

Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı JSC Değerleme Raporu



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

**Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe
Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17
34732 Kadıköy İstanbul
Tel: 0216 444 1 263**

19/02/2026

Rapor Bilgileri

- a) Raporun Tarihi: 19 Şubat 2026
- b) Raporun Türü: Şirket Değerleme Raporu
- c) Değerleme Para Birimi: Gürcistan Lari
- d) Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve Adresi: Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy İstanbul.
- e) Değerlemeyi Gerçekleştiren Kişi: Rapora konu varlığın değerlemesi Bizim Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Yönetmeni İlker Şahin tarafından yapılmıştır. SPL Sicil numarası 31839 olan İlker Şahin 211071 numaralı Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip olmakla beraber türev ürünler lisansı almaya da hak kazanmıştır.
- f) Müşteri: Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Avrasya GYO), 1996 yılında kurulmuş olup resmi tebligat adresi 1. Levent, Büyükdere Cad. No: 171 Metrocity A Blok Kat:17 Şişli/İstanbul'dur.
- g) Değerlemeyi Yapanın Değerlemeye Konu Varlık ve Müşteri İle Olan İlişkisi: Bizim Menkul Değerler A.Ş. ile Avrasya GYO arasında sermaye ilişkisi bulunmamaktadır. Son 3 yılda BMD tarafından Avrasya GYO'ya değerlendirme hizmeti verilmiştir.
- Değerlemeye konu olan Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı JSC ile BMD arasında sermaye ilişkisi bulunmamaktadır. Son 3 yılda BMD tarafından Şirket'e herhangi bir hizmet verilmemiştir.
- h) Değerleme Tarihi: 17 Şubat 2026
- i) Dayanak Sözleşme Tarihi: 6 Şubat 2026

BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merdivenköy Mah. Bora Sok. Nida Kule Göztepe İş Merkezi
No: 1 Kat: 17 Kadıköy / İSTANBUL
Tel: 0216 647 13 00 Fax: 0216 647 13 99
Anadolu Kurumlar V.D. 621 000 000
Tic. Sic. No: 267149
www.bmd.com.tr

Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye, İstanbul, Türkiye

Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı JSC ("Joy Hotel" veya "Şirket") değerini içeren "Değerleme Raporu" çalışmamızı tamamlamış bulunmaktayız. Bu değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak beyan ederiz.

Bu değerleme çalışması Müşteri'nin talebi doğrultusunda gerçekleştirilmiştir.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır. Bilerek aldatici, hatalı, ön yargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır. Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür. Değerleme çalışması bağımsızlık ve objektiflik ilkelerine bağlı kalınarak kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir. Değerleme ücreti, değerleme çalışmasının tamamlanmasından önce tespit edilmiş olup değerleme çalışmasının sonucuna veya raporun herhangi bir kısmına hiçbir şekilde bağlı değildir.

Bu değerleme çalışması kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya SPK'nın ilgili tebliği gereğince raporun sonuçlarına ihtiyaç duyan kurumlar haricinde başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır.

Finansal Değerlemesi yapılan şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergi ile ilgili bir durum tespiti yapılmamıştır. Burada ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir. Değerlemesi yapılan şirketin aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapılmamış olup bu konuda herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Bu çalışmada şirket için bulunan değer alım veya satım fiyatı olarak da esas teşkil etmemektedir ve etmemelidir. Buna ilave olarak; bulunan değer üzerinden alım-satım işlemi yapılması ve/veya işlemin teminatlandırılması, bu çalışmaya dâhil edilmemiş olan birçok faktörün de göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir. Bizim Menkul Değerler A.Ş. alım-satım ve/veya teminatlandırma işlemlerinde herhangi bir yükümlülük veya sorumluluk kabul etmemektedir ve etmeyecektir.

Bu değerleme çalışmasında Şirket yetkililerinin tarafımıza iletmış olduğu verilerden, projeksiyonlardan ve raporlardan yararlanılmıştır. Şirketimiz, bu bilgilerin makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşamamıştır. Bununla birlikte elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğruluğuna güvenmiş olup; bu bilgilerin doğruluğu konusunda şirketimiz veya çalışanları tarafından herhangi bir beyan verilmemiştir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk da kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına Şirket yetkililerinin tarafımıza iletmış olduğu veriler dışında BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu değerleme çalışması, Şirket yetkililerinin sağladığı projeksiyonları baz alarak Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin sahip olabileceği piyasa değeri hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin makul olması veya başarısı konusunda hiçbir beyan verilmemiştir ve verilmeyecektir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir. Şirket'in yatırım sürecinde olması ve geçmişte faaliyetinin bulunmaması nedeniyle projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akışlarının ve diğer finansal verilerin makul bir geçmiş dönemde gerçekleşen ilgili nakit akışları ve diğer finansal verileri ile uyumlu, tutarlı ve bu veriler çerçevesinde öngörülebilir olduğuna dair BMD tarafından beyan verilememektedir. Bu değerleme çalışmasının kullanılması sonucunda doğabilecek olan doğrudan veya dolaylı zararlardan şirketimiz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır. Bu rapor, değerlemesi yapılan şirket ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.

Bu değerleme çalışmasında Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer metodu kullanılmıştır.

BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Merdivenköy Mah. Bora Sok. Nida Kulo Gözleme İş Mrk.:

No: 1 Kat: 17 Kadıköy / İSTANBUL

Tel: 0212 647 13 00 Fax: 0212 647 13 99 99

Anadolu Kurumlar V.D. 624 000 / 406

Tic. Sic. No: 267149

www.bmd.com.tr



1. Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer

Şirket'in varlıklarının gerçek değeri ile yükümlülüklerinin gerçek değeri arasındaki farka eşit olan "Net Aktif Değer Yöntemi" (NAD) ile hesaplama yapılmıştır. Hesaplama 31.12.2025 tarihli bilanço verileri kullanılmıştır.

Ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, gelir tahakkukları ve diğer dönen varlıkların kayıtlı değeri rayiç değer olarak kabul edilmiş, herhangi bir iskonto uygulanmamıştır.

Maddi duran varlıklar altında yer alan binalar hesabına kayıtlı Gürcistan ülkesi, Acara özerk Cumhuriyeti, Batum Şehri, Khimshiasvili Mahallesi, 10.277 m² yüzölçümlü A1 ve A2 blokta toplam 108 adet bağımsız bölümün rayiç değeri Ek5'de yer alan D Taşınmaz Değerleme ve Danışmanlık A.Ş tarafından hazırlanan 30 Kasım 2025 tarihli ekspertiz raporunda yer alan 7.470.000 dolar değer ekspertiz raporunda belirtilen değerleme tarihi olan 17 Kasım 2025 tarihindeki USD/GEL kuru olan 2,70 baz alınarak 20.169.000 Lari olarak kabul edilmiştir. Demirbaşların kayıtlı değeri rayiç değer olarak kabul edilmiştir.

Maddi olmayan duran varlıklar hesabının rayiç değeri 0 kabul edilmiştir.

Kısa vadeli yabancı kaynakların rayiç değerlerinin kayıtlı değerine eşit olduğu kabul edilmiştir.

Böylelikle Şirket'in varlıklarının rayiç değeri 3.608.555 Lari artışla 28.623.825 Lari hesaplanırken yükümlülüklerinin rayiç değeri 1.135 Lari hesaplanmış ve varlıkların rayiç değerinden yükümlülüklerin rayiç değeri düşülerek Şirket için **28.622.690 Lari** Net Aktif Değer hesaplanmıştır.

Nihai Değer Görüşü

Değerleme, Net Aktif Değer Analizi üzerinden yapılmış olup Şirket için **28.622.690 Lari** piyasa değeri hesaplanmıştır. Şirket'in piyasa değeri 17 Şubat 2026 tarihinde TCMB'nin alım satım konu olmayan dövizlere ilişkin bilgi amaçlı kur tablosunda yer alan GEL/TRY kuru olan 16,3151 baz alınarak **466.982.053 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Joy Hotel Net Aktif Değer Analizi			
GEL	Kayıtlı Değer	Düzeltilme	Rayiç Değer
I. Dönen Varlıklar	7.775.178	0	7.775.178
II. Duran Varlıklar	17.240.093	3.608.555	20.848.647
TOPLAM VARLIKLAR	25.015.271	3.608.555	28.623.825
III. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	1.135	0	1.135
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	1.135	0	1.135
NET AKTİF DEĞER, GEL	25.014.136	3.608.555	28.622.690
17.02.2026 GEL/TRY TCMB Kuru			16,3151
NET AKTİF DEĞER, TL			466.982.053

Çekince

Bu raporda hesaplanan değerler birçok varsayım ve parametreye bağlı olup kullanılan varsayım ve parametrelerde yaşanabilecek değişiklikler şirketin değeri üzerinde aşağı ya da yukarı yönlü etkide bulunabilir.

Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemez değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerleme çalışmamız 2026 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.

BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 "İrdivenköy Mh. Bora Sk. Mada Kula Göztepe Şişli Mrk."
 No: 1 Kat: 17 Kadıköy / İSTANBUL
 Tel: 0216 647 13 00 Fax: 0216 647 13 08-9
 Madolu Kurumlar V.D. 624900455
 Tic. Sic. No: 267149
 www.bmd.com.tr

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

19 Şubat 2026



İçindekiler

1. ŞİRKET & SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ	- 6 -
1.1. Kısaca Joy Hotel	- 6 -
1.2. Sektör.....	- 6 -
2. MALİ VERİLER	- 9 -
2.1. Gelir Tablosu	- 9 -
2.2. Bilanço	- 10 -
3. DEĞERLEME	- 11 -
3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;	- 11 -
3.2. Değerleme Yöntemleri	- 13 -
3.2.1. Maliyet Yaklaşımı.....	- 13 -
3.2.2. Gelir Yaklaşımı	- 13 -
3.2.3. Pazar Yaklaşımı	- 15 -
3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler	- 16 -
4. MALİYET YAKLAŞIMI: NET AKTİF DEĞER	- 17 -
4.1. Genel Varsayımlar	- 17 -
4.2. Net Aktif Değer	- 17 -
5. NİHAİ DEĞER	- 18 -
Ekler	- 19 -
Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı	- 19 -
Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı.....	- 19 -
Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri	- 20 -
Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı	- 20 -
Ek5: Ekspertiz Raporu	- 21 -

1. ŞİRKET & SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ

1.1. Kısaca Joy Hotel

Şirket, Gürcistan'da kurulmuştur.

Gürcistan'da kurulu Metro Avrasya Gürcistan Gayrimenkul Yatırım J.S.C ile yine Gürcistan'da kurulu Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı JSC'nin, Metro Avrasya Gürcistan Gayrimenkul Yatırım JSC unvanı altında birleşmesine karar verilmiş olup söz konusu birleşmenin tescil işlemleri 5 Haziran 2020 tarihinde tamamlanmıştır. Sonrasında ise Metro Avrasya Gürcistan Gayrimenkul Yatırım Şirketi'nin unvanı Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı JSC olarak değiştirilmiştir.

Şirket, Lech ve Maria Kachinski Cad. N:1 Metro City Kompleksinde yer alan 108 adet Apart Otel'e oda tefrişatları ile birlikte sahiptir. Şirket bu gayrimenkullerini yıllık kiralama yoluyla otel ve/veya turizm işletmelerine kiralamaktadır.

Şirket'in rapor tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıdaki tablodaki gibidir:

Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı JSC Ortaklık Yapısı		
Ortak	Sermaye (GEL)	Oran
Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş.	21.112.030,06	100,00%
Toplam	21.112.030,06	100,00%

1.2. Sektör

Turizm Sektörü

Turizm; insanların devamlı ikamet ettikleri, çalıştıkları ve her zamanki olağan ihtiyaçlarını karşıladıkları yerlerin dışına seyahatleri ve buradaki genellikle turizm işletmelerinin ürettiği mal ve hizmetleri talep ederek, geçici konaklamalarından doğan olaylar ve ilişkiler bütünüdür.

Turizm sektörü, sabit sermaye yatırımlarının yüksek olduğu, bileşik ürün üreten, teknolojik gelişmelere rağmen emek yoğun özellikli arz açısından konaklama yatırımlarında kısa sürede esneklik gösteremeyen siyasi, sosyal ve ekonomik gelişmelere duyarlı bir sektördür.

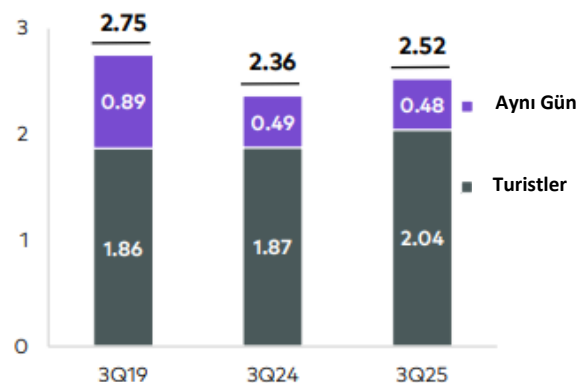
Turizm sektörünün ülkelere başlıca etkileri:

- Ülkelerde döviz girdisi sağlamakla istihdamı ve verimliliği artırmakta
- Uluslararası alanda ülkelerin iletişim ve etkileme gücünü yükseltmekte
- Bütünleştirici iklim ve barış ortamı yaratılmasına katkı sağlamakta
- Dış ticaret açıklarının ve işsizlik sorunlarının çözülmesinde neden olması,

Gürcistan Turizm Sektörü

Galt & Taggart Creating Opportunities'in yayınladığı verilere göre; Gürcistan'ı ziyaret eden uluslararası ziyaretçi sayısı 2025 yılının üçüncü çeyreğinde (3Q25) geçen yılın aynı dönemine göre %6,8 artarak 2,5 milyona ulaştı. Bu dönemde, konaklama yapan turist sayısı %9,0 artışla 2,0 milyon olurken, günübirlik ziyaretçiler %1,4 azalarak 0,5 milyona geriledi.

Türlerine Göre Uluslararası Ziyaretçi Sayısı, Milyon Kişi



Kaynak: GTNA

Ziyaretçi sayısındaki bu artışta; Rusya (+%13,9), Azerbaycan (+%33,2) ve Avrupa Birliği'nden (+%16,7) gelen güçlü akışın yanı sıra İsrail (+%18,2) ve Çin (+%47,4) gibi Asya pazarlarındaki yükseliş etkili oldu.

Buna karşın bazı ülkelerden gelen ziyaretçi sayısında düşüş görüldü:

- Türkiye: -%1,4
- Ermenistan: -%4,4
- Hindistan: -%5,6 (Uzun süredir ilk kez düşüşte)
- İran: -%33,7

Öne Çıkan Detaylar:

- **Avrupa Birliği:** Ziyaretçi artışının temel sebebi, hava yolu ulaşımının iyileşmesi ve yeni doğrudan uçuşların başlamasıdır.
- **Hindistan:** Buradaki düşüş, pazarın artık "sayıca kalabalık kitleler" yerine "daha az sayıda ama daha yüksek harcama yapan" bir segmente kaydığını göstermektedir.

2025 yılının ilk dokuz ayında toplam uluslararası ziyaretçi sayısı yıllık %5,6 artışla 5,3 milyona ulaştı. Bu süreçte konaklayan turist sayısı %7,9 artarak 4,3 milyona yükselirken, günübirlik ziyaretçiler %2,9 azalarak 1,0 milyon seviyesinde kaldı.

Uluslararası Ziyaretçiler, Milyon Kişi



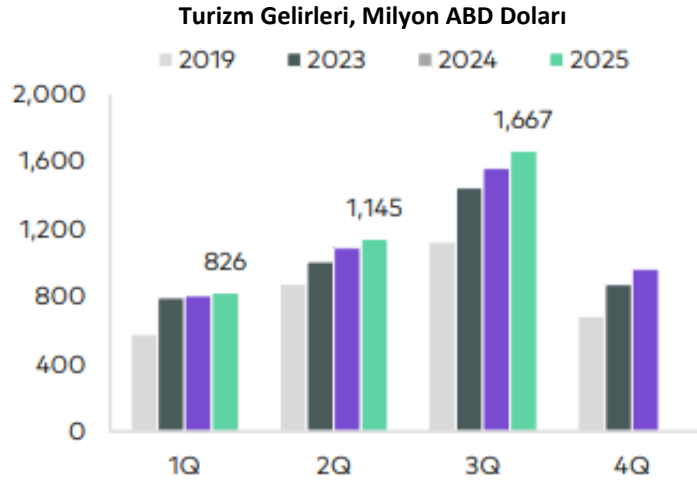
Kaynak: Galt & Taggart

2025 yılının üçüncü çeyreğinde (3Ç25) turizm gelirleri, yıllık bazda %6,6 artışla 1,7 milyar ABD dolarına ulaştı. Ziyaretçi eğilimlerine paralel olarak, gelire en büyük katkısı İsrail (+%28,0) sağlarken; onu Avrupa Birliği (+%13,3), Azerbaycan (+%36,3) ve Asya pazarları izledi.

Dikkat Çeken Ayrıntılar:

- **Rusya:** Bu pazardan gelen ziyaretçi sayısı artmasına rağmen, Rusya kaynaklı turizm gelirleri 3Ç25'te yıllık %2,7 oranında azaldı.
- **İran:** Ziyaretçi sayısındaki düşüşe bağlı olarak İran'dan elde edilen gelir de hafif bir gerileme (-%1,2) gösterdi.

Genel Toplam ve Beklentiler: 2025'in ilk 9 ayında (9A25) toplam turizm geliri yıllık %5,1 artışla 3,6 milyar dolara ulaştı. Bu performans üzerine, 2025 yıl sonu gelir tahmini yukarı yönlü revize edilerek 4,6 milyar dolar olarak belirlendi. 2026 yılı için ise turizm gelirlerinin 4,9 milyar dolara ulaşması öngörülmüyor.



Kaynak: Galt & Taggart

Konaklama Verileri

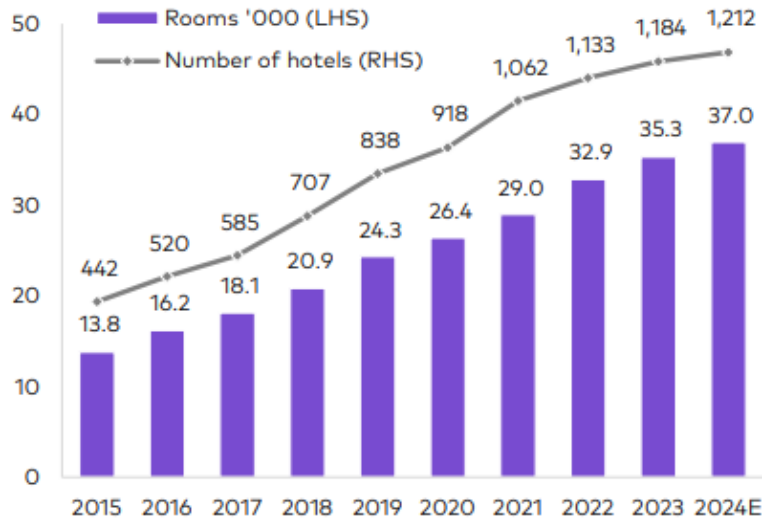
Oteller (Performans Göstergeleri)

- Batum:** Otel sektöründeki güçlü ivme devam etti. Ortalama doluluk oranı %83'e yükselirken (2024'ün aynı döneminde %76 idi), günlük ortalama oda fiyatı (ADR) 127 dolardan 129 dolara çıktı.
- Tiflis:** AB'den gelen ziyaretçilerin etkisiyle ortalama doluluk oranı %73'e yükseldi (geçen yıl %66). Ancak Tiflis'teki oda fiyatları (ADR), önceki çeyreklerdeki fiyatlamaya eğilimine uygun olarak 92 dolardan 88 dolara geriledi.

Kiralık Ev / Airbnb Verileri

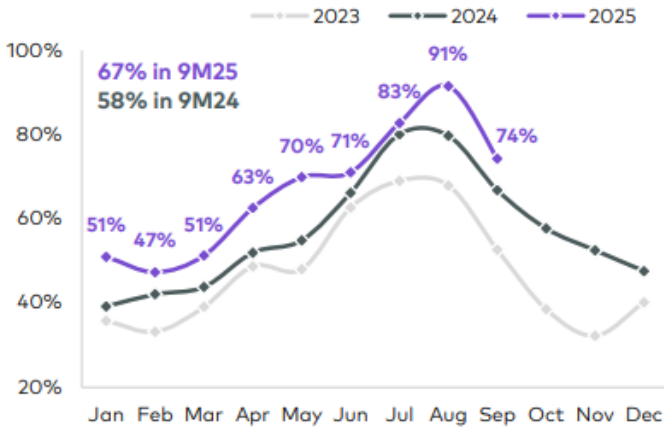
- Tiflis:** Airbnb talebi yıllık %18,5 gibi keskin bir artışla 229 bin 300 gecelemeye ulaştı. Günlük ortalama oda fiyatı ise 55 dolardan 56 dolara çıktı.
- Batum:** Talep %11,8'lik daha ılımlı bir artışla 185 bin 600 geceleme olarak kaydedildi. Ortalama oda fiyatı ise 55 dolardan 57 dolara yükseldi.

Otel Sayısı ve Oda Kapasitesi

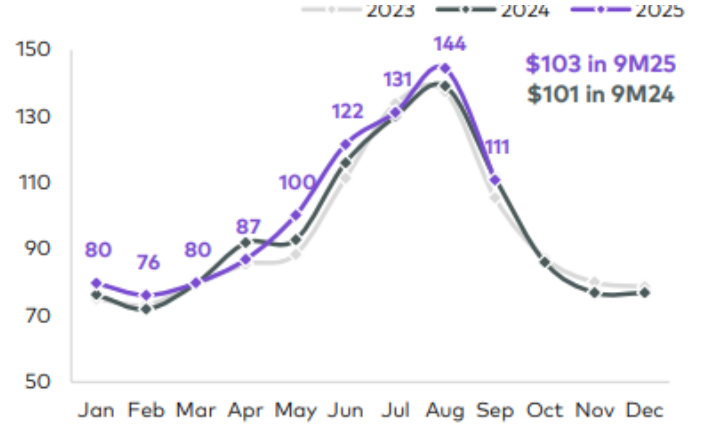


Kaynak: Galt & Taggart

Batum'daki Seçili Otellerin Doluluk Oranı



Batum'daki Seçili Otellerin Ortalama Günlük Oda Fiyatları



2. MALİ VERİLER

2.1. Gelir Tablosu

Joy Hotel'in, 2025 yılında 1,2 milyon Lari'si yurt içi satışlar ve 10.386 larisı diğer gelirler olmak üzere tamamı 1,2 milyon Lari cirosu bulunmaktadır. Şirket'in 10.868 Lari satışların maliyeti sonrası 2025 yılında brüt karı 1,2 milyon Lari olarak gerçekleşmiştir.

Şirket, tamamı genel yönetim giderlerinden oluşan 19.888 Lari faaliyet gideri sonrası 1,2 milyon Lari faaliyet karı elde etmiştir. Faaliyet kâr marjı ise %97,5 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in tamamı faiz gelirlerinden oluşan 221.933 Lari diğer faaliyetlerden olağan geliri ve 0,61 Lari diğer faaliyetlerden olağan gideri sonrası 1,4 milyon Lari olağan karı bulunmaktadır.

Şirket, 534.804 Lari olağandışı gider sonrasında 2025 yılında 900.179 Lari net dönem karı elde etmiştir.

Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı JSC Gelir Tablosu			
GEL	2023	2024	2025
Brüt Satışlar	1.202.099	1.243.742	1.243.806
Yurt İçi Satışlar	1.184.730	1.230.158	1.233.420
Diğer Gelirler	17.369	13.584	10.386
Net Satışlar	1.202.099	1.243.742	1.243.806
Yıllık Değişim		3,5%	0,01%
Satışların Maliyeti (-)	-17.310	-13.584	-10.868
Satılan Ticari Mallar Maliyeti (-)	-1.172		
Diğer Satışların Maliyeti (-)	-16.138	-13.584	-10.868
Brüt Satış Karı veya Zararı	1.184.789	1.230.157	1.232.937
Yıllık Değişim		3,8%	0,23%
Brüt Kar Marjı	98,6%	98,9%	99,1%
Faaliyet Giderleri	-205.614	-203.033	-19.888
Genel Yönetim Giderleri (-)	-205.614	-203.033	-19.888
Faaliyet Karı veya Zararı	979.174	1.027.125	1.213.050
Yıllık Değişim		4,9%	18,10%
Brüt Kar Marjı	81,5%	82,6%	97,5%
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir ve Karlar	311.753	299.247	221.933
Faiz Gelirleri	303.622	278.565	221.933
Kambiyo Karları	8.131	20.682	
Diğer Faal. Olağan Gider ve Zararlar (-)	-1.721	-0,61	-0,61
Kambiyo Zararları (-)	-1.721		
Diğer Olağan Gider ve Zararlar (-)		-0,61	-0,61
Finansman Giderleri (-)	-4.849	-150	
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-4.849	-150	
Olağan Kar veya Zarar	1.284.357	1.326.222	1.434.983
Olağandışı Gider ve Zararlar (-)	-543.744	-548.511	-534.804

Diğer Olağandışı Gider ve Zararlar (-)	-543.744	-548.511	-534.804
Dönem Karı veya Zararı	740.613	777.710	900.179
Dönem Net Karı veya Zararı	740.613	777.710	900.179

2.2. Bilanço

Joy Hotel, 31.12.2025 bilançosuna göre %31'i dönen varlıklardan oluşan 25 milyon Lari aktif büyüklüğe sahiptir. Şirketin 7,8 milyon Lari olan dönen varlıkları içindeki en büyük pay 4,7 milyon Lari ile ticari alacaklara ait olup tamamı alacaklar bakiyesine kayıtlıdır. Şirket'in 1,8 milyon Lari olan diğer alacaklarının tamamı Metro Avrasya Investment Georgia JSC'den olan alacaklardır.

Şirket'in 17,2 milyon Lari duran varlıklarının tamamı maddi duran varlıklardan oluşmaktadır. Maddi duran varlıkların 20,4 milyon Lari'si binalar ve 679.647 Larisi demirbaşlara ait olup maddi duran varlıkların birikmiş amortismanı 3,9 milyon Lari'dir.

Şirket varlıklarının 1.135 Larisi kısa vadeli yabancı kaynaklarla ve 25 milyon Lari'si özkaynaklarla fonlanmaktadır. Kısa vadeli kaynaklarının tamamı ticari borçlar hesabına kayıtlıdır.

Şirket'in 21,1 milyon Lari sermayesi bulunmaktadır. 3,2 milyon Lari geçmiş yıllar karları, 246.533 Lari geçmiş yıl zararları ve 900.179 Lari dönem net karı bulunan şirket, 25 milyon Lari özkaynağa sahiptir.

Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı JSC Bilanço, GEL			
VARLIKLAR	2023	2024	2025
DÖNEN VARLIKLAR	5.043.669	6.566.116	7.775.178
Ticari Alacaklar	1.762.870	3.219.598	4.663.297
Alıcılar	1.762.870	3.219.598	4.663.297
Diğer Alacaklar	2.622.450	2.409.623	1.779.218
Diğer Çeşitli Alacaklar	2.622.450	2.409.623	1.779.218
Stoklar	6.205	6.205	6.205
Ticari Mallar	6.205	6.205	6.205
Gel. Ayl. Ait Gid. Ve Gelir Tah.	652.125	930.690	1.153.414
Gelir Tahakkukları	652.125	930.690	1.153.414
Diğer Dönen Varlıklar	19		173.044
Devreden KDV			173.044
İş Avansları	19		
DURAN VARLIKLAR	18.302.152	17.761.632	17.240.093
Maddi Duran Varlıklar	18.302.152	17.761.632	17.240.093
Binalar	20.432.561	20.435.778	20.435.778
Demirbaşlar	679.647	679.647	679.647
Birikmiş Amortismanlar (-)	-2.810.057	-3.353.792	-3.875.332
AKTİF (VARLIKLAR) TOPLAMI	23.345.821	24.327.748	25.015.271
KAYNAKLAR	2023	2024	2025
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	10.383	214.582	1.135
Ticari Borçlar	1.986	603	1.135
Satıcılar	1.986	603	566
Diğer Ticari Borçlar			569
Diğer Borçlar	-0,01		
Diğer Çeşitli Borçlar	-0,01		
Ödenecek Vergi ve Diğer Yüküm.	8.397	213.979	
Ödenecek Vergi ve Fonları	8.397	213.979	
ÖZKAYNAKLAR	23.335.438	24.113.167	25.014.136
Ödenmiş Sermaye	21.112.030	21.112.030	21.112.030
Sermaye	21.112.030	21.112.030	21.112.030
Geçmiş Yıllar Karları	1.729.328	2.469.959	3.248.460
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-246.533	-246.533	-246.533
Dönem Net Karı (Zararı)	740.613	777.710	900.179
PASİF (KAYNAKLAR) TOPLAMI	23.345.821	24.327.748	25.015.271

3. DEĞERLEME

3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;

Değerlemeyi gerçekleştirenin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerleme çalışması kapsamında BMD tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır.

Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler Şirket yönetiminin görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

BMD tarafından değerlemeye konu Şirket ve/veya iştirak/bağlı ortaklık/finansal yatırımlar ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Dolayısıyla BMD, değerleme çalışması kapsamında, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

BMD değerleme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşmamıştır; bununla birlikte BMD elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde BMD ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

Değerlemeyi gerçekleştirenin dayanak olarak kullandığı bilgilerin nitelikleri ve kaynakları:

Raporda kullanılan veriler değerleme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, finansal verilere, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

BMD olarak, iş bu değerleme raporunda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde BMD ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

Genel Varsayımlar

Raporda şirketlerin ve varlıkların hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda değerleme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir.

Bu çalışma Şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilmiş ve bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına Şirket yetkililerinin tarafımıza ilettiği veriler dışında BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporun hazırlanma tarihinden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

- Şirket'in ve/veya bağlı ortaklık/iştirak/finansal yatırımlarının, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi alışlagelenin dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,

- Şirket'in ve/veya bağlı ortaklık/iştirak/finansal yatırımlarının yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- Türkiye ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek tüm faktörlerin dikkate alınması ile icra edilmektedir.

Bu faktörler şu şekilde sıralanabilir:

- İşletmenin geçmişi,
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görünümü,
- İşletmenin mali yapısı,
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi,
- İşletmenin sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri,
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri.

Sınırlayıcı Şartlar

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Değerlendirmemizde kullanılan veriler kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve BMD'nin analizlerine dayanmaktadır. Şirket'in değerlemeye konu finansal verileri işbu raporun 2 numaralı başlığı altında yer almaktadır.
- BMD, Değerleme Çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, BMD elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.
- Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler şirket yönetiminin görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere BMD'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik Herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu bilgi ve belgelerin güvenilirliği ve doğruluğu denetlenmemiştir. BMD bu konuda herhangi bir taahhütte bulunamamaktadır.
- Değerlemesi yapılan Şirket aktifleri için herhangi bir hukuki çalışma icra edilmemiştir. Değerleme çalışması esnasında Şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca incelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.
- Değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı durum olmadığı varsayılmıştır.
- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin Şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Bu raporda ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarı ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından BMD'ye sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.
- İşbu Rapor, iktisadi, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve rapor tarihi itibarı ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu raporda tahmin edilen Şirket değeri üzerinde etkili olabilecektir.

- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.**

3.2. Değerleme Yöntemleri

İşbu değerlendirme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerimde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımı incelenmiştir.

3.2.1. Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca 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.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır.

3.2.2. Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde yaygın şekilde kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Bu yaklaşım bir varlığın varlık sahipleri için yarattığı gelir üzerine odaklanmaktadır. Bu gelir, varlığın kullanılabilir ömrü boyunca yaratması beklenen nakit akışı ile değerlendirilir. Varlığın değeri gelecekte öngörülen nakit akışının bugünkü değere çekilmesi ("İndirgenmiş Nakit Akımları" veya "İNA") ile bulunur.

Bugünkü değere çekerken kullanılan iskonto oranı varlığın beklenen nakit akışlarını yaratma riski ile birlikte paranın zaman değerini içermektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemde Şirket'in mevcut yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akışlarının analizi yapılır.

Bu analiz sonucunda Şirket'in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirme tarihine indirgenmesi gerçekleştirilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu iskonto oranı hesaplanırken Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modeli (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır.

Bu yöntemde Firma değeri (FD), indirgenmiş nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır. Özsermaye değeri hesaplanırken aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan finansal borçlarının, hazır değerlerinin ve nakit akımlarında dikkate alınmayan faaliyet dışı varlıklarının piyasa değeri de göz önüne alınmaktadır.

Bu yöntem ile Şirket'in hisse değerleri hesaplanırken, iştirakleri için ayrı değerlemeler de yapılabilir veya bilançodaki kayıtlı değeri dikkate alınabilir.

İNA yönteminin uygulanması sırasında Şirket'e ait gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilir. Bu finansal modele baz olan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket'in yönetimi tarafından temin edilen bilgiler esas alınarak hazırlanır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi bir şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışını dikkate alır. Bu yöntem, şirketin büyüme ve karlılık varsayımlarına çok bağımlıdır. Firma değerlemelerinde en çok kullanılan ve en bilimsel metod olduğu kabul edilen İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'nin temeli, Şirket'e olan tüm operasyonel serbest nakit akışlarının "net bugünkü değer" yöntemiyle bugüne indirgenmesidir. Net bugünkü değer yöntemi, gelecekte gerçekleşmesi beklenen bir nakit akışının bugünkü değerini hesaplama metodudur.

Net Bugünkü Değer:

(Gelecekteki Nakit Akışı)/(1 + İndirgenme Oranı)^(Nakit Akışının Yılı-Mevcut Yıl)

"Gelecekteki Nakit Akışı" olarak "şirkete" olan toplam operasyonel serbest nakit akışı kullanılır. Şirkete olan toplam operasyonel serbest nakit akışı ise aşağıdaki gibi hesaplanır:

Şirkete Olan Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı:

Faaliyet Karı*(1- Vergi Oranı) + Amortisman Gideri - İşletme Sermayesindeki Değişim - Yatırım Harcamaları

Nakit akışının bir kısmı sermayedarların getiri beklentilerini bir kısmı da borç verenlerin getiri beklentilerini karşılamak üzere kullanılacaktır. Bu nedenle şirket değerlemesinde, net bugünkü değer formülündeki "indirgenme oranı" olarak şirketi fonlayan hissedar ve borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalamasını ifade eden "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)" kullanılır.

AOSM hesaplamasının ayrıntıları aşağıdaki gibidir.

AOSM borç verenlerin ve sermayedarların sermayenin finansmanına yaptıkları katkılara göre ağırlıklandırılan getiri taleplerini yansıtır. AOSM'nin hesaplanması ve değişkenlerin tanımları aşağıdaki gibidir:

$$r = E / (D+E) \times r_e + D / (D+E) \times r_d \times (1 - t)$$

r = AOSM

r_e = Özsermaye Maliyeti

r_d = Borçlanma Maliyeti

E = Özsermaye Değeri

D = Finansal Borç Değeri

t = Kurumlar Vergisi Oranı

E/(D+E) = Sermaye yapısındaki özkaynak oranı

D/(D+E) = Sermaye yapısındaki finansal borç oranı

Sermaye maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$r_e = r_f + b \times (r_m - r_f)$$

r_f = Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)

r_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

r_m - r_f = Piyasa Risk Primi

b = Beta = İlgili hissenin (veya sektörün) piyasa hareketleri ile olan ilişkisi - hisse senedi piyasa endeksi ile ilgili endeks / enstrüman getirisinin regresyon analizi ile bulunur.

Beta Katsayısı B: Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan orandır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi (aynı zamanda riski), bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

Beta = 0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.

Beta > 1 ise; beklenen getiri piyasa getirisinden daha yüksek ve daha risklidir.

Beta < 1 ise; beklenen getiri piyasa getirisinden daha düşük ve daha az risklidir.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi yönteminde şirketin ömrü sonsuz olarak kabul edilmekte (şirketin ömrünün sonlu olduğu bilinmediği sürece) ve serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

Projeksiyon Döneminden Gelen Değer: "Projeksiyon Dönemi" olarak adlandırılan dönemde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla projekte edilerek, şirkete olan toplam serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir.

Projeksiyon Dönemi Sonrasından Gelen Değer ("Artık veya Uç Değer"): Projeksiyon döneminin bitişinden itibaren sonsuza kadar olan dönemde serbest nakit akışlarının sabit bir oranla (sonsuz büyüme oranı) büyüyeceği varsayılır ve projeksiyon dönemi sonundan sonsuza kadar gerçekleşecek olan serbest nakit akışlarının toplam değeri hesaplanır. Bu değer; net bugünkü değer formülü kullanılarak tekrar bugüne indirgenir ve "Artık Değer veya Uç Değer" olarak isimlendirilir.

Toplam Firma Değeri: Projeksiyon Dönemi Net Bugünkü Değeri + Artık Değer

Toplam Firma Değeri hem hissedarlara hem de borç verenlere aittir. Hisse değerinin hesaplanabilmesi için şirketin net borcu toplam firma değerinden çıkarılır varsa iştirak hisselerin değeri eklenir.

Toplam Hisse Değeri: Toplam Firma Değeri - Net Borç + İştirak Hisse Değerleri + Faaliyetle ilgili olmayan yatırım amaçlı varlıkların rayiç değerleri

3.2.3. Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve işletmedeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ana amaç belirli durumlara istinaden en uygun değerleme metodunun bulunması ve uygulanmasıdır. Bu çerçevede Şirket değerleme çalışmasında aşağıdaki hususlar göz önünde bulundurularak Pazar Yaklaşımı kullanılmaktadır;

- *Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken bilginin mevcudiyeti,*
- *Şirketin Pazar Yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmaların pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi,*
- *Pazar Yaklaşımı'nın halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir değerleme yaklaşımı olması,*
- *Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceği olması,*

Şirket (varlık) değerlemesinde benzer büyüklüğe ve operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalama veya medyanları ve / veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan çarpanlar / rasyolar dikkate alınarak değerin tespit edildiği bu yöntem, genel olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir.

Benzer İşlem Gören Şirket Analizi

Benzer İşlem Gören Şirket Metodu'nda, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, bire-bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır.

Bir şirketin hisselerinin piyasa değeri ("PD"), birim hisse fiyatı ile hisse adedinin çarpımı olarak tanımlanabilir. Firma Değeri ("FD") ise şirketin toplam operasyonlarının piyasa değerini vermektedir. Bir şirketin Firma Değeri şirketin hisselerinin piyasa değeri ile net finansal borçlarının piyasa değerinin toplamına eşittir.

Benzer İşlem Çarpanları Analizi

İkinci temel yöntem olan Benzer İşlem Çarpanları Analizi çalışmasında ise benzer şirketlerin dünyada gerçekleşmiş satın alma ve birleşme işlemleri araştırılmaktadır.

Bu işlemlerde oluşan finansal rasyolar analiz edilmekte ve analiz sonuçları hedef şirketin büyüklükleri ile karşılaştırılmaktadır. Benzer işlemler seçilirken işleme tabi olan şirketin coğrafyası ve büyüklüğü dikkate alınmaktadır. Bu hesaplamalarda açıklanmamış işlemlerin sonuca etkisine dikkat edilmesi gerekmektedir.

Piyasa yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

- Piyasa yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların/değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş uygun değerlere uygulanarak şirket değer tespiti.

Uygun değerler normal bazda değerlemesi yapılan şirketin gelecekte büyümesi beklenen gelirleri olarak tanımlanır. Uygun değerlerin tespitinde değerlemesi yapılan şirketin geçmiş mali verilerinden, tahminlerden ve piyasa şartlarından faydalanılır.

Avantajları: Şirket değeri piyasada işlem gören güncel şirket değerlerine göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların şirketler için öngördüğü değerler ön plandadır. Şirket satın alınırken kullanılan en uygun metodlardan biridir.

Dezavantajları: Şirketlerin geleceğine ilişkin beklentiler bu değerleme içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayılmamaktadır.

Piyasa çarpanları metodu, değerlemesi yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metot etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. Şirket değerlemelerinde en yaygın çarpan analizi yöntemleri aşağıda yer almaktadır.

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam ana ortaklık özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Fiyat/Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satışlar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Değerlemede Kullanılana Genel Kabul Görmüş Çarpanlar			
Çarpan Yönetimi	Sembol	Hesaplanması	Şirket Değeri
Fiyat / Kazanç Oranı	F/K	(Pay Fiyatı * ödenmiş Sermaye) / Net Kar	F/K Çarpanı * Net Kar
Piyasa Değeri / Defter Değeri	PD/DD	(Pay Fiyatı * Ödenmiş Sermaye) / Özsermaye	PD/DD Çarpanı * özkaynaklar
Firma Değeri / Esas Faaliyet Karı	FD/FVÖK	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç]/FVÖK	FD/FVÖK Çarpanı * FVÖK - Net Borç
Firma Değeri / FAVÖK	FD/FAVÖK	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç]/FAVÖK	FD/FAVÖK Çarpanı * FAVÖK - Net Borç
Firma Değeri /Net Satışlar	FD/Ciro	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç] / Satışlar	FD/Ciro Çarpanı * Net Satışlar - Net Borç

3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen **Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer** dikkate alınmıştır.

4. MALİYET YAKLAŞIMI: NET AKTİF DEĞER

4.1. Genel Varsayımlar

- Joy Hotel'in 17 Şubat 2026 tarihi itibarıyla piyasa değeri, Şirket'in varlıklarının gerçek değeri ile yükümlülüklerinin gerçek değeri arasındaki farklılıkları baz alan "Net Aktif Değer Yöntemi" (NAD) kullanılarak hesaplanmıştır.
- Değerleme çalışmalarında 31.12.2025 tarihli mali veriler kullanılmıştır.
- Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, şirket yönetimi tarafından verilen finansal ve operasyonel bilgilere dayalı olarak yapılmıştır.
- Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu ve üzerlerindeki ipotek, irtifak v.b. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemez değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerleme çalışmamız gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- Ekonomik şartlarda kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
- Bu değerleme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.
- Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.

4.2. Net Aktif Değer

Şirket'in varlıklarının gerçek değeri ile yükümlülüklerinin gerçek değeri arasındaki farka eşit olan "Net Aktif Değer Yöntemi" (NAD) ile hesaplama yapılmıştır. Hesaplama 31.12.2025 tarihli bilanço verileri kullanılmıştır.

Ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, gelir tahakkukları ve diğer dönen varlıkların kayıtlı değeri rayiç değer olarak kabul edilmiş, herhangi bir iskonto uygulanmamıştır.

Maddi duran varlıklar altında yer alan binalar hesabına kayıtlı Gürcistan ülkesi, Acara özerk Cumhuriyeti, Batum Şehri, Khimshiashvili Mahallesi, 10.277 m² yüzölçümlü A1 ve A2 blokta toplam 108 adet bağımsız bölümün rayiç değeri Ek5'de yer alan D Taşınmaz Değerleme ve Danışmanlık A.Ş tarafından hazırlanan 30 Kasım 2025 tarihli ekspertiz raporunda yer alan 7.470.000 dolar değer ekspertiz raporunda belirtilen değerleme tarihi olan 17 Kasım 2025 tarihindeki USD/GEL kuru olan 2,70 baz alınarak 20.169.000 Lari olarak kabul edilmiştir. Demirbaşların kayıtlı değeri rayiç değer olarak kabul edilmiştir.

Maddi olmayan duran varlıklar hesabının rayiç değeri 0 kabul edilmiştir.

Kısa vadeli yabancı kaynakların rayiç değerlerinin kayıtlı değerine eşit olduğu kabul edilmiştir.

Böylelikle Şirket'in varlıklarının rayiç değeri 3.608.555 Lari artışla 28.623.825 Lari hesaplanırken yükümlülüklerinin rayiç değeri 1.135 Lari hesaplanmış ve varlıkların rayiç değerinden yükümlülüklerin rayiç değeri düşülerek Şirket için **28.622.690 Lari** Net Aktif Değer hesaplanmıştır.

Joy Hotel Net Aktif Değer Analizi			31.12.2025
GEL	Kayıtlı Değer	Düzeltilme	Rayiç Değer
I.Dönen Varlıklar	7.775.178	0	7.775.178
Ticari Alacaklar	4.663.297	0	4.663.297
Alıcılar	4.663.297	0	4.663.297
Diğer Alacaklar	1.779.218	0	1.779.218
Diğer Çeşitli Alacaklar	1.779.218	0	1.779.218
Stoklar	6.205	0	6.205
Ticari Mallar	6.205	0	6.205

Gel. Ayl. Ait Gid. Ve Gelir Tah.	1.153.414	0	1.153.414
Gelir Tahakkukları	1.153.414	0	1.153.414
Diğer Dönen Varlıklar	173.044	0	173.044
Devreden KDV	173.044	0	173.044
II. Duran Varlıklar	17.240.093	3.608.555	20.848.647
Maddi Duran Varlıklar	17.240.093	3.608.555	20.848.647
Binalar	20.435.778	-266.778	20.169.000
Demirbaşlar	679.647	0	679.647
Birikmiş Amortismanlar (-)	-3.875.332	3.875.332	0
TOPLAM VARLIKLAR	25.015.271	3.608.555	28.623.825
III. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	1.135	0	1.135
Ticari Borçlar	1.135	0	1.135
Satıcılar	566	0	566
Diğer Ticari Borçlar	569	0	569
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	1.135	0	1.135
NET AKTİF DEĞER, GEL	25.014.136	3.608.555	28.622.690

5. NİHAİ DEĞER

Değerleme, Net Aktif Değer Analizi üzerinden yapılmış olup Şirket için **28.622.690 Lari** piyasa değeri hesaplanmıştır. Şirket'in piyasa değeri 17 Şubat 2026 tarihinde TCMB'nin alım satımına konu olmayan dövizlere ilişkin bilgi amaçlı kur tablosunda yer alan GEL/TRY kuru olan 16,3151 baz alınarak **466.982.053 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Joy Hotel Net Aktif Değer Analizi			
GEL	Kayıtlı Değer	Düzeltilme	Rayiç Değer
I.Dönen Varlıklar	7.775.178	0	7.775.178
II. Duran Varlıklar	17.240.093	3.608.555	20.848.647
TOPLAM VARLIKLAR	25.015.271	3.608.555	28.623.825
III. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	1.135	0	1.135
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	1.135	0	1.135
NET AKTİF DEĞER, GEL	25.014.136	3.608.555	28.622.690
17.02.2026 GEL/TRY TCMB Kuru			16,3151
NET AKTİF DEĞER, TL			466.982.053

Ekler**Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı**

İlker Şahin olarak, iş bu değerlendirme çalışmasını gerçekleştirebilmek için gerekli olan akademik eğitime, mesleki bilgi ve tecrübeye, teknik niteliğe ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na sahip olduğumu; değerlemeyi gerçekleştirirken bağımsızlık ilkelerine uyduğumu beyan ederim.

Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı

Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri

Şirket'in Vergi Usul Kanunu'na göre hazırlanmış mali verileri üzerinden değerleme çalışması gerçekleştirilmiştir. Şirketin mali verileri bu raporun 2 numaralı bölümü altında gösterilmektedir.

Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı

Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak iş bu değerleme raporunu hazırlarken;

- Şirket değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu olarak beyan ederiz.
- Şirket değerleme çalışmasının Türkiye Sermaye Piyasaları Birliğinin 9 Ekim 2019 tarihli 42 no'lu "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemeleri İçin Hazırlanan Raporlarda Bulunması Gereken Asgari Hususlar" genelgesine uygun olduğunu olarak beyan ederiz.
- Değerleme Uzmanı'nın değerleme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kaldığını beyan ederiz.
- Raporun kapsamının hiçbir fayda şartına bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmış olduğunu beyan ederiz.
- Raporda sunulan bulgular ve kullanılan tüm bilgiler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılamamıştır. Söz konusu bilgilerin ve bulguların sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde tüm önemli yönleriyle gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özenin gösterildiğini beyan ederiz.
- Pazar Değeri'nin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulunun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen
 - Kurul'ca kısmi veya geniş yetkili olarak yetkilendirilen ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden aracı kurumlar
 - Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne veya değerleme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olması,
 - Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunması,
 - Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olması,
 - Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunması,
 - Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olmasışartlarını haiz olduğumuzu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Ek5: Ekspertiz Raporu

D Taşınmaz Değerleme ve Danışmanlık A.Ş tarafından hazırlanan 30.11.2025 tarihli ve 2025/OZ/63 numaralı rapor, ayrı bir dosya olarak işbu raporun ekidir.

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma & Kurumsal Finansman
Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe
Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17
34732 Kadıköy
Tel: +90 (216) 547 13 00

