 yılı Eylül sonunda yaklaşık 15,6 milyon ABD doları, 2010 yılı Eylül sonu itibarıyla da 27,1 milyon ABD doları net satış gerçekleştirmiştir. Firma'nın 2009 yılındaki 9 aylık performansı ile 2010 yılındaki 9 aylık performansında işletmelerinin cirosundaki dağılımı aşağıda verilmiştir.

Grafik 3.1 2009 yılı Eylül sonu itibarıyla



Grafik 3.2 2010 yılı Eylül sonu itibarıyla



2009 yılının ilk 9 ayındaki Firma'nın gelirlerinin ağırlıklı Crystal Cove Hotel oluştururken(%53'lük pay), 2010 yılının aynı dönemlerinde Grand Casino Club Merit ve Mercure Casino işletmelerinin (Toplam %58'lik pay) ciro üzerinde daha etkili olduğu hesaplanmıştır. Söz konusu dağılımdaki casino gelirlerinin artışı şirketin casino alanında pazarlama stratejisini değiştirmesi ve VIP müşteri odaklı müşteri profiline hedeflemesi etkilemiştir. Tutarsal olarak incelediğimizde Crystal Cove Hotel'in gelir oranı söz konusu dönemlerde düşmemesine rağmen başarılı bir pazarlama ile casino gelirleri %180 oranında artış göstermiştir.

Firma'nın cirosunun ABD doları ve TL bazındaki seyri karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.7 Ciro Gelişimi

	2007	2008	2009	2009/9	2010/9
Net Satışlar (Bin \$)	26.969	32.195	20.671	15.580	27.148
ABD Doları bazında büyüme		19%	-36%		74%
Net Satışlar (Bin TL)	35.074	41.665	31.981	24.428	41.098
Ortalama Enflasyon		1,3%	1,2%		8,0%
TL bazında reel büyüme		17%	-24%		56%

(Kaynak: Voyager)

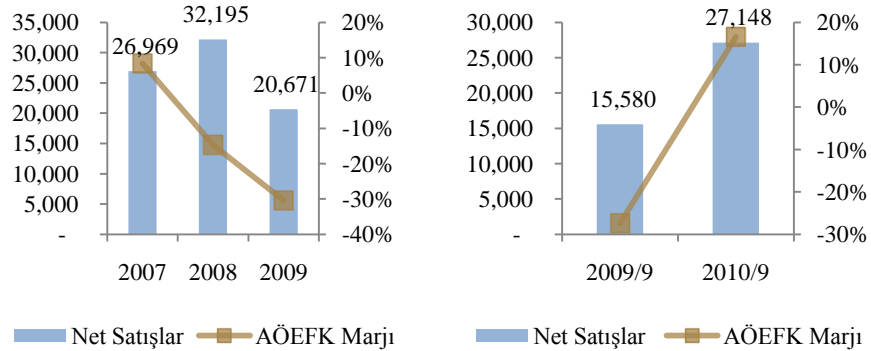
Firma'nın cirosu 2007-2008 dönemlerinde hem ABD doları bazında hem de TL bazda reel büyümede artış eğilimi gösterirken (2008 yılında 2007 yılına göre

%19) 2008-2009 dönemlerinde bu artış eğilimi global ekonomik krizin turizm sektörünü olumsuz etkisiyle tersine dönmüş olup, 2009 yılında 2008 yılına göre ABD doları bazında %36 oranında düşüş olmuştur. 2010 yılında global krizin etkisinin kaybolmasıyla tekrar artış eğilimine giren turizm sektörü Firma'nın 2009/9-2010/9 dönemleri karşılaştırıldığında etkisini göstermekte ve 2010 yılının Eylül sonu itibarıyla 2009 yılının aynı dönemine göre net satışlar önemli bir artış göstermektedir.

Firma'nın bulunduğu turizm sektörü gereği net satışlar üzerinde mevsimsellik özelliği görülmektedir. Aralık-Ocak-Şubat aylarında KKTC'nin turizm sektöründen gelen gelirinde düşüş göstermesi Firma'nın gelirlerini ve otel doluluk oranlarında olumsuz yönde etkilemektedir. Firma'nın işletmelerine gelir sağlayan müşteri sınıfındaki turistler ise ağırlıklı olarak Türkiye olmak üzere, İran, Rusya ,Kuzey Irak, Lübnan, Çin Halk Cumhuriyeti'nden gelmektedir.

Aşağıdaki grafikte Firma'nın yıllar itibarıyla Net Satışlar ve Amortisman Öncesi Esas Faaliyet Kârlılığı (FVAÖK) seyri gösterilmektedir:

Grafik 3.3 Net Satışlar ve FVAÖK Marjı Seyri (Bin ABD Dolar)



Firmanın amortisman öncesi esas faaliyet kar marjı (FVAÖK marjı) 2007 yılında %8 seviyelerinde olurken 2008 yılında şirketin iyi bir ciro yapmasına rağmen -%15 seviyelerine inmiştir. Söz konusu ani düşüşün nedeni ise 2008 yılında firmanın casino işletmesi olan Mercure Casino'nun kira bedelindeki %140 oranındaki artışıdır. Voyager'in personel ücreti ve giderlerinde yapmış olduğu artış ise FVAÖK marjının daha düşmesine yardımcı olmaktadır. Firma, söz konusu etkenlerinden dolayı genel yönetim giderleri %128 oranında artmıştır. 2009 yılında ise genel yönetim giderlerinde ise bir önceki yıla göre bir artış

gözlemlenmemesine rağmen 2009 yılında Firma'nın Mercure Casino ve Grand Casino Club Merit işletmesinden elde ettiği cirolarda sırasıyla %50, %35 oranında düşüş gerçekleşmiş olup, FVAÖK marjını -%30 seviyelerine düşürmüştür. 2010 yılının 9 aylık performansına baktığımızda ise net satışların artması nedeniyle 2009 yılının 9 aylık performansına göre esas faaliyet kar marjı -%27 seviyelerinden %17 seviyesine yükselmiştir. Özellikle Firma'nın iki casino işletmesi olan Grand Casino Club Merit ve Mercure Casino'nun cirolarının 2010 yılının 9 aylık döneminde sırasıyla %163 ve %196 oranında artması bu FVAÖK marjının yükselmesinde büyük rol oynamaktadır.

Satışların maliyeti Firma cirosuna oranı 2009/9 aylık dönemde %56 seviyelerinde iken Firma'nın müşteri profilindeki değişim sayesinde bu oran 2010/9 aylık dönemde %29 seviyelerine kadar düşmüştür. KKTC'de turizm sektöründeki rakiplerinden farklı olarak nitelikli müşteriye odaklanan Firma'nın, pazarlama stratejisi Firma'yı olumlu yönde etkilemiştir.

Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla Firma'nın brüt satışlarını incelenmiştir:

Tablo 3.8 Brüt Satışların Yıllara Göre Durumu ve Büyümesi

(Bin ABD Doları)	2007	2008	2009	2009/9	2010/9
BRÜT SATIŞLAR	27.445	32.794	22.861	16.038	29.010
1. Yurtiçi Satışlar	27.353	32.580	22.368	15.596	28.909
2. Yurtdışı Satışlar	-	-	-	-	-
3. Diğer Satışlar	91	214	493	442	101
<i>ABD Doları bazında büyüme</i>		19%	-30%		81%

(Kaynak: Voyager)

Voyager'in 2007-2009 yıllarında sergilediği satış performansına baktığımızda 2008 yılında dünya genelinde gerçekleşen ekonomik krizin turizm ve casino sektörüne olumsuz etkisiyle 2008 yılında artış eğiliminde ki satış performansı 2009 yılında negatif yöne dönmüştür. Firma iki casino işletmesinin brüt satışlarındaki artış eğiliminin başı çekmesiyle 2010/9 aylık döneminde %81 gibi yüksek bir artış yakalamış ve bunun neticesinde başarılı bir performans sergilemiştir.

İşletme Sermayesi Yönetimi ve Likidite

Firma'nın bilanço verileri üzerinden hesaplanan nakit döngüsü aşağıdaki tabloda verilmiştir:

Tablo 3.9 Yıllık bazda nakit döngüsü

Gün	2007	2008	2009	Ortalama	2009/9	2010/9
Alacak Tahsil Süresi	32	21	45	33	27	79
Stok Tutma Süresi	46	66	89	67	51	69
Satıcı Vadesi	115	79	37	77	55	88
Nakit Döngüsü	(37)	8	98		23	59

(Kaynak: Voyager)

Voyager, otel işletmesi olan Merit Crystal Cove Hotel'inin turistlerini getiren seyahat acenteleri ile 30-60 gün arası vade ile çalıştırmaktadır. ETS, Jolly Tur gibi yüksek turist getirebileceğini taahhüt edebilen Türk seyahat acentelerinin yanı sıra KKTC'li yerel ve uluslar arası seyahat acenteler ile de çalışan Firma otel işletmesinin oluşturduğu cironun %60'mı söz konusu acentelerden gelen turistlerden sağlamaktadır.

Firma borç ödeme hızında 2009 ve 2010 yıllarında gıda tedarikçilerine 60 gün, yatırım amacıyla mal/servis aldığı tedarikçilere ise 150 gün vade içinde borcunu ödemeye başlamıştır.

İncelemenin yapıldığı 2007-2010/9 dönemleri arasında Firma'nın operasyonel net işletme sermayesi alacak süresinin, borç ödeme süresinden az oluşu nedeniyle operasyonel işletme sermayesine ihtiyaç duymamıştır.

Aşağıdaki tablolarda Firma'nın yıllar itibarıyla ABD doları ve TL bazında Operasyonel Net İşletme Sermayesi (ONİS), ciroya oranı verilmiştir:

Tablo 3.10 Operasyonel Net İşletme Sermayesi İhtiyacı ve Fon Fazlası/İhtiyacı

	2007	2008	2009	2009/9	2010/9
ONİS (000 TL)	849	2.350	5.827	2.397	12.881
(000 \$)	733	1.544	3.918	1.623	8.924
ONİS/Ciro (%)	2	6	18	7	24

(Kaynak: Voyager)

Firma grup şirketlerinin vermiş olduğu borcu şirketin sermayesine katması nedeniyle 2009 yılından sonra Firma %104 seviyesinde bir cari orana sahip oluyor. 2010 yılının 9 aylık performansına baktığımızda ise %102 oranında oluyor.

Aktifler ve Finansman Yapısı

İncelenen son dönem olan 2010 yılının Eylül sonu itibarıyla Firma'nın aktif büyüklüğü ile 73,6 milyon ABD dolardır.

Firma'nın aktif yapısı incelenen dönemler itibarıyla %49-32 oranlarında seyreden dönen varlıklardan oluştuğu gözlenmektedir. Söz konusu değişim 2008 döneminde grup şirketlerinden alacakların sermayeye aktarılması ile %32 seviyesine kadar düşmüş iken, 2009 yılından itibaren çalışılan seyahat acentelerinin 45-60 günlük vade ile çalışması dönen/aktif oranını %47 seviyelerine çıkarmıştır.

Dönen varlıklarda 2007 yılında grup şirketlerinden alacaklar dönen varlıkların %73'ünü oluştururken, en son incelenen 2010 yılının 9 aylık döneminde acentelerden alacakların artışının etkisiyle ticari alacaklar dönen varlıkların %25'ini oluşturmaktadır.

Firma'nın maddi duran varlıkları ağırlıklı olarak, otel binası, çevre düzenlemeleri, kongre merkezi gibi arsa ve binaların etkili olduğu maddi duran varlıklardan oluşmaktadır. Diğer duran varlıkların tamamına yakını Afrodit Hotel projesinin başı çektiği görülmektedir. Mevcut Merit Crystal Cove Hotel'i için yapılan yatırımlardan oluşmaktadır.

Firma'nın pasif yapısının incelenen dönemleri itibarıyla, ağırlıklı işletme sermayesi ihtiyacı ve yapılan yatırımlar için kullanılan grup içi borçlardan ve

ticari borçlardan oluştuğu görülmektedir. Ticari borçların incelenen 2008 yılında artmasının nedeni, Lefkoşa'da grup şirketinin sahip olduğu 5 yıldızlı otelin casinosunun makine teçhizatlarının vadeli olarak Firma tarafından alınıp, sonrasında yine bir grup şirketi olan Net Turizm A.Ş.'ye satılmasıdır.

Firma'nın toplam finansal borçlarının yıllar itibarıyla detayı aşağıda verilmiştir.

Tablo 3.11 Firma'nın finansal borçlar detayı

(Bin ABD Doları)	2007	2008	2009	2009/9	2010/9
Kısa Vadeli Krediler	921	2.511	1.907	1.471	308
Uzun Vadeli Krediler	3.772	3.543	2.892	3.042	2.799
Toplam Finansal Borçlar	4.693	6.055	4.799	4.513	3.107

(Kaynak: Voyager)

Firma'nın son incelenen 2010 yılının 9 aylık dönemine baktığımızda kısa vadeli borçların toplam finansal borçlara oranının %10 seviyelerinde olduğu gözükmektedir. Firma'nın kısa vadeli kredilerde genelde taşıt kredilerinden oluşmaktadır. Uzun vadeli krediler yatırımlarında kullanmak adına KKTC Kalkınma Bankası'ndan kredi kullanmaktadır.

Firma'nın sermaye yapısına baktığımızda ise; Firma'nın 2009 yılında 50.6 milyon TL tutarında bir sermaye artırımını yaparak, 92 milyon TL ödenmiş sermayeye ulaşmasıyla, toplam borçlar/özsermaye oranının %13 seviyelerinde iken 2010 yılının 9 aylık döneminde bu oran %9 seviyesine gerilemiştir.

4. Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme

4.1 İNA Değerleme Yöntemi

Voyager Kıbrıs Ltd.'nin değer tespitine yönelik bu çalışmada kullanılan yöntemlerden biri, **İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA")** yöntemidir. Bu yönteme göre, ilk olarak Firma'nın gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı + amortisman) ile, vergi ödemelerinden ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Yıllar itibarıyla elde edileceği öngörülen nakit yaratımları, belirli bir oran üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmaktadır. İndirgeme oranı olarak kullanılan oranlar, özkaynak ve borçlanma maliyetlerinin ağırlıklandırılmış ortalamasını ifade eden ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir (Weighted Average Cost of Capital). Bunun sonucunda hesaplanan değer, finansal borçlar hariç değeri ifade eden firma değeri ve aktif değeri olarak da ifade edilen **Girişim Değeri'dir (Enterprise Value)**. Girişim Değerinden mevcut ise net finansal borçlar (finansal borçlar – hazır değerler) ve gerekli ise kıdem ve ihbar tazminatlarının çıkartılması, varsa iştiraklerin ya da operasyonel olmayan diğer varlıkların eklenmesi suretiyle hedeflenen **Özsermaye Değeri'ne (Equity Value)** ulaşılmaktadır.

4. 1 Varsayımlar

4.1.1. Merit Hotel Varsayımları

Gelirler

Merit Hotel'in inşa edildiği arsanın 49 yıllık kiralama süresi göz önüne alınarak, değerlendirme projeksiyonları 2045 yılı sonuna kadar uzatılmıştır. Bu süre zarfında Merit Hotel'in değeri hesaplanırken, yıllar itibarıyla 290 oda sayısı üzerinden ortalama %72 doluluk oranının gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Hotel gelirleri herşey dahil oda gelirlerinin yanı sıra, dışarıdan ziyaretçilerin yemek, içki, tüm müşteriler için herşey dahil dışında tutulan spa&masaj merkezi, organizasyonlar ve kongre merkezi aktiviteleri olmak üzere ek gelirlerden oluşmaktadır. Çalışmalarımızda yeralan ortalama yıllık herşey dahil otel konaklama ücreti 2010 yılı itibarıyla 115 ABD Doları olup, bu tutarın 10 senelik süre zarfında yıllık %3 oranında büyüyeceği ve takip eden senelerde sabitleneceği öngörülmüştür.

Model dahilinde Merit Hotel'e ilişkin herşey dahil haricinde tutulan ek gelirlerin, herşey dahil gelirlerin %20'si oranında gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Giderler

Mevcut gider kalemlerine ilişkin tarafımıza sunulan bütçe gerçekleştirme rakamları nezdinde gözden geçirilen finansalların, gerçekleşmesi beklenen toplam satış rakamlarına oranlanması sonucu gider projeksiyonları öngörülmüştür.

Satılan hizmet maliyeti, genel yönetim giderleri dahil toplam giderler içerisinde %53'lük bir paya sahip olup, toplam satışlar üzerinden ise %52'lik bir brüt kar marjı etkisi yaratmaktadır. Yiyecek içecek departmanı ve odalara ilişkin personel ve satılan mal maliyetlerini içeren bu gider kaleminin %76'lık kısmını yiyecek içecek departmanına ilişkin giderler oluşturmaktadır. İlk on yıl itibarıyla %3 oranında artan satış rakamlarına paralel olarak artması beklenen giderlerin ilerleyen senelerde de %52 sabit brüt kar marjı neticesinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Giderlerin diğer %47'lik kısmını genel yönetim giderleri oluşturmaktadır.

Bakım onarım giderleri, sigorta giderleri , kira ve satış&pazarlama giderlerinin %20'si Grand Casino Club Merit'e ait giderleri teşkil etmektedir. Bunun yanı sıra yine enerji giderlerinin %30'u Grand Casino Club Merit'e ait giderleri oluşturmaktadır. Genel yönetim giderlerinin kira geliri haricindeki kalemlerinin satışlar paralelinde ilk on yıl içerisinde %3 büyüyeceği daha sonra sabit bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. 2010 yılı itibarıyla yıllık bazda 134.284 ABD Doları olan giderinin yıllar itibarıyla 2020 sonrası da dahil olmak üzere %3 büyüyeceği öngörülmüştür.

Genel yönetim giderleri içerisinde başı çeken gider kalemleri ise %34'lük bir paya sahip olan personel giderleri ile %27'lik paya sahip enerji giderleridir. Bu giderlerden yıllar itibarıyla personel ücretlerinin toplam satışlara oranının %15, enerji giderlerinin toplam satışlara oranının ise %11 olması öngörülmüştür.

4.1.2. Afrodit Otel Varsayımları

Gelirler

Afrodit Otel'in inşa edildiği arsanın 49 yıllık kiralama süresi göz önüne alınarak, değerlendirme projeksiyonları 2052 yılı sonuna kadar uzatılmıştır. Operasyonlarına 2015 yılında başlaması hedeflenen Afrodit Otel bünyesinde bu süre zarfında yıllar itibarıyla 284 oda sayısı üzerinden ortalama %71 doluluk oranının gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Merit Hotel'de olduğu gibi toplam gelir kalemleri herşey dahil gelirler ve diğer gelirlerden oluşmaktadır. Çalışmalarımızda yer alan ortalama yıllık herşey dahil otel konaklama ücretinin 2015 yılı itibarıyla 150 ABD Doları olması, bu tutarın 10 senelik süre zarfında yıllık %3 oranında büyümesi, takip eden senelerde ise sabit şekilde devam etmesi öngörülmektedir.

Model dahilinde Merit Hotel'e ilişkin herşey dahil haricinde tutulan ek gelirlerin, herşey dahil gelirlerin %20'si kadar tutarda gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Giderler

Afrodit Otel bünyesindeki beklenen gider kalemlerininin 2015 ve sonrası yıllar itibarıyla gerçekleşmesi beklenen toplam satış rakamlarına oranlanması sonucu gider projeksiyonları gerçekleştirilmiştir.

Satılan hizmet maliyeti, genel yönetim giderleri dahil toplam giderler içerisinde %58'lik bir paya sahip olup, toplam satışlar üzerinde ise %55'lik bir brüt kar marjı etkisi yaratmaktadır.

Yiyecek içecek departmanı ve odalara ilişkin personel ve satılan mal maliyetlerini içeren bu gider kaleminin Merit Hotel için yapılan değerlendirmede varsayıldığı gibi %73'lük pay ile büyük çoğunluğunu yiyecek içecek departmanına ilişkin giderler teşkil etmektedir.

İlk on yıl itibarıyla %3 oranında artan satış rakamlarına paralel olarak artması beklenen giderlerin %55'lik brüt kar marjı ile gerçekleşmesi öngörülmektedir. Brüt kar marjının Merit Hotel ile mukayese edildiğinde bir miktar yüksek olmasının öngörülmesinin nedeni ise yiyecek içecek giderlerine ilişkin Merit Hotel ile müşterek kullanılacak masraf kalemleri neticesinde elde edilecek sinerji olacağı düşünülmektedir.

Bu sinerjinin daha çok toplam giderlerin geri kalan %42 lik kısmını içeren genel yönetim giderlerinde meydana gelmesi beklenmektedir.

Merit Hotel bünyesinde mevcut yönetsel kadrodan enerji giderlerine kadar birçok genel yönetim gideri kaleminin Afrodit Otel bazlı operasyonlara da katkısı neticesinde, Afrodit Otel bünyesinde %23'lik FVAÖK marjının gerçekleşmesi hedeflenmektedir. Bu rakam Merit Hotel bünyesinde yaklaşık %9 şeklinde öngörülmektedir.

Genel yönetim giderlerinin kira geliri haricinde ilk on yıl içerisinde %3 büyüyeceği daha sonra sabit bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. 2010 yılı itibarıyla yıllık bazda 134,867 ABD Doları olan giderinin yıllar itibarıyla 2020 sonrası da dahil olmak üzere %3 büyüyeceği öngörülmüştür.

Toplam satışlara oranı ortalama %14 olan personel giderleri ile, %9 olan enerji giderleri yine gibi başı çeken genel yönetim gideri kalemleri arasında yer almaktadır.

4.1.3. Merit ve Mercure Casino Varsayımları

Gelirler

Casino gelirleri Merit ve Mercure bünyesinde gerçekleşen oyun gelirlerinden oluşmaktadır. Geçmiş gerçekleşen gelir rakamları ışığında öngörülen projeksiyonlar neticesinde, özellikle 2010 yılında gerçekleştirilen çalışan

yapılandırması ve yabancı müşteri portföyünün genişlemesi ile yeni hedef turist pazarlarına penetre edilmiş olup, kongre merkezinde gerçekleştirilen turnuvaların da desteği ile gelir kaleminde belli başlı bir ivmelenme oluşması beklenmektedir. Bu öngörüler neticesinde her iki casino için ilk beş yıl %5 büyümesi öngörülen casino oyun gelirlerinin ilerleyen senelerde ulaşılan büyüme doygunluğu ile sırasıyla %3 ve de %1 büyüme kaydedeceği varsayımı modele dahil edilmiştir.

Giderler

Her iki casino için satılan hizmet maliyetinin toplam gelirlere oranının %12 olması öngörülmektedir.

Ancak Genel Yönetim giderleri bakımından bir takım farklılıklar söz konusudur. Merit Hotel bünyesindeki bakım onarım giderleri, sigorta giderleri, kira ve satış&pazarlama giderlerinin %20'si, ayrıca enerji giderlerinin %30'u casino giderlerini teşkil ettiği için Grand Casino Club Merit'e ilişkin FVAÖK marjları %40'lık yüksek bir oranda öngörülmektedir. Bunun yanısıra Voyager, Akfen GT'nin sahibi olduğu Mercure Casino için 3.000.000 Euro ile yıllık kira ödemekle yükümlüdür. İlk üç yılı tamamlanan ve de 2+5 yıl süresi bulunan kontratın ilerleyen senelerde her beş sene içerisinde ABD doları bazında %3'lük artışla devam etmesi öngörülmüştür.

Genel yönetim giderlerine ilişkin meydana gelen bu farklar nedeniyle ortalama FVAÖK marjının Grand Casino Club Merit bünyesinde %40 iken, Mercure Casino bünyesinde ise %28 şeklinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Her iki casino için genel yönetim giderleri içerisinde en büyük payın personel giderleri ve vergilerden meydana gelmesi öngörülmüştür. Personel giderlerinin toplam satışlara oranının Grand Casino Club Merit bünyesinde ortalama %32, Mercure Casino bünyesinde ise %27 olması öngörülmektedir. Casino'ya özgü gerçekleşmesi beklenen şans oyunları hizmet vergisi, stopaj, imtiyaz ve belediye eğlence vergisi gibi giderlerin toplam satışlara oranı Grand Casino Club Merit'de %4,4, Mercure Casino'da ise %3,6 olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.

4.1.4. Duty Free Varsayımları

Duty Free mağaza gelirleri tütün, içecek, kozmetik ve diğer ürünlerden meydana gelmektedir.

Gelir projeksiyonları, 2010 bütçe gerçekleşme rakamları nezdinde ortaya çıkarılan satış kırımının ilerleyen yıllarda %3 oranında büyümesi ve 10 yıl içerisinde sabitlenmesi öngörülerek meydana getirilmiştir.

Tütün ürünleri toplam satışların ortalama %44'ünü teşkil etmekte olup %54'lük brüt kar marjına sahiptir. Bunu %26'şarlık satış payları ile %51 ve %30 brüt kar marjına sahip kozmetik ve içecek ürünleri takip etmektedir.

Genel Yönetim giderleri içerisinde havaalanı vergisi %53, personel ücretleri ise %24'lük payı ile başı çekmektedir.

Genel Yönetim giderlerinin satış rakamlarının artışına paralel olarak 2020 yılına kadar %3 oranında büyümesi öngörülmektedir.

4.1.4. Konsolide Karlılık Varsayımları

Merit Hotel, Grand Casino Club Merit, Mercure Casino, Duty Free ve yapım aşamasında olan Afrodit Otel'in projeksiyonları konsolide olarak değerlendirildiğinde ortalama %72 brüt kar marjı ve de %26 FVAÖK marjının gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Yıllar itibarıyla toplam gelirlerin ortalama %57'sinin Mercure ve Grand Casino Club Merit gelirlerinde meydana gelmesi öngörülmektedir. Hotel geliri, Merit ve Afrodit Otel'i de kapsayarak hesaplanıldığında toplam satışların %37'sini oluşturmaktadır. Geri kalan %6'lık geir payının Duty Free nezdinde gerçekleştirileceği varsayımı öngörülmektedir.

4.1.5 Yatırım Projeksiyonları

Tablo 4.1 Yatırım Projeksiyonlar

Yatırım Harcamaları (ABD Doları)	2010	2011	2012	2013	2014
	Gerçekleşen	Öngörülen	Öngörülen	Öngörülen	Öngörülen
2010 Yatırımları	4.376.064				
2011 Yatırımları		1.500.000			
Afrodit Otel'e Yatırımları	3.650.000	960.801	23.025.926	18.654.083	5.737.798
Toplam	8.026.064	2.460.801	23.025.926	18.654.083	5.737.798

Firma'nın gerçekleştirmiş olduğu 2010 yatırımları, bina ve demirbaşların yanı sıra, casino genişletilmesi, plaj, oda ve spa renevasyonu ve iskele yapımından oluşmaktadır. Bunların yanısıra 2011 yılında yapılması planlanan 1,500,000

ABD Doları da oda renevasyonu, kral dairesi inşası ve Lefkoşa salonu inşaat yatırımlarını içermektedir.

Afrodıt Otel için gerçekleştirilmesi planlanan toplam 52 milyon ABD dolarının 2010 yılı itibarıyla 3,7 milyon dolarlık kısmı gerçekleştirilmiştir. Yatırıma ilişkin özet bilgi aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 4.2 Afrodıt Yatırımları

Yatırımlar ABD \$	2010 (Gerçekleşen)	2011	2012	2013	2014	Toplam
Bina İnşaat Giderleri	3.225.000	806.801	16.457.752	10.947.381	1.947.514	33.384.449
Zemin İzolasyonu	950.000	156.801	470.404			1.577.205
İnşaat İşleri	2.275.000	650.000	7.870.483	2.623.494		13.418.977
Elektrik			2.470.480	1.058.777		3.529.258
Mekanik			3.611.371	2.407.581		6.018.952
Teşrif İşleri			1.772.514	3.545.029	1.772.514	7.090.057
Ulaştırma İşleri			262.500	1.312.500	175.000	1.750.000
Makine Ve Teçhizat			886.198	2.461.198	225.000	3.572.396
Dekorasyon Ve Teçhizat			225.000	1.800.000	225.000	2.250.000
Makine			661.198	661.198		1.322.396
Diğer Harcamalar	425.000	154.000	5.681.975	5.245.504	3.565.284	15.071.763
Etüd-Proje Giderleri	160.000	104.000	936.000			1.200.000
Spa Yatırımı			640.000	1.920.000	640.000	3.200.000
Fiyat Artışları			823.921	823.921	823.921	2.471.763
İşletmeye Alma Giderleri					1.500.000	1.500.000
Öngörülme Giderler	90.000	50.000	477.000	333.000	250.000	1.200.000
Yasal Ödemeler			1.185.234	916.303	148.463	2.250.000
Nakliye - Gümrük	175.000		1.619.820	1.252.280	202.900	3.250.000
Toplam	3.650.000	960.801	23.025.926	18.654.083	5.737.798	52.028.609

Şirket yatırımlarının %50'sini yatırım indirimine tabi olup, yatırımın hizmete açılışını takip eden 10 sene içerisinde, yatırım tutarı kurumlar vergisi matrahından düşülmektedir.

4.1.6 Diğer Varsayımlar

Kurumlar Vergisi Varsayımları

Firma tarafından gerçekleştirilen ve hedeflenen yatırımların ilerleyen yıllara ilişkin indirim tutarları, öncelikle birikmiş zararların vergi matrahından düşülmesini takiben değerlendirilmektedir.

Firma'nın 2009 yılı itibarıyla Vergi Usul Kanunu'na göre kurumlar vergisi matrahından düşebileceği geçmiş yıllardan 39 milyon TL tutarında birikmiş

zararı bulunmaktadır. Firma'nın 2010'un yanısıra ilerleyen yıllarda gerçekleşmesi planlanan gelirleri dikkate alındığında 2014 yılında birikmiş geçmiş yıl zararlarının sona ereceği, bunu takiben faydalanılması öngörülen yatırım indirimlerinin kullanılmasının etkisi ile 2017 yılı itibarıyla KKTC'de geçerli olan vergi oranı olan %23,5 oranında kurumlar vergisi ödemeye başlayacağı hesaplanmıştır.

Amortisman

Firma'nın sabit kıymetlerinin amortisman süreleri, bina için 25 yıl, tesis makine için 10 yıl, taşıtlar için 5-7 yıl olarak öngörülmüştür.

İndirgeme Oranı

Otel, Casino ve Free Shop gelirlerinin yıllar itibarıyla yaratacağı öngörülen serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanmasında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) hesaplanmıştır. Söz konusu oranın hesaplanmasına ilişkin detay Ek:1'de verilmiştir.

İşletme Sermayesi Varsayımları

Firma'nın yıllar itibarıyla öngörülen çalışma sermayesi ihtiyacı, geçmiş yıllarda gerçekleşen ticari borç, ticari alacak ve stok kalemlerinin, satış ve satılan hizmet maliyetine oranlanması sonucu ortaya çıkan alacak borç ve stok devir günleri ile projekte edilmiştir. Buna göre ortalama alacak tahsilat süresinin 40 gün, ortalama borç ödeme süresinin 70 gün, stokta bekleme süresinin ise 75 gün olacağı varsayılmıştır. Büyüyen satış rakamlarına paralel olarak beliren çalışma sermayesi ihtiyacı, yıllar itibarıyla nakit akımlardan düşülmüştür.

4. 2 Projeksiyonlar

4.2.1 Voyager Kıbrıs Ltd. Karlılık Kırılımı

ABD \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Merit Hotel																					
Net Satışlar	10.559.617	10.876.406	11.202.698	11.538.779	11.884.942	12.241.490	12.608.735	12.986.997	13.376.607	13.777.905	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	
Satışların Maliyeti	5.042.496	5.193.771	5.349.584	5.510.071	5.675.373	5.845.634	6.021.004	6.201.634	6.387.683	6.579.313	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	
Brüt Kar Marjı %	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	
Brüt Kar	5.517.122	5.682.635	5.853.114	6.028.708	6.209.569	6.395.856	6.587.732	6.785.364	6.988.924	7.198.592	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	
Genel Yönetim Giderleri	4.489.481	4.624.165	4.762.890	4.905.777	5.052.950	5.204.539	5.360.675	5.521.495	5.687.140	5.857.754	6.033.487	6.038.901	6.044.477	6.050.221	6.056.137	6.062.230	6.068.507	6.074.971	6.081.630	6.088.488	
FVAÖK	1.027.641	1.058.470	1.090.224	1.122.931	1.156.619	1.191.317	1.227.057	1.263.868	1.301.784	1.340.838	1.381.063	1.375.649	1.370.073	1.364.329	1.358.413	1.352.319	1.346.043	1.339.579	1.332.920	1.326.062	
FVAÖK Marjı %	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	
Afrodite Hotel																					
Net Satışlar						13.298.315	13.697.265	14.108.183	14.531.428	14.967.371	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	
Satışların Maliyeti						5.917.751	6.095.283	6.278.142	6.466.486	6.660.481	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	
Brüt Kar Marjı %						55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	
Brüt Kar						7.380.565	7.601.982	7.830.041	8.064.942	8.306.891	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	
Genel Yönetim Giderleri						4.372.071	4.503.233	4.638.330	4.777.480	4.920.804	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	
FVAÖK						3.008.494	3.098.749	3.191.711	3.287.463	3.386.086	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	
FVAÖK Marjı %						23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	
Merit Casino																					
Net Satışlar	10.850.260	11.392.773	11.962.411	12.560.532	13.188.559	13.847.986	14.263.426	14.691.329	15.132.069	15.586.031	16.053.612	16.374.684	16.702.178	17.036.221	17.376.946	17.724.484	18.078.974	18.440.554	18.824.959	18.811.209	
Satışların Maliyeti	1.352.109	1.419.715	1.490.700	1.565.236	1.643.497	1.725.672	1.777.442	1.830.766	1.885.689	1.942.259	2.000.527	2.040.538	2.081.348	2.122.975	2.165.435	2.208.743	2.252.918	2.297.977	2.320.956	2.344.166	
Brüt Kar Marjı %	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	
Brüt Kar	9.498.150	9.973.058	10.471.711	10.995.296	11.545.061	12.122.314	12.485.984	12.860.563	13.246.380	13.643.772	14.053.085	14.334.146	14.620.829	14.913.246	15.211.511	15.515.741	15.826.056	16.142.577	16.304.003	16.467.043	
Genel Yönetim Giderleri	4.930.650	5.177.182	5.436.041	5.707.843	5.993.236	6.292.897	6.481.684	6.676.135	6.876.419	7.082.712	7.295.193	7.441.097	7.589.919	7.741.717	7.896.551	8.054.482	8.215.572	8.379.883	8.463.682	8.548.319	
FVAÖK	4.567.501	4.795.876	5.035.669	5.287.453	5.551.826	5.829.417	6.004.299	6.184.428	6.369.961	6.561.060	6.757.892	6.893.050	7.030.911	7.171.529	7.314.959	7.461.259	7.610.484	7.762.693	7.840.320	7.918.724	
FVAÖK Marjı %	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	
Mercure Casino																					
Net Satışlar	13.854.947	14.547.694	15.275.079	16.038.833	16.840.775	17.682.813	18.213.298	18.759.697	19.322.488	19.902.162	20.499.227	20.909.212	21.327.396	21.753.944	22.189.023	22.632.803	23.085.459	23.547.169	23.782.640	24.020.467	
Satışların Maliyeti	1.619.193	1.700.152	1.785.160	1.874.418	1.968.139	2.066.546	2.128.542	2.192.398	2.258.170	2.325.915	2.395.693	2.443.607	2.492.479	2.542.328	2.593.175	2.645.038	2.697.939	2.751.898	2.779.417	2.807.211	
Brüt Kar Marjı %	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	
Brüt Kar	12.235.754	12.847.542	13.489.919	14.164.415	14.872.636	15.616.268	16.084.756	16.567.299	17.064.317	17.576.247	18.103.534	18.465.605	18.834.917	19.211.616	19.595.848	19.987.765	20.387.520	20.795.270	21.003.223	21.213.255	
Genel Yönetim Giderleri	9.395.558	9.661.028	9.939.772	10.355.038	10.662.353	10.985.034	11.188.323	11.397.710	11.739.642	12.091.831	12.454.586	12.749.667	13.052.030	13.215.489	13.382.218	13.552.281	13.725.745	14.049.050	14.139.286	14.230.425	
FVAÖK	2.840.197	3.186.514	3.550.147	3.809.378	4.210.283	4.631.234	4.896.433	5.169.588	5.324.676	5.484.416	5.648.949	5.715.938	5.782.887	5.996.126	6.213.630	6.435.484	6.661.776	6.746.220	6.863.937	6.982.831	
FVAÖK Marjı %	20%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	28%	28%	27%	27%	27%	28%	28%	28%	29%	29%	29%	29%	
Duty Free																					
Net Satışlar	3.070.104	3.162.207	3.257.073	3.354.786	3.455.429	3.559.092	3.665.865	3.775.841	3.889.116	4.005.789	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	
Satışların Maliyeti	1.969.420	2.028.502	2.089.357	2.152.038	2.216.599	2.283.097	2.351.590	2.422.138	2.494.802	2.569.646	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	
Brüt Kar Marjı %	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	
Brüt Kar	1.100.684	1.133.705	1.167.716	1.202.748	1.238.830	1.275.995	1.314.275	1.353.703	1.394.314	1.436.143	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	
Genel Yönetim Giderleri	540.093	556.296	572.985	590.174	607.880	626.116	644.900	664.247	684.174	704.699	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	
FVAÖK	560.591	577.409	594.731	612.573	630.950	649.879	669.375	689.456	710.140	731.444	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	
FVAÖK Marjı %	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	

4.2.1 Voyager Kıbrıs Ltd. Karlılık Kırılımı – Devamı

ABD \$	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Merit Hotel	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242
Net Satışlar	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242	14.191.242
Satışların Maliyeti	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693	6.776.693
Brüt Kar Marjı %	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%
Brüt Kar	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550	7.414.550
Genel Yönetim Giderleri	6.095.552	6.102.828	6.110.322	6.118.042	6.125.992	6.134.181	6.142.616	6.151.304	6.160.253	6.169.470	6.178.963	6.188.741	6.198.813	6.209.187	6.219.872	6.230.877
FVAÖK	1.318.998	1.311.722	1.304.227	1.296.508	1.288.558	1.280.369	1.271.934	1.263.246	1.254.297	1.245.080	1.235.587	1.225.809	1.215.737	1.205.363	1.194.678	1.183.673
FVAÖK Marjı %	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	8%	8%	8%
Afrodite Hotel	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392
Net Satışlar	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392	15.416.392
Satışların Maliyeti	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295	6.860.295
Brüt Kar Marjı %	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Brüt Kar	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097	8.556.097
Genel Yönetim Giderleri	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428	5.068.428
FVAÖK	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669	3.487.669
FVAÖK Marjı %	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Merit Casino	18.999.321	19.189.314	19.381.207	19.575.019	19.770.769	19.968.477	20.168.162	20.369.844	20.573.542	20.779.277	20.987.070	21.196.941	21.408.910	21.622.999	21.839.229	22.057.622
Net Satışlar	18.999.321	19.189.314	19.381.207	19.575.019	19.770.769	19.968.477	20.168.162	20.369.844	20.573.542	20.779.277	20.987.070	21.196.941	21.408.910	21.622.999	21.839.229	22.057.622
Satışların Maliyeti	2.367.608	2.391.284	2.415.197	2.439.349	2.463.742	2.488.379	2.513.263	2.538.396	2.563.780	2.589.418	2.615.312	2.641.465	2.667.880	2.694.558	2.721.504	2.748.719
Brüt Kar Marjı %	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
Brüt Kar	16.631.713	16.798.030	16.966.011	17.135.671	17.307.027	17.480.098	17.654.899	17.831.448	18.009.762	18.189.860	18.371.758	18.555.476	18.741.031	18.928.441	19.117.725	19.308.903
Genel Yönetim Giderleri	8.633.802	8.720.140	8.807.342	8.895.415	8.984.369	9.074.213	9.164.955	9.256.605	9.349.171	9.442.662	9.537.089	9.632.460	9.728.785	9.826.072	9.924.333	10.023.576
FVAÖK	7.997.911	8.077.890	8.158.669	8.240.256	8.322.658	8.405.885	8.489.944	8.574.843	8.660.591	8.747.197	8.834.669	8.923.016	9.012.246	9.102.369	9.193.392	9.285.326
FVAÖK Marjı %	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%
Mercury Casino	24.260.671	24.503.278	24.748.311	24.995.794	25.245.752	25.498.209	25.753.191	26.010.723	26.270.831	26.533.539	26.798.874	27.066.863	27.337.532	27.610.907	27.887.016	28.165.886
Net Satışlar	24.260.671	24.503.278	24.748.311	24.995.794	25.245.752	25.498.209	25.753.191	26.010.723	26.270.831	26.533.539	26.798.874	27.066.863	27.337.532	27.610.907	27.887.016	28.165.886
Satışların Maliyeti	2.835.283	2.863.636	2.892.272	2.921.195	2.950.407	2.979.911	3.009.710	3.039.807	3.070.205	3.100.908	3.131.917	3.163.236	3.194.868	3.226.817	3.259.085	3.291.676
Brüt Kar Marjı %	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
Brüt Kar	21.425.388	21.639.642	21.856.038	22.074.599	22.295.345	22.518.298	22.743.481	22.970.916	23.200.625	23.432.631	23.666.958	23.903.627	24.142.663	24.384.090	24.627.931	24.874.210
Genel Yönetim Giderleri	14.322.474	14.415.445	14.660.108	14.754.947	14.850.734	14.947.480	15.045.192	15.299.168	15.398.845	15.499.519	15.601.199	15.703.896	15.967.565	16.072.326	16.178.135	16.285.002
FVAÖK	7.102.914	7.224.197	7.195.930	7.319.652	7.444.610	7.570.819	7.698.289	7.826.747	7.956.113	8.085.487	8.214.861	8.344.235	8.473.609	8.602.983	8.732.357	8.861.731
FVAÖK Marjı %	29%	29%	29%	29%	29%	30%	30%	29%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	31%	31%
Duty Free	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963
Net Satışlar	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963	4.125.963
Satışların Maliyeti	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735	2.646.735
Brüt Kar Marjı %	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
Brüt Kar	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228	1.479.228
Genel Yönetim Giderleri	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840	725.840
FVAÖK	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388	753.388
FVAÖK Marjı %	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%

4.2.2 Voyager Kıbrıs Ltd. Konsolide Projeksiyonlar

Konsolide (ABD \$)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Net Satışlar	38.334.928	39.979.080	41.697.262	43.492.929	45.369.705	60.629.698	62.448.589	64.322.046	66.251.708	68.239.259	70.286.437	71.017.493	71.763.171	72.523.763	73.299.566	74.090.886	74.898.031	75.721.320	76.141.197	76.565.273	76.993.590	77.426.190	
Satışların Maliyeti	9.983.217	10.342.140	10.714.801	11.101.763	11.503.609	17.838.700	18.373.861	18.925.077	19.492.829	20.077.614	20.679.943	20.767.867	20.857.550	20.949.026	21.042.332	21.137.505	21.234.580	21.333.597	21.384.096	21.435.100	21.486.614	21.538.643	
Brüt Kar Marjı %	74%	74%	74%	74%	75%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	
Genel Yönetim Giderleri	28.351.711	29.636.940	30.982.460	32.391.167	33.866.096	42.790.998	44.074.727	45.396.969	46.758.878	48.161.645	49.606.494	50.249.626	50.905.622	51.574.736	52.257.234	52.953.381	53.663.451	54.387.722	54.757.101	55.130.173	55.506.976	55.887.547	
FVAÖK	8.995.929	9.618.269	10.270.772	10.832.334	11.549.678	15.310.341	15.895.913	16.499.053	16.994.024	17.503.845	18.028.960	18.225.693	18.424.927	18.773.041	19.128.059	19.490.119	19.859.359	20.089.549	20.278.234	20.468.673	20.660.879	20.854.866	
FVAÖK Marjı %	23%	24%	25%	25%	25%	25%	25%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	
Vergi								1.089.705	2.932.118	3.052.111	3.185.500	3.265.254	3.466.426	3.729.340	3.901.841	3.986.925	4.073.696	4.171.440	4.334.427	4.379.180	4.447.379	4.528.040	
Yatırımlar	8.026.064	2.460.801	23.025.926	18.654.083	5.737.798	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379
İşletme Sermayesindeki Değ	373.896	186.513	194.952	203.786	213.034	1.680.601	204.014	210.135	216.439	222.932	229.620	84.136	85.819	87.535	89.286	91.072	92.893	94.751	48.323	48.806	49.294	49.787	
Konsolide Nakit Akım	595.969	6.970.954	-12.950.106	-8.025.535	5.598.845	13.038.361	15.100.520	14.607.834	13.254.089	13.637.424	14.022.462	14.284.925	14.281.304	14.364.787	14.545.554	14.820.744	15.101.391	15.231.979	15.304.106	15.449.308	15.572.827	15.685.660	
Konsolide (ABD \$)	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052		
Net Satışlar	77.863.116	78.304.411	78.750.119	79.200.284	79.654.951	80.114.165	80.577.970	81.046.414	81.519.542	81.997.402	82.480.040	82.967.504	83.459.843	83.957.106	47.989.900	48.274.376	48.561.696	48.851.889	49.144.985	49.441.011	49.739.998		
Satışların Maliyeti	21.591.192	21.644.267	21.697.872	21.752.013	21.806.696	21.861.926	21.917.708	21.974.048	22.030.951	22.088.424	22.146.471	22.205.098	22.264.312	22.324.118	12.831.623	12.864.869	12.898.447	12.932.361	12.966.615	13.001.210	13.036.152		
Brüt Kar Marjı %	72%	72%	72%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	74%	74%	74%	74%		
Genel Yönetim Giderleri	56.271.924	56.660.144	57.052.247	57.448.271	57.848.255	58.252.239	58.660.262	59.072.366	59.488.591	59.908.978	60.333.569	60.762.406	61.195.531	61.632.988	35.158.277	35.409.507	35.663.249	35.919.528	36.178.370	36.439.801	36.703.845		
FVAÖK	35.372.041	35.562.672	35.755.364	35.950.142	36.147.032	36.501.346	36.702.537	36.905.919	37.111.519	37.319.365	37.689.431	37.901.853	38.116.608	38.333.724	22.187.206	22.460.964	22.571.069	22.682.275	22.794.593	22.908.035	23.192.296		
FVAÖK Marjı %	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	28%	27%	28%	28%	28%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%		
Vergi	4.549.099	4.595.532	4.642.394	4.720.002	4.823.872	4.990.248	5.141.759	5.209.115	5.258.612	5.308.559	5.321.373	5.372.230	5.423.547	5.475.327	3.048.202	3.042.908	3.076.662	3.110.754	3.145.188	3.179.965	3.175.214		
Yatırımlar	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	591.379	
İşletme Sermayesindeki Değ	50.285	50.788	51.296	51.809	52.327	52.850	53.379	53.913	54.452	54.996	55.546	56.102	56.663	57.229	57.229	57.229	57.229	57.229	57.229	57.229	57.229	57.229	
Konsolide Nakit Akım	15.709.121	15.859.773	16.011.815	16.134.939	16.233.645	16.116.416	16.171.209	16.312.041	16.472.630	16.634.679	16.675.841	16.840.843	17.007.335	17.175.329	9.274.262	9.257.028	9.366.910	9.477.891	9.589.982	9.703.193	9.687.727		

4.3 İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme

Voyager Kıbrıs Ltd.'nin değerinin hesaplanmasında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem, Firma'nın gelecekte sağlayacağı serbest nakit akımlarının, Firma'nın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak bugünkü değerinin bulunması esasına dayanmaktadır. Bu yöntemle göre nakit akımlarının bugünkü değeri Firma'nın "Girişim Değeri"ni vermekte, daha sonra net finansal borçlar düşülerek özsermaye değerine ulaşılmaktadır.

Firma yetkililerinin bilgisi dahilinde Voyager'in %50 iştiraki olan Mare Monte Hotel ve Casino projesinin ayrıca bir değerlemeye tabi tutulmadan, 2,4 milyon TL'lik defter değerleri üzerinden İNA sonucu elde edilen girişim değerine dahil edilmiştir.

Yapılan analizler sonucunda, Voyager'in İNA yöntemine göre hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

Tablo 4.3: 29.12. 2010 İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu

	(Bin TL)
29.12.2010 İtibarıyla Girişim Değeri	131,848
(-) Finansal Borçlar	4,497
(+) Likit Değerler ⁷	8,075
29.12.2009 İtibarıyla Özsermaye Değeri	135,426

Firma'nın nakit akımlarının yıllar itibarıyla ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenmesi sonucunda 29 Aralık 2010 itibari ile **firma değeri 132 milyon TL (86 milyon ABD Doları)** olarak hesaplanmaktadır.

Firma'nın 29 Aralık 2010 itibarıyla hesaplanan firma değerinden net finansal borç tutarının çıkarılması hazır değerlerin eklenmesi neticesinde özsermaye değeri **135 milyon TL (88 milyon ABD Doları)** olarak hesaplanmaktadır.

⁷ Likit Değerler 29.12.2010'da mevcut hesap bakiyelerini içermektedir.

5.1. Net Aktif Değerleme Yöntemi

5.1.1 Net Aktif Değer Yöntemi ile Değerleme

Net Aktif Değer (“NAD”) yöntemine göre bir firma gelecekteki nakit akımı yaratma kapasitesinden bağımsız olarak, mülkiyetinde bulunan tüm mevcut varlıklara bağlı olarak değerlendirilir. Bu kapsamda, ilk adımda ilgili varlıkların piyasa değerlerinin belirlenmesi amaçlanır. Bunu takiben firmanın borç yükümlülüklerinin piyasa değeri, varlık değerinden çıkartılır ve söz konusu firmanın “düzeltilmiş defter değeri” belirlenir.

Varlığın yapısından–maddi, maddi olmayan, duran, dönen vb.- bağımsız olarak; tüm varlıkların piyasa değerleri, tüm borç/yükümlülükler ile alacakların reel değerleri NAD yöntemine göre hesaba katılır. Söz konusu değerlendirme yöntemi firmanın değerlemesinde maliyet bazlı olan defter değeri yerine piyasa koşullarında oluşan değerlere dayandığından göreceli olarak daha güvenilir ve kabul gören bir yöntemdir.

5.2 Varsayımlar

NAD yöntemi ile Firma değerinin tespitinde, 30 Eylül 2010 tarihli finansal tabloları baz alınmıştır.

NAD yöntemi ile Firma Değerinin hesaplanmasında Firmanın mülkiyetindeki gayrimenkullerin TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından 29 Aralık 2010 tarihinde hazırlanan ekspertiz raporlarındaki değerler göz önünde bulundurulmuştur.

Rapora konu olan Firmanın, 2010 yılı Eylül ayı bilançosunda yer alan diğer bütün kalemlerinin reel değerleri yansıttığı varsayılmıştır.

Firma yetkililerinin bilgisi dahilinde Voyager'in iştiraki olan Mare Monte ayrıca bir değerlemeye tabi tutulmadan, defter değerleri üzerinden hesaplamaya dahil edilmiştir.

5.3 Net Aktif Değerleme Sonucu

TSKB Gayrimenkul Değerleme tarafından hazırlanan ekspertiz raporlarına göre Firmanın gayrimenkullerinin adil piyasa değerleri tespit edilmiştir. Merit Hotel'in "adil piyasa değeri" 117.359.798 TL (76.128.567 ABD Doları), Afrodit Otel'in "adil piyasa değeri" 29.267.172 TL (18.984.933 ABD Doları) olarak belirlenmiştir.

Diğer maddi duran varlık kalemlerinde bir değerlendirme yapılmamıştır.

Voyager'in bilançosundaki bina değeri yerine, sözkonusu gayrimenkuller için TSKB Gayrimenkul Değerleme tarafından hazırlanan ekspertiz raporlarında hesaplanan toplam "adil piyasa değer"leri 117.359.798 TL kaydedilmiştir. Yapılmakta olan yatırımlar ise Afrodit Otel nezdinde yapılan yeniden değerlendirme çalışması ile gelen 22.544.272 TL'lik artış ile 33.890.587 olarak kaydedilmiştir. Bu yeni değer Firmanın aktifleri ve pasifleri arasında 111.311.700 TL'lik bir fark doğmasına yol açmıştır.

Aşağıda yer alan revize bilançodaki aktifler tarafında da görüldüğü üzere defter değeriyle kayıtlı binalar ve yapılmakta olan yatırımlar hesabındaki varlıkların güncel piyasa değerinin kaydedilmesi bilançodaki farkın nedenidir.

bin TL	2007	2008	2009	2009/9	2010/12
Hazır Değerler	3.803	(13.933)	1.031	(299)	9.451
Menkul Kıymetler	-	-	-	-	-
Ticari Alacaklar (net)	3.133	2.411	4.010	2.478	11.973
Grup İçi Alacaklar	33.070	17.888	10.095	23.692	10.926
İlkmadde, Malzeme Stokları	1.603	1.648	1.762	1.740	2.235
Y.Mamul Stokları	-	-	-	-	-
Mamul Stokları	-	-	-	-	-
Diğer Stoklar	1.291	1.084	1.024	1.060	2.592
Diğer Alacaklar	-	-	-	(3)	-
Diğer Dönen Varlıklar	1.732	3.109	4.549	6.467	8.313
Toplam Dönen Varlıklar	44.633	12.209	22.471	35.136	45.490
Finansal Duran Varlıklar	-	-	2.395	2.395	2.395
Maddi Duran Varlıklar (net)	40.923	41.309	39.214	41.361	130.631
Arsa-Bina	37.398	37.504	39.341	37.504	117.359
Makine Tesisat	562	1.198	1.256	1.248	1.405
Diğer Sabit Kıymetler	17.652	21.043	20.884	20.891	22.738
Birikmiş amortismanlar	(14.688)	(18.436)	(22.267)	(18.282)	(10.871)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	5.232	8.189	5.401	7.237	33.891
Maddi Olmayan Dur. Var. (net)	106	91	77	82	151
Brüt Madd. Olmayan DV	145	145	145	134	216
Birikmiş amortismanlar	(40)	(54)	(69)	(52)	(65)
Ortaklardan Alacaklar (Net)	-	-	-	-	-
Grup İçi Alacaklar	-	-	-	-	-
Diğer	850	8.115	1.162	248	577
Toplam Duran Varlıklar	47.111	57.704	48.249	51.323	167.645
AKTİF TOPLAMI	91.744	69.913	70.720	86.459	213.134
Kısa Vadeli Banka Kredileri	1.067	3.822	2.837	2.172	444
Anapara Taksitleri	-	-	-	-	-
Ticari Borçlar	5.028	2.753	925	2.795	3.889
Grup İçi Borçlar	37.038	47.979	16.160	23.751	38.871
Müşteri Avansları	150	41	45	87	31
Ödenecek Vergi	-	-	-	-	-
Ödenecek Temettü	-	-	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	17.763	1.768	1.588	984	1.208
Toplam Kısa Vadeli Borçlar	61.046	56.362	21.554	29.790	44.443
TSKB Kredileri	-	-	-	-	-
Diğer Finansal Borçlar	4.373	5.392	4.301	4.494	4.040
Kıdem Tazminat Karşılığı	-	-	-	-	-
Ortaklara Borçlar (Net)	-	-	-	-	-
Grup İçi Borçlar	-	-	-	-	-
Diğer	-	-	-	-	1.481
Toplam Uzun Vadeli Borçlar	4.373	5.392	4.301	4.494	5.521
Ödenmiş Sermaye	41.376	41.376	92.000	92.000	92.000
MDV Yeniden Değerleme Artışı	-	-	-	-	111.312
Kâr Yedekleri	(15.736)	(15.326)	(33.218)	(33.219)	(47.135)
Dönem Kar / Zararı	685	(17.892)	(13.916)	(6.606)	6.993
Diğer Fonlar	-	-	-	-	-
Toplam Özsermaye	26.325	8.158	44.866	52.176	163.170
PASİF TOPLAMI	91.744	69.913	70.720	86.459	213.134

Bu revizyon ile bilançoda aktif ile pasif arasında oluşan farklılığı gidermek amacıyla maddi duran varlıkların değerlemesi sonucu ortaya çıkan fark, gayrinakdi bir sermaye artırımını şeklinde duran varlıklardaki değer artışı altında muhasebeleştirilerek özsermayeye dahil edilmiştir.

NAD yöntemini uygulamanın başka bir yolu tüm varlıkların toplam brüt değerlerini bulmak ve bu değerden Firmanın bilançoda yer alan yükümlülüklerini çıkartmaktır. Bu yükümlülükler bilançoda yer alan yükümlülüklere ek olarak finansal tablolarda karşılık ayrılmaması ihtimali göz önünde bulundurularak dikkate alınan kıdem tazminatlarını içermektedir.

NAD hesaplama yöntemi kullanıldığında Eylül 2010 verilerine göre Firma'nın Net Aktif Değeri (düzeltilmiş özsermaye değeri) 163.170.000 TL olarak belirlenmiştir (29 Aralık 2010 tarihi itibarıyla 105,844,000 ABD Doları).

Tablo 5.1: 29.12. 2010 Net Aktif Değer Hesaplaması

(TL)	29/12/2010
+ Likit Değerler (Kasa-Banka, Menkul Kıymetler)	9.450.000
+ Ticari Alacaklar	11.973.000
+ Diğer Cari Varlıklar	24.066.000
= Toplam Dönen Varlıklar	45.490.000
+ Sabit Kıymetler (Ekspertizi Yapılan Gayrimenkuller)	164.522.000
+ Finansal Varlıklar	2.395.000
+ Diğer Sabit Kıymetler	151.000
+ Diğer Duran Varlıklar	577.000
= Varlıkların Brüt Değeri	213.135.000
- Kıdem Tazminatı Yükümlülükleri	0
- Diğer Yükümlülükler	49,965,000
= Net Aktif Değer	163.170.000

6 Değerleme Sonuçları Hakkında Görüş

Voyager, KKTC’de sahip olduğu Merit Hotel ve Casino, Ercan Havaalanı’nda bulunan Duty Free ve inşaat aşamasında olan Afrodit Otel’in yanısıra işletmeci konumunda bulunduğu Mercure Casino’su kapsamında faaliyetlerini sürdürmektedir.

Şirketin özsermaye değeri, tarafımızdan net aktif değerlendirme yöntemi ve indirgenmiş nakit akım yöntemi ile hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre hesaplanan özsermaye değeri ve Varlıkların Net Aktif Değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 6.1: Voyager Özsermaye Değerler Özet Tablosu

	(Bin TL)
İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Girişim Özsermaye	135.426
Voyager’e Konu Hak ve Varlıkların Net Aktif Değeri	163.170

Tarafımızca yapılan değerlendirme neticesinde, Firma’nın ileriye yönelik muhafazakar varsayımlar üzerine kurulu iş planları dikkate alındığında, en uygun değerlendirme yönteminin İNA yöntemi olduğu ve bu yöntem baz alınarak hesaplanan değerlerin adil piyasa değerini yansıttığı uygun görülmüştür.

Yapılan çalışma kapsamında Firma’nın Özsermaye değerinin **135 milyon TL (88 milyon ABD Doları)** olacağı düşünülmektedir.

4. Ekler

-Ek:1 İndirgeme Oranı Hesabı

İndirgenmiş nakit akımı yönteminde kullanılan indirgeme katsayısının hesaplanmasında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC - Weighted Average Cost of Capital) yöntemi kullanılmıştır. Söz konusu yöntemin matematiksel ifadesi aşağıdaki gibidir;

$$\text{WACC} = (\text{Borç}/(\text{Borç}+\text{Özsermaye}) \times \text{Borç maliyeti} \times (1-t) + (\text{Özsermaye}/(\text{Borç}+\text{Özsermaye}) \times \text{Özsermaye maliyeti}$$

Firma'nın borç-özsermaye dengesinin, Firma için yapılan mali projeksiyon, mevcut kredi ödeme planları ve geleceğe yönelik hesaplanan finansman ihtiyacı dikkate alınarak ilerleyen senelerde %5 borç –%95 olacağı öngörülmüştür.

Firma'nın borçlanma maliyetinin mevcut piyasa şartları ve Firma'nın ABD Doları ve TL cinsinden borçluluk yapısı dikkate alınarak ve ağırlıklı olarak Kalkınma Bankası kredilerinden faydalandığı düşünülerek ortalama % 2 düzeyinde olacağı öngörülmüştür.

Formülde t ile ifade edilen Kurumlar Vergisi oranı %23,5'dir.

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında klasik Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli olan (CAPM – Capital Asset Pricing Model) kullanılmıştır.

Matematiksel ifadesi $K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ olan CAPM Modeline R_f olarak T.C. Hazinesinin çıkarmış olduğu 30 yıllık vadeli ABD Doları cinsi Eurobond getirisi olan %5,98 dahil edilmiştir.

CAPM Modeli'nin piyasa risk primi olarak ifade edilen $(R_m - R_f)$ bileşeni için %5 oranı kabul edilmiştir.

Model dahilinde Voyager'in betası 1 olarak hesaplanmıştır.

Bu veriler neticesinde ortaya çıkan ortalama sermaye maliyeti indirgeme oranı %10,5 olarak varsayılmıştır.

-Ek:2 Ekspertiz Raporları
