Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.

Aktay Otel İşletmeleri Anonim Şirketi

(Yeni Unvanı: Ela Hospitality Turizm ve Otelcilik A.Ş.)

30 Haziran 2024 itibariyle Şirket Değeri Tespit Raporu

Yeditepe Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş.

İçindekiler

1. RAPOR BİLGİLERİ 3
1.1. Raporun tarihi ve sayısı 3
1.2. Raporun Türü 3
1.3. Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı ve Adresi 3
1.4. Değerlemeyi Gerçekleştiren ve Değerlemeyi Gözden Geçirenlerin İsim / Unvan ve Sicil / Lisans Bilgileri 3
1.4.1. Değerlemeyi Gerçekleştirenler: 3
1.4.2. Değerlemeyi Gözden Geçirenler: 3
1.5. Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi 3
1.5.1. Değerlemeyi Talep Eden ve Sözleşme Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi: 3
1.5.2. Değerlemesi Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi: 3
1.6. Değerlemeyi yapanın değerlemeye konu varlık ve müşteri ile olan ilişkisi 4
1.7. Değerleme tarihi 4
1.8. Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası 4
2. RAPOR ÖZETİ 4
2.1. Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı 4
2.2. Müşteri taleplerinin kapsamı ve varsa getirilen sınırlamalar 5
2.3. Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin Şirketimizin beyanı 5
2.4. Değerleme raporunun kullanım, dağıtım veya yayınlanmasına ilişkin herhangi bir sakınca varsa buna ilişkin açıklama 5
2.5. Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgiler dayanak olarak kullanıldıysa, söz konusu bilgilerin güvenilirliğine ilişkin değerlendirme 5
2.6. Değer esası, kullanılan yaklaşım ve yöntemler ile değerlemenin amacına uygunluğuna ilişkin Şirketimizin beyanı 6
2.7. Değerleme sonucu bulunan değere ulaşılması sırasında kullanılan yöntemler, bu yöntemlerin sonuçları ve değerleme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda bunlara ilişkin ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo 6
2.8. Kullanılan verilerin güvenilir, adil ve makul olduğuna ilişkin beyan 6
3. DEĞERLEME KONUSU VARLIK HAKKINDA BİLGİLER 6
3.1. Varlığa ilişkin teknik, hukuki ve mali tanıtıcı bilgiler 6
3.1.1. Aktay Otel 6
3.2.Değerlemesi yapılan varlık ile ilgili herhangi bir devir/pazarlama vb. konularda sınırlama, takyidat vb. koşul bulunup bulunmadığı hakkında bilgi 11
4. DEĞERLEMESİ YAPILAN VARLIĞA İLİŞKİN ANALİZ VE ÇALIŞMALAR 11
4.1.Girdi ve Varsayımlar 11
4.1.1. Değerleme çalışmasında dayanak olarak kullanılacak önemli bilgilerin nitelikleri ve kaynakları ile bu bilgilerin doğrulanmasına ilişkin yapılan çalışmaların kapsamı 11

4.1.2. Değerleme çalışmasında dikkate alınan tüm önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımların veya sınırlandırıcı koşulların tam, eksiksiz ve gerekçeli olarak açıklanması 11

4.1.3. Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgilerin dayanak olarak kullanılması durumunda, bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerleme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkilemediği hakkında açıklama; sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliğinin teyidi doğrultusunda yapılan çalışmaların kapsamı 12

4.1.4. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi 13

4.1.5. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi dışında farklı bir para biriminin kullanıldığı girdi ve varsayımlar için hangi kur değerinin kullanıldığının ilgili tarih ve kaynakları 13

4.1.6. Değerlemeye konu varlığın tabi olduğu mevzuatın öngördüğü teşvik, yükümlülük ve benzeri hususların değerleme kapsamında belirtilmesi 13

4.1.7. Değerleme çalışmasında dikkate alınan girdilerde ülkeler arası farklılıkların söz konusu olması halinde bu farklılıklara ilişkin açıklama 13

4.1.8. Değerleme konusu varlığın aynı kişi veya kuruluş tarafından daha önceki tarihlerde de değerlemesi yapılmışsa, son üç değerlemeye ilişkin bilgiler 13

4.2.Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri 13

4.2.1. Değerlenen varlığın niteliği, buna ilişkin değerleme yaklaşımlarının güçlü ve zayıf yönleri, kullanılacak yaklaşımın değerlemenin kapsamına ve amacına uygunluğu ve bu yaklaşımların uygulanabilmesi için gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti değerlendirilerek, hangi değerleme yaklaşımı veya yaklaşımlarının kullanıldığının belirlenmesine ilişkin açıklama 13

4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler: 13

4.2.1.2. Değerlemede Kullanılacak Yöntemlerin Belirlenmesi: 14

4.2.1.3. Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin beyan 16

4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları 16

4.3.1. Pazar Yaklaşımı 16

4.3.2. Gelir Yaklaşımı 17

4.3.3. Maliyet Yaklaşımı 29

5. SONUÇ 32

5.1. Değerleme çalışmasında ulaşılan nihai sonuç, değerleme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo 32

5.2. Kullanılan değer esası 32

5.3. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğuna ilişkin beyan 32

6. RAPOR EKLERİ 33

1. RAPOR BİLGİLERİ

1.1. Raporun tarihi ve sayısı

26 Aralık 2024 - DEG-2024-06

1.2. Raporun Türü

Şirket Değerleme Raporu

1.3. Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı ve Adresi

Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi ("Yeditepe")

Kısıklı Mahallesi, Alemdağ Caddesi, Masaldan İş Merkezi, F Blok, Kat:2, Üsküdar, İstanbul

Tel: 0216 327 62 62

Faks: 0216 327 62 63

E-mail: bilgi@yeditepedenetim.com.tr

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

1.4.1. Değerlemeyi Gerçekleştirenler:

Adı, Soyadı, Unvanı, Sicil/lisans bilgileri:

Kenan Çılman, Kurumsal Finansman Müdürü, 203990

Hüseyin Çetin, Sorumlu Ortak Baş Denetçi, 800843

1.4.2. Değerlemeyi Gözden Geçirenler:

Adı, Soyadı, Unvanı, Sicil/lisans bilgileri:

Hasan Ersin, Denetçi, 801910

Yılmaz Güney, Sorumlu Ortak Baş Denetçi, 801514

1.5. Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi

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

Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ("Özak GYO")

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

Tel, Faks: 0212 486 36 50

e-mail: info@ozakgyo.com

Web: www.ozakgyo.com

1.5.2. Değerlemesi Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi:

Aktay Otel İşletmeleri Anonim Şirketi ("Aktay Otel")

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

Tel, Faks: 0212 602 10 10 – 0212 486 01 21

e-mail: info@aktay.com.tr

Web: www.aktay.com.tr

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

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

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

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

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

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

Şirketin başkaca bir faaliyeti bulunmamaktadır.

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

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

Yeditepe tarafından yapılan Aktay Otel'e ait 29 Aralık 2015, 28 Şubat 2018, 2 Mart 2020, 23 Şubat 2022, 4 Kasım 2022 ve 17 Ağustos 2023 tarihli değerleme raporları bulunmaktadır.

1.7. Değerleme tarihi

30 Haziran 2024 tarihi itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

1.8. Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası

30 Temmuz 2024 tarihli sözleşme

2. RAPOR ÖZETİ

2.1. Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı

Sözleşme imzalanan şirket: Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi

Değerlemesi yapılan şirket: Aktay Otel İşletmeleri Anonim Şirketi

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

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

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

Aktay Otel'in pazar değerinin tespitinin yapılması amacıyla Özak GYO ile 30 Temmuz 2024 tarihli "Finansal Danışmanlık Hizmetlerine İlişkin Sözleşme" yapılmıştır.

2.2. Müşteri taleplerinin kapsamı ve varsa getirilen sınırlamalar

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

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

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

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

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

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

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

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

Değerleme çalışmasında üçüncü taraflarca sağlanan bilgi ve belgeler kullanılmamıştır.

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

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

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

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

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

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

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

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

	Hesaplanan Pazar Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Pazar Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	444.760.135 TL	100%	444.760.135 TL
Toplama Yöntemi	-173.260.407 TL	0%	0 TL
AKTAY OTEL PAZAR DEĞERİ			**444.760.135 TL**

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

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

3. DEĞERLEME KONUSU VARLIK HAKKINDA BİLGİLER

3.1. Varlığa ilişkin teknik, hukuki ve mali tanıtıcı bilgiler

3.1.1. Aktay Otel

Aktay Otel, 22 Şubat 2011 tarihinde İstanbul'da kurulmuş olup kuruluş amacı turizm işletmeciliğidir. Aktay Otel'in unvanı, 2 Aralık 2024 tarihli Ticaret Sicili Gazetesi'nde yayımlandığı üzere Ela Hospitality Turizm ve Otelcilik A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

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

Ortak Adı, Unvanı	Sermaye Tutarı	Hisse Oranı
Özak GYO A.Ş.	8.550.000 TL	%95,00
Özak Global Holding A.Ş.	138.000 TL	%1.53
Ahmet Akbalık	233.000 TL	%2,59
Ürfi Akbalık	79.000 TL	%0,88
Toplam	**9.000.000 TL**	**%100,00**

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

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

Aktay Otel'in 26 Ağustos 2024 tarihinde yapılan genel kurul toplantısında seçilen ve halen görev yapmakta olan Yönetim Kurulu aşağıdaki gibidir.

Yönetim Kurulu Üyesi Adı, Soyadı	Görevi	Görev Süresi
Ahmet Akbalık	Yönetim Kurulu Başkanı	26 Ağustos 2027
Ürfi Akbalık	Yönetim Kurulu Üyesi	26 Ağustos 2027
Mehmet Can Akbalık	Yönetim Kurulu Üyesi	26 Ağustos 2027

Ela Excellence Hotel ("Ela Belek")

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

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

Aktay Otel, Özak GYO'nun sahibi olduğu Ela Excellence Hotel isimli otelin işletmesini 2011 yılından bu yana yapmaktadır. Aktay Otel, 1 Ocak 2020 tarihinden itibaren, Özak GYO ile 4 Ekim 2019 tarihinde imzalanmış olan ve 1 Ocak 2020 tarihinde yürürlüğe giren "İşletme Sözleşmesi" çerçevesinde işletmecilik faaliyetlerini yürütecektir. Bu sözleşmeye göre;

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

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

-Aktay Otel tarafından mal sahibine ödenecek olan tutar 2025 yılı için 12.708.000 avro olacaktır. Ödemeler 01.06.2025 tarihinden itibaren başlamak kaydıyla ve her ay tahakkuk ettirilecek eşit bedeller üzerinden yapılacaktır.

Sözleşme süresinin uzaması halinde İşletme Bedeli taraflarca yazılı olarak mutabık kalınacak şekilde yeniden belirlenecektir.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Aktay Otel'in 30 Haziran 2024 Tarihli Finansal Tablolarının Değerlendirilmesi:

Aktay Otel'in varlıklar toplamı 846.298.536 Türk Lirası olup, bunun 643.757.245 Türk Liralık kısmı Dönen Varlıklar, 202.541.29 Türk Liralık kısmı Duran Varlıklardan oluşmaktadır. Toplam Varlıklar içerisinde Dönen Varlıklar %76,07 olarak, Duran Varlıklar ise %23,93 olarak yer almaktadır.

Dönen Varlıklar içerisinde 94.955.096 Türk Lirası hazır değerler, 116.405.764 Türk Lirası ticari alacak, 231.637.926 Türk Lirası diğer alacak bulunmaktadır.

Şirketin stokları toplamı 69.522.194 Türk Lirası olup bu tutarın 56.873.549 Türk Liralık kısmı ilk madde ve malzeme stoklarından oluşmaktadır.

Şirketin Devreden Katma Değer Vergisi tutarı 47.689.669 Türk Lirasıdır.

Şirketin Duran Varlıklarının net değeri 202.541.291 Türk Lirası olup bu tutar işletmeciliğini yaptığı otel için yapılan sabit kıymet alımlarından oluşmaktadır.

Aktay Otel'in Kaynaklar Toplamı 846.298.536 Türk Lirasıdır. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 967.600.821 Türk Lirası, Uzun Vadeli kaynakları ise 56.184.386 Türk Lirası olup şirketin özkaynakları oluşan zararlar nedeniyle -177.486.672 (negatif) Türk Lirasıdır.

Şirketin Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları içerisinde Banka kredileri 490.669.580 Türk Lirası olarak, Ticari Borçlar 189.680.596 Türk Lirası olarak, Diğer Borçlar 85.465.842 Türk Lirası olarak, Alınan Avanslar 166.428.527 Türk Lirası olarak yer almaktadır.

Şirketin Uzun Vadeli Borçları 56.184.386 Türk Lirası olup bu tutarın 56.133.258 Türk Liralık kısmı Banka Kredilerinden kaynaklanmaktadır.

Şirketin Özkaynakları oluşan zararlar nedeniyle -177.486.672 (negatif) Türk Lirasıdır.

Şirketin 2024 yılı altı aylık faaliyetleri incelendiğinde ise Net Satış Hasılatının 580.531.218 Türk Lirası olarak gerçekleştiği görülmektedir. Satışların Maliyeti 625.704.883 Türk Lirası olarak, Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri 47.336.982Türk Lirası ve Genel Yönetim Giderleri 33.687.111 Türk Lirası olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin 2024 yılı ilk altı ayında diğer faaliyetleri ve finansman giderleri nedeniyle net 13.576.607 Türk Liralık gider oluşmuştur. Bu tutar içerisinde enflasyon düzeltmesi nedeniyle oluşan 38.161.673TL gelir bakiyesi bulunmaktadır.

Şirket bu faaliyetleri sonucunda 2024 yılının ilk altı aylık dönemini (139.774.365) Türk Liralık zarar ile tamamlamıştır.

Aktay Otel'in 30 Haziran 2024 Tarihli, VUK Hükümlerine Göre Hazırlanmış Solo Bilançosu (Türk Lirası)

VARLIKLAR	31 Aralık 2021	31 Aralık 2022	31 Aralık 2023	30 Haziran 2024

Dönen Varlıklar	**227.245.884**	**218.893.989**	**317.428.582**	**643.757.245**
Hazır Değerler	119.350.981	111.808.436	83.706.058	94.955.096
Ticari Alacaklar	16.068.474	71.163.201	52.522.233	116.405.764
Diğer Alacaklar	1.277.212	1.064.658	80.000.390	231.637.926
Stoklar	56.097.083	14.429.061	36.255.757	69.522.194
Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	17.141.974	1.252.210	28.548.657	80.374.780
Diğer Dönen Varlıklar	17.310.160	19.176.423	36.395.486	50.861.484
Duran Varlıklar	**53.097.504**	**160.135.003**	**177.632.490**	**202.541.291**
Ticari Alacaklar	--	13.876	14.358	17.157
Maddi Duran Varlıklar	28.916.036	130.410.272	145.464.705	147.283.826
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.342.729	29.710.856	32.121.263	55.240.308
Gelecek Yıllar Gider/Gelir Tahakkukları	14.838.739	--	32.163	--
AKTİF (VARLIKLAR) TOPLAMI	**280.343.387**	**379.028.992**	**495.061.071**	**846.298.536**

KAYNAKLAR	**31 Aralık 2021**	**31 Aralık 2022**	**31 Aralık 2023**	**30 Haziran 2024**
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	**146.834.469**	**259.549.469**	**462.648.009**	**967.600.821**
Mali Borçlar	35.952.717	64.974.101	218.694.747	490.669.580
Ticari Borçlar	36.765.219	103.175.396	56.420.060	189.680.596
Diğer Borçlar	51.485.718	59.089.136	89.501.616	85.465.842
Alınan Avanslar	19.918.539	16.826.818	84.253.913	166.428.527
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	2.073.928	4.284.383	8.490.481	33.913.188
Gelecek Aylar Gelir/Gider Tahakkukları	638.349	11.199.635	5.287.193	1.443.088
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	**146.923.287**	**78.496.691**	**57.022.885**	**56.184.386**
Mali Borçlar	146.887.288	78.380.952	56.909.163	56.133.258
Ticari Borçlar	--	95.740	113.722	51.128
Gelecek Yıllara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	35.999	19.999	--	--
Özkaynaklar	**(13.414.369)**	**40.982.833**	**(24.609.823)**	**(177.486.672)**
Ödenmiş Sermaye	9.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	--	--	123.330.560	149.125.756
Sermaye Yedekleri	--	81.101.766	--	--
Kar Yedekleri	3.179.636	3.179.636	43.474.986	83.038.900
Geçmiş Yıllar Karları	88.741	--	--	--
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	--	(25.594.005)	(200.415.370)	(278.876.963)
Dönem Net Karı (Zararı)	(25.682.746)	(26.704.565)	--	(139.774.365)
PASİF (KAYNAKLAR) TOPLAMI	**280.343.387**	**379.028.992**	**495.061.071**	**846.298.536**

31 Aralık 2023 ve 30 Haziran 2024 tarihli finansal tablolar enflasyon muhasebesi uyarınca düzeltilmiştir.

Aktay Otel'in 30 Haziran 2024 Tarihli, VUK Hükümlerine Göre Hazırlanmış Solo Gelir Tablosu (Türk Lirası)

	1 Ocak-31 Aralık 2021	**1 Ocak-31 Aralık 2022**	**1 Ocak-31 Aralık 2023**	**1 Ocak-30 Haziran 2024**
Net Satışlar	159.512.512	546.278.579	815.244.085	580.531.218
Satışların Maliyeti (-)	(168.229.438)	(517.675.011)	(926.651.589)	(625.704.883)
Brüt Satış Karı Veya Zararı	**(8.716.926)**	**28.603.568**	**(111.407.504)**	**(45.173.665)**

Pazarlama, Satış Ve Dağıtım Giderleri (-)	(12.460.516)	(39.833.078)	(75.887.618)	(47.336.982)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(4.977.954)	(17.861.664)	(42.834.312)	(33.687.111)
Faaliyet Karı Veya Zararı	**(26.155.396)**	**(29.091.174)**	**(230.129.434)**	**(126.197.758)**
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir Ve Karlar	54.911.801	75.655.699	148.750.945	70.356.011
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gider Ve Zararları (-)	(49.320.807)	(84.585.564)	(148.908.142)	(29.280.681)
Finansman Giderleri (-)	(7.613.551)	(36.119.957)	(46.463.634)	(56.064.493)
Olağan Kar Veya Zarar	**(28.177.952)**	**(74.140.997)**	**(276.750.264)**	**(141.186.921)**
Diğer Olağandışı Gelir Ve Karlar	4.316.706	48.434.331	192.155.023	2.039.411
Diğer Olağandışı Gider Ve Zararlar (-)	(1.821.500)	(997.899)	(8.128.648)	(626.855)
Dönem Karı Veya Zararı	**(25.682.746)**	**(26.704.565)**	**(92.723.889)**	**(139.774.365)**
Dönem Karı Vergi Ve Diğer Yasal Yük. Krş. (-)	--	--	--	--
Dönem Net Karı Veya Zararı	**(25.682.746)**	**(26.704.565)**	**(92.723.889)**	**(139.774.365)**

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

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

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

4. DEĞERLEMESİ YAPILAN VARLIĞA İLİŞKİN ANALİZ VE ÇALIŞMALAR

4.1.Girdi ve Varsayımlar

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

-Aktay Otel'in değerleme çalışması sırasında kullanılan finansal veriler, şirket tarafından vergi dairesine sunulan onaylı mali tablolardan alınmıştır.

-Değerleme çalışması Aralık 2024 döneminde gerçekleştirilmiş olup bu süreçte Aktay Otel'in Kasım 2024 dönemi mizanı da değerleme çalışmasında kullanılmıştır.

-Aktay Otel'in indirgenmiş nakit akışları yöntemi ile yapılan değerleme çalışmasında, nakit akışlarının tespiti için Aktay Otel'in Özak GYO ile yapmış olduğu ve 1 Ocak 2020 tarihinden itibaren uygulanmakta olan işletme sözleşmesi incelenmiş ve kira giderleri bu doğrultuda oluşturulmuştur. İlgili Sözleşme 2024 yılı aralık ayında Ek protokol ile revize edilmiş olup yapılan bu ek protokol ile kira tutarı 2025 yılı için 12.708.000 avro + KDV olarak belirlenmiştir. Sözleşme süresinin uzaması halinde İşletme Bedeli taraflarca yazılı olarak mutabık kalınacak şekilde yeniden belirlenecektir.

-Şirketin gelirlerinin büyük çoğunluğu ABD Doları cinsinden olduğu için gelirlerin tespiti ABD Doları üzerinden yapılmıştır. 2025 yılı kur tahmini TCMB tarafından yayınlanan veriler üzerinden hesaplanmış olup sonraki yılların verileri ise enflasyon baz alınarak tahmin edilmiştir.

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

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

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi: Aktay Otel'in gelirleri; konaklama, ekstra yiyecek ve içecek, SPA, dükkân kira ve diğer gelirlerden oluşmaktadır. Mevcut kira ve işletme sözleşmeleri, 2023 ve 2024 yılları gerçekleşmeleri ve şirketin gelecek varsayımları doğrultusunda indirgenmiş nakit akış tablosu oluşturulmuştur.

Bu nakit akışları şirketin varsayımları yanında piyasa koşulları da dikkate alınarak yeniden yorumlanmıştır. Bu kapsamda Pazar Değeri hesaplanırken;

1. İndirgeme Oranı hesaplanırken, Türkiye'nin 30 Haziran 2024 tarihli ülke risk primi, risksiz faiz oranı, Borsa İstanbul'da işlem gören ve Aktay Otel ile benzer faaliyetler gösteren halka açık emsal firmaların Beta Katsayıları dikkate alınmıştır.
   Risksiz getiri oranı olarak, 10 yıl vadeli Hazine Tahvili faiz oranı referans alınmış olup %28 olarak dikkate alınmıştır.
2. Nakit Akışları hesaplanırken yeni yapılmış olan işletme sözleşmeleri, şirketin geçmiş verileri ile ilgili doluluk oranları, birim fiyatlar, gider tahminleri, esas alınmıştır.
3. Doluluk oranının 2025 yılında %50,2 olacağı ve sonraki dönemlerde ise kademeli bir artışla 2029 yılında %57,1 olacağı öngörülmüştür.
4. Kur artışı ABD ve Türkiye enflasyon beklentileri üzerinden tahmin edilmiştir.
5. Kurumlar vergisinin 2025 yılı ve sonrası için %25 olarak alınmıştır.
6. Devam Eden Değer Büyüme Oranı (2030 yılı ve sonrası yıllar için) %5 olarak varsayılmıştır. Bu yıllar için TCMB'nin hedef enflasyon oranı %5'tir.
7. İşletme sermayesi hesaplanırken 2023 yılı gerçekleşmelerinin gelecek dönemlerde de aynı seviyede kalacağı varsayılmıştır.

Toplama Yöntemi: Aktay Otel'in 30 Haziran 2024 tarihli mali tabloları VUK'a göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmemiştir. Bu nedenle Toplama Yöntemi'ne göre değerleme yapılırken şirketin varlıkları ve yükümlülükleri reeskonta tabi tutulmuştur.

Reeskont işlemleri için değerleme tarihindeki TCMB reeskont oranları dikkate alınmıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki sınırlamalara tabidir:

1. Aktay Otel'in, değerleme çalışmasında kullanılan 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Haziran 2024 tarihli mali tabloları ilgili vergi mevzuatına göre hazırlanmış olup bağımsız denetimden geçmemiştir.
2. Türkiye'deki ekonomik şartlarda olağandışı kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
3. Türkiye'deki cari mevzuat çerçevesinde, yabancı sermayenin ithalatına engel teşkil eden herhangi bir kısıtlama olmayacağı, bankaların kredi şartlarında önemli oranda bir zorlaştırıcı düzenleme yapılmayacağı varsayılmaktadır.
4. Projeksiyon süresince görevde olacak olan Türkiye Hükümeti'nin kararlı politikalar izleyeceği varsayılmıştır.
5. Aktay Otel'in asgari olarak mevcut faaliyetlerine aynen devam edeceği varsayılmıştır.
6. 2024 yılı aralık ayında yapılan ek protokol ile kira tutarı 2025 yılı için 12.708.000 avro + KDV olarak belirlenmiştir. Gelecek dönmeler için sözleşmede herhangi bir tutar belirlenmemiş olup tarafların karşılıklı mutabakatı ile kira tutarının belirleneceği ifade edilmiştir. Değerleme çalışmasında 2026 yılı ve sonraki yıllar için kira tutarı net satışlarla aynı oranda artacağı varsayılmıştır.
7. Değerlemede yer alan internet sitesi kaynakları, değerlemenin gerçekleştirildiği döneme ait veriler itibarıyla dikkate alınmış olup ilerleyen dönemlerde bu internet sitelerinin değişmesi, verilerin güncellenmesi veya bu internet sitelerinin tamamen kaldırılması gibi durumlardan kurumumuz sorumlu tutulamaz.

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

-Aktay Otel'in değerleme çalışması sırasında kullanılan finansal veriler, şirket tarafından vergi dairesine sunulan onaylı mali tablolardan alınmıştır.

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

-Şirketin gelirlerinin büyük çoğunluğu ABD Doları cinsinden olduğu için gelirlerin tespiti ABD Doları üzerinden yapılmıştır.

4.1.4. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi

Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi Türk Lirası'dır.

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

Aktay Otel'in İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine göre değerlemesi yapılırken, gelirlerinin büyük çoğunluğunun döviz ve büyük oranda da ABD Doları olması nedeniyle, projeksiyon ABD Doları olarak hazırlanmıştır. Raporda 2024 yılı son 6 aylık ortalama USD/TL kuru 34,16 olarak dikkate alınmıştır (Kaynak: Finnet). Projeksiyon yapılırken Dolar kuru USD ve TL enflasyon beklentileri üzerinden tahmin edilmiş olup raporun ilgili bölümlerinde detayları gösterilmiştir.

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

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

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

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

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

Değerleme konusu varlığın değerleme işlemleri 23 Şubat 2022, 4 Kasım 2022 ve 17 Ağustos 2023 tarihli raporlar ile Yeditepe tarafından yapılmıştır. Raporlara ilişkin bilgilere aşağıda yer verilmiştir.

Rapor Tarihi	Rapor Dönemi	Değerleme Uzmanı	Bulunan Değer	Para Birimi
23 Şubat 2022	31 Aralık 2021	Hüseyin Çetin	242.380.795,00	Türk Lirası
4 Kasım 2022	30 Eylül 2022	Hüseyin Çetin	438.819.704,00	Türk Lirası
17 Ağustos 2023	31 Mayıs 2023	Hüseyin Çetin	311.766.573,00	Türk Lirası

4.2.Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

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

4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler:

Olumlu Faktörler:

-Aktay Otel'in bağlı olduğu Özak GYO ve Özak Global Holding A.Ş.'nin finansal gücü,

-Otelde yapılan yenileme çalışmaları ile konseptin değiştirilmesi,

-Antalya Belek bölgesinin tüm dünyada bilinen ve tercih edilen bir destinasyon olması,

-Otelin müşteriler nezdindeki bilinirliği ve tekrar müşteri sayısının yüksekliği,

-Müşteri dağılımının ülkeler bazında dengeli dağılıyor olması.

Olumsuz Faktörler:

-Turizm sektörünün krizlerden çok hızlı etkileniyor olması,

-Ortadoğu'da güncel durumda yaşanmakta olan olaylar,

-Kış aylarındaki otel doluluk oranlarının düşük olması.

4.2.1.2. Değerlemede Kullanılacak Yöntemlerin Belirlenmesi:

Değerleme Yaklaşımları:

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

-Pazar Yaklaşımı

-Gelir Yaklaşımı

-Maliyet Yaklaşımı

Pazar Yaklaşımı:

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

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

-Değerleme konusu varlığın değer esasına uygun bir bedel ile son dönemde satılmış olması,

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

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

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

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

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

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

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

-Güncel işlemlere yönelik bilgilerin güvenilir olmaması,

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

Gelir Yaklaşımı:

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

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

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

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

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

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

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

- Değerleme konusu varlıkla ilgili bilgiye erişimsizliğin bulunması,

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

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

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

Maliyet Yaklaşımı:

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

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

-Katılımcıların değerleme konusu varlıkla önemli ölçüde aynı faydaya sahip bir varlığı yasal kısıtlamalar olmaksızın yeniden oluşturabilmesi ve varlığın katılımcıların değerleme konusu varlığı bir an evvel

kullanabilmeleri için önemli bir prim ödemeye razı olmak durumunda kalmayacakları kadar kısa bir sürede yeniden oluşturulabilmesi,

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları

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

4.3.1. Pazar Yaklaşımı

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi:

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

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

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

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

1. Aktay Otel'in ilgili döneme ait özkaynak ve net kar değerlerinin negatif olması.

2. Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan emsal firmaların verilerinin anlamlı sonuçlar üretmemesi. Bu kapsamda emsal olarak baz alınan BİST Turizm Sektörü firmalarının dört çarpan değerinin bazı firmalarda negatif olması, bazılarının çok düşük olması ve bazılarının ise çok yüksek olması sebebi ile kullanılabilir değillerdir.

3. Aktay Otel'in işletmekte olduğu otelin kendi mülkiyetinde olmaması ve bunun yanında kira sözleşmesindeki gelir paylaşım maddelerinin emsal firmalardan çok farklı olması gibi sebeplerle emsal firmaların gelir üretme şekilleri ile Aktay Otel'in gelir üretme şekli farklılık göstermektedir.

Yukarıda sayılan sebeplerden ötürü Pazar Yaklaşımı kullanılmamıştır.

4.3.2. Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

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

İNA yönteminin temel adımları:

(a) değerleme konusu varlığın ve değerleme görevinin niteliğine en uygun nakit akışı türünün seçilmesi (örneğin, vergi öncesi veya vergi sonrası nakit akışları, toplam nakit akışları veya özsermayeye ait nakit akışları, reel veya nominal nakit akışları vb.),

(b) nakit akışlarının tahmin edileceği en uygun kesin sürenin varsa belirlenmesi,

(c) söz konusu süre için nakit akış tahminlerinin hazırlanması,

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

(e) uygun indirgeme oranının belirlenmesi, ve

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

şeklindedir.

Varsayımlar ve Tahminler:

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

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

Dönem	2019	2020	2021	2022	2023
Satılan Yatak Sayısı	256.383	79.519	103.518	164.848	147.892
Toplam Yatak Kapasitesi	438.000	438.000	438.000	438.000	438.000
Doluluk Oranı	58,5%	18,2%	23,6%	37,6%	33,8%

Otelin yıllık yatak kapasitesi ise 438.000 adettir. Satılan yatak sayısı üzerinden kişi başına konaklama gelirleri ise aynı süreçte aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir (Burada yer alan kişi başına gelir, sadece konaklama gelirlerini içermekte olup yiyecek, içecek, SPA vb. gelirleri içermemektedir):

Dönem	Kişibaşına Konaklama Gelir ($)
2019	118,9
2020	128,9
2021	166,9
2022	204,9
2023	222,4

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

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

Dönem	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	**183.547.074**	**88.834.754**	**159.512.512**	**546.278.579**	**815.244.085**
Konaklama Gelirleri	174.614.811	76.940.939	147.672.610	562.020.588	789.842.834
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	2.681.588	1.686.156	2.146.734	4.374.203	16.451.586
SPA Gelirleri	3.575.843	1.470.495	2.942.446	11.018.093	10.945.838
Dükkân Kira Gelirleri	3.425.075	2.652.043	5.479.272	9.615.057	14.118.901
İade ve İskontolar	-4.764.126	-4.352.912	-4.764.126	-65.776.141	-35.771.460
Diğer Gelirler	4.013.884	10.438.032	6.035.575	25.026.779	19.656.387

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

Yine 2022 yılı ilk aylık dönemi ile bir önceki yılın ortalama konaklama gelirleri arasında önemli bir fark olduğu görülmektedir. Otelin yeni konsepti nedeniyle ortalama birim fiyatı yükselmiştir.

Değerleme çalışması Aralık 2024 döneminde yapılmış olup bu çerçevede 2024 yılı büyük ölçüde gerçekleşmiştir. Aralık ayı ise yoğun bir dönem olmayıp önceki yılın Aralık ayı üzerinden korelasyon yapılarak 2024 yılının tamamı tahmin edilmiş ve ilk 6 aylık gerçekleşmeler de elimine edilerek 2024 yılı ikinci yarısı tahmin edilmiş ve projeksiyona eklenmiştir.

2024 yılı ilk 6 aylık sonuçlar ve son 6 aylık tahminler aşağıdaki gibidir:

Dönem	2024/06	2024 Son 6 Ay T
Net Satışlar	**580.531.218**	**1.286.732.653**
Konaklama Gelirleri	530.370.305	1.246.640.832
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	18.566.605	25.966.202
SPA Gelirleri	8.410.387	17.276.258
Dükkân Kira Gelirleri	15.997.828	22.284.431
İade ve İskontolar	-9.534.285	-56.459.540

Diğer Gelirler	16.720.378	31.024.470

Daha önce de ifade edildiği gibi 2024 yılının tamamına yakını gerçekleşmiş olup 2024 yılı son 6 aylık tahminler Kasım 2024 dönemi mizanı üzerinden oluşturulmuştur.

Gelecek dönemlerin kişi başına konaklama gelirleri ABD enflasyonu doğrultusunda artırılmıştır. 2023 yılı ortalama konaklama geliri 222,4 USD olarak gerçekleşmiş olup ABD'de açıklanan 2024 yılı enflasyon verisine göre Kasım 2024 döneminde enflasyon yıllık bazda %2,7 artmıştır (Kaynak: U.S. Bureau of Labor Statistics, Web: https://www.bls.gov). Bu çerçevede 2025 yılında konaklama gelirleri hesaplanırken 2023 yılı ortalama gelirleri 2 enflasyon oranı kadar artırılarak 234,6 USD olarak öngörülmüştür. Sonraki dönemlerde de enflasyon 2029 yılına kadar %2,7 ile devam edeceği varsayılmıştır.

Satılan yatak sayısı 2023 yılında 147.892 kişi olarak gerçekleşmiştir. Bu, yıllık bazda %33,8'lik bir doluluk oranına tekabül etmektedir. 2024 yılında ise doluluk oranı yılsonu verisi tam gerçekleşmemiş olmakla birlikte %50 eşiğini aşmıştır. Şirketin doluluk oranının 2025 yılı ve sonrasında ise aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir:

Dönem	**2025 T**	**2026 T**	**2027 T**	**2028 T**	**2029 T**
Satılan Yatak Sayısı	220.000	230.000	230.000	250.000	250.000
Toplam Yatak Kapasitesi	438.000	438.000	438.000	438.000	438.000
Doluluk Oranı	50,2%	52,5%	52,5%	57,1%	57,1%

Konaklama gelirleri USD bazında tahmin edilmiş olup daha sonra TL'ye çevrilmiştir. USD/TL kuru tahmin edilirken 2024 yılı büyük ölçüde gerçekleştiği için bu dönem özelinde gerçekleşmiş olan veri baz alınmıştır. 2025 yılı için TCMB tahmini kullanılmıştır. 2026 yılı ve sonrası için ise enflasyon oranları baz alınarak bir tahmin oluşturulmuştur. Bu çerçevede TL enflasyon ve ABD enflasyon verisi bir arada tahmin yürütülmüştür. ABD'de son açıklanan enflasyon (Kasım 2024) yıllık bazda %2,7 seviyesindedir. TL enflasyonu için ise TCMB 5 yıllık beklentileri baz alınmıştır. Aralık 2024 dönemi TCMB enflasyon beklentisi (Kaynak: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/085d78c0-9809-4b33-a6b6-21e0a22a6405/PKA_Rapor.pdf?MOD=AJPERES#:~:text) ve USD tahmini aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Dönem	**TL Enflasyon Beklentisi**	**USD Enflasyon Beklentisi**	**Kur Artışı Çarpanı**	**USD/TL Kuru Tahmini**
2025	27,07%	2,70%	1,24	39,50
2026	18,47%	2,70%	1,15	45,56
2027	16,09%	2,70%	1,13	51,50
2028	13,72%	2,70%	1,11	57,03
2029	11,34%	2,70%	1,08	61,82

Kur artışı aşağıdaki formül ile tahmin edilmiştir:

$$USD/TL\ Yıllık\ Artış\ Beklentisi = \frac{1 + TL\ Enflasyon\ Beklentisi}{1 + USD\ Enflasyon\ Beklentisi} - 1$$

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

Dönem	**2025 T**	**2026 T**	**2027 T**	**2028 T**	**2029 T**
Kişibaşına Konaklama Gelirleri	234,6 USD/kişi	240,9 USD/kişi	247,4 USD/kişi	254,1 USD/kişi	260,9 USD/kişi
Satılan Yatak Sayısı	220.000 kişi	230.000 kişi	230.000 kişi	250.000 kişi	250.000 kişi
Konaklama Gelirleri ($)	51.604.005 USD	55.406.282 USD	56.902.252 USD	63.520.231 USD	65.235.277 USD
Ortalama Dolar Kuru Tahmini	39,4956	45,5603	51,5019	57,0265	61,8240
Konaklama Gelirleri (TL)	**2.038.128.584**	**2.524.324.158**	**2.930.572.059**	**3.622.335.718**	**4.033.108.588**

Şirketin oda gelirleri dışında kalan gelirleri 2023 yılı için aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir:

Gelir Çeşidi	**Tutar**

Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	16.451.586
SPA Gelirleri	10.945.838
Dükkân Kira Gelirleri	14.118.901
Diğer Gelirler	19.656.387

Bunun yanında aynı dönemde iade ve iskontolar ise -35.771.460 TL olmuştur.

Bu gelirlerin oda gelirlerine oranı incelendiğinde önceki yıllar ile paralellik gösterdiği görülmüş olup bu çerçevede değerleme çalışmasında baz alınmıştır. Şirketin gelecek dönemler için konaklama gelirleri tahmin edildikten sonra bunun dışında kalan gelirler ve iadelerin 2023 yılı konaklama gelirlerine oranı sabit kabul edilmiş ve gelecek dönemlerin gelirleri tahmin edilmiştir.

Dönem	2024 Son 6 Ay T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Net Satışlar	**1.286.732.653**	**2.103.674.557**	**2.605.506.123**	**3.024.818.909**	**3.738.829.604**	**4.162.812.881**
Konaklama Gelirleri	1.246.640.832	2.038.128.584	2.524.324.158	2.930.572.059	3.622.335.718	4.033.108.588
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	25.966.202	42.452.050	52.578.987	61.040.699	75.449.400	84.005.362
SPA Gelirleri	17.276.258	28.244.892	34.982.711	40.612.595	50.199.228	55.891.820
Dükkân Kira Gelirleri	22.284.431	36.432.735	45.123.764	52.385.682	64.751.360	72.094.165
İade ve İskontolar	-56.459.540	-92.305.498	-114.324.974	-132.723.673	-164.053.193	-182.656.825
Diğer Gelirler	31.024.470	50.721.793	62.821.477	72.931.547	90.147.091	100.369.771

Şirketin amortisman ve kira hariç operasyonel giderlerin toplam gelirlere oranı geçmiş yıllarda %45-%70 aralığında dalgalanmıştır. Özellikle sabit giderler nedeniyle otelin 2022 yılında yeni konsepte geçiş sürecinde müşteri kabul etmemesi bu oranı artırmış ve doluluk oranlarının yükseldiği dönemlerde ise bu oran düşmüştür. Geleceğe dönük yapılan tahminlerde bu oran 2024 yılı ikinci yarısında %55 olarak tahmin edilmiş olup sonraki dönemlerde ise kademeli olarak gerileyeceği ve 2029 yılında %50,2 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Geleceğe dönük tahminler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Dönem	Operasyonel Giderler (Kira ve Amortisman Hariç SMM)
2024 Son 6 Ay T	707.702.959
2025T	1.133.880.586
2026T	1.376.280.444
2027T	1.597.769.844
2028T	1.876.178.345
2029T	2.088.936.969

Amortisman hariç faaliyet giderlerinde de benzer bir işlem yapılmıştır. Geçmiş dönemler incelendiğinde bu giderlerin toplam gelirlere oranı %9-%15 aralığında dalgalanmıştır. Doluluk oranlarının yüksek olduğu dönemlerde bu oran gerilerken düşük olduğu dönemlerde ise oran yükselmiştir. 2024 yılı son 6 aylık döneminde bu oranın %14,6 olacağı ve sonraki dönemlerde aynı seviyede kalacağı öngörülmüştür.

Dönem	Amortisman Hariç Faaliyet Giderleri
2024 Son 6 Ay T	187.379.906
2025T	306.346.731
2026T	379.425.743
2027T	440.487.993
2028T	544.465.503
2029T	606.207.891

Değerleme çalışması amortisman hariç yapılmış olup bu çerçevede amortismandan kaynaklı vergi etkisi şirketin Pazar Değerine eklenmiştir.

Aktay Otel'in Özak GYO ile yaptığı sözleşme çerçevesinde şirketin 2025 yılı ve sonrası için kira giderleri hesaplanmıştır. Buna göre şirketin kira giderleri 2025 yılı için 543.117.980 TL hesaplanmış olup sonraki yıllarda ise satış gelirleri ile aynı oranda artacağı varsayılmıştır.

Şirketin kira giderleri düşüldükten sonra amortisman hariç faaliyet karına ulaşılmıştır.

Vergi matrahı hesaplanırken amortisman hariç faaliyet karından amortisman tutarları ve finansal borçların faiz ödeme tutarları düşülmüştür. Geçmiş yıl zararları da vergiden mahsup edilmiştir. Böylece her yılın vergi matrahı tahmin edilmiş olup ilgili yılın vergi oranı ile çarpılarak kurumlar vergisi tahmin edilmiştir. Kurumlar vergisi oranı %25 olarak alınmıştır.

Kurumlar vergisi hesaplanırken enflasyon muhasebesinden kaynaklı vergi etkisi de dikkate alınmıştır.

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

1. Aktay Otel'in kısa vadeli ticari alacakları içerisinde yer alan "Alıcılar" hesabı ticari faaliyetler ile ilişkili olup bu kalem ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
2. Kısa vadeli ticari alacaklar içerisinde yer alan "Verilen Depozito ve Teminatlar" ticari alacak olarak sınıflandırılmamıştır. Bu tutarlar, şirketin net satışlarını oluşturan ticari alacaklar ile ilişkili değildir.
3. Şüpheli ticari alacaklar ve bunlar için ayrılan karşılıklar ticari alacakların dışında bırakılmıştır. Bu tutarların geçmişten kalmış olması ve tahsilinin mümkün görünmüyor olması gibi sebepler ile böyle bir yol tercih edilmiştir.
4. "Alınan Çekler"in tamamı ticari faaliyetlerden kaynaklanmakta olup bu nedenle bu tutarlar ticari alacaklara eklenmiştir. Benzer şekilde "Alınan Senetler" de ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
5. Hazır Değerler içerisinde yer alan "Diğer Hazır Değerler" şirketin POS cihazı alacaklarından oluşmakta olup bu tutarlar da ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
6. "Diğer Dönen Varlıklar" içerisinde yer alan "İş Avansları" da ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
7. Stoklar hesaplanırken şirketin "Verilen Sipariş Avansları" ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
8. Ticari borçlar hesaplanırken kısa vadeli ticari borçlarda yer alan "Satıcılar" ticari borç olarak dikkate alınmıştır.
9. Kısa vadeli ticari borçlarda yer alan "Alınan Depozito ve Teminatlar" ticari borç dışında tutulmuştur.
10. "Verilen Çekler ve Ödeme Emirleri"nin tamamı ticari faaliyetlerden kaynaklanmakta olup bu tutarlar ticari borçlara eklenmiştir.
11. Mali borçlarda yer alan "Diğer Mali Borçlar" kredi kartı kaynaklı işlemlerden kaynaklanmakta olup ticari borç olarak dikkate alınmıştır.
12. Alınan sipariş avansları ticari borç olarak dikkate alınmıştır.
13. Gelecek aylara ait giderler ve gelecek yıllara ait giderler ticari borç olarak dikkate alınmıştır.

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

Dönem	**2020/12**	**2021/12**	**2022/12**	**2023/12**	**2024/06**
Düzeltilmiş Ticari Alacaklar	23.254.662	28.489.990	83.889.043	90.421.472	176.581.122
Düzeltilmiş Stoklar	2.224.592	2.171.437	6.028.874	32.607.040	55.044.604
Düzeltilmiş Ticari Borçlar	19.043.520	34.628.231	113.592.790	136.673.487	353.175.267

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

Net İşletme Sermayesi	**2021/12**	**2022/12**	**2023/12**	**2024/06**
Ortalama Ticari Alacaklar	25.872.326	56.189.517	118.815.047	133.501.297
KDV Oranı	8%	8%	10%	10%

KDV Hariç Ortalama Ticari Alacaklar	23.955.858	52.027.330	108.013.679	121.364.815
Ticari Alacak Devir Hızı	6,7	10,5	10,3	9,6
Ticari Alacak Devir Süresi (gün)	54,8	34,8	35,5	38,2
Ortalama Stoklar	2.198.014	4.100.156	19.792.879	43.825.822
Stok Devir Hızı	41,4	75,4	28,5	19,5
Stok Devir Süresi (gün)	8,8	4,8	12,8	18,7
Ortalama Ticari Borçlar	26.835.875	74.110.510	125.681.030	244.924.377
KDV Oranı	8%	8%	10%	10%
KDV Hariç Ortalama Ticari Borçlar	24.848.033	68.620.843	114.255.482	222.658.524
Ticari Borç Devir Hızı	7,2	8,2	8,9	6,1
Ticari Borç Devir Süresi (gün)	26,8	44,8	41,1	59,8

Tabloda da görüldüğü gibi şirketin 2023/12 dönemi ortalama ticari alacak devir süresi 35,5 gün, ortalama stok devir süresi 12,8 gün ve ortalama ticari borç devir süresi 41,1 gündür. Ticari alacak devir sürelerinin gelecek dönemlerde 2023 yılı ortalamaları ile aynı seviyede devam edeceği varsayılmıştır.

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

Dönem	**2025T**	**2026T**	**2027T**	**2028T**	**2029T**
Ortalama Ticari Alacak Devir Süresi	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*
Ortalama Stok Devir Süresi	*12,8 gün*	*12,8 gün*	*12,8 gün*	*12,8 gün*	*12,8 gün*
Ortalama Ticari Borç Devir Süresi	*41,1 gün*	*41,1 gün*	*41,1 gün*	*41,1 gün*	*41,1 gün*
Ortalama Ticari Alacaklar	204.452.207	253.224.281	293.976.508	363.369.876	404.576.020
Ortalama Stoklar	39.799.188	48.307.419	56.081.693	65.853.826	73.321.650
Ortalama Ticari Borçlar	223.116.770	273.181.583	317.145.606	380.899.582	424.093.595
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	**21.134.625**	**28.350.117**	**32.912.595**	**48.324.120**	**53.804.076**
Net İşletme Sermayesi Değişimi	**6.528.285**	**7.215.491**	**4.562.479**	**15.411.525**	**5.479.955**

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

KDV alacaklarındaki artış da nakit çıkışı olup iki dönem arası KDV alacaklarındaki artışlar nakit çıkışı, KDV azalışları ise nakit girişidir. Şirketin KDV alacakları 30 Haziran 2024 tarihinde 47.689.669 TL olup geçmişte yapılmış olan yatırımlardan dolayı KDV alacakları artmıştır. Şirketin ilerleyen dönemlerde KDV alacaklarının artması durumunda iade faturası kesecek olması sebebi ile gelecek dönemler için KDV alacakları tahmini yapılmamış ve 30 Haziran 2024 döneminde seviye ile aynı kalacağı varsayılmıştır.

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

Dönem	**2024 Son 6 Ay T**	**2025T**	**2026T**	**2027T**
Finansal Borç Anapara Ödemeleri	166.460.318	346.031.746	17.142.857	17.142.856
Finansal Borç Faiz Ödemeleri (Komisyon ve BSMV Dahil)	43.654.009	97.458.676	3.539.296	1.246.666

İNA Değerleme:

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

Şirketin nakit akışlarının hesaplanmasında şu ana kategoriler baz alınır:

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

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

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

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

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

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

Özsermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanır:

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

R_f: Risksiz Getiri Oranı

R_m: Sermaye Piyasası Getiri Beklentisi

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

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

Değerleme çalışmasında Sermaye Piyasası Risk Primi %5 olarak alınmıştır.

Değerleme TL bazında yapıldığı için "Risksiz Faiz Oranı" olarak değerleme tarihindeki (30 Haziran 2024) 10 yıllık devlet tahvil faizi incelenmiş olup ilgili tarihte bu oran %28 seviyesindedir. Bu çerçevede risksiz faiz oranı %28 olarak dikkate alınmıştır.

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

Şirketlerin betalarının hesaplanmasında değerleme tarihinden itibaren son 3 yıllık günlük bazdaki betalar dikkate alınmıştır. Hesaplamada baz alınan şirketler şunlardır:

1. Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş. ("AYCES")
2. Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi A.Ş. ("KSTUR")
3. Marmaris Altınyunus Turistik Tesisler A.Ş. ("MAALT")
4. Merit Turizm Yatırım Ve İşletme A.Ş. ("MERIT")
5. Martı Otel İşletmeleri A.Ş. ("MARTI")

Bu şirketlerin betaları aşağıdaki gibidir:

Şirket	Beta
AYCES	0,54
KSTUR	0,51
MAALT	0,75
MARTI	0,60
MERIT	0,70

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

Özkaynaklar	AYCES	KSTUR	MAALT	MARTI	MERIT
2024/06	2.845.729.846	479.167.875	2.171.864.700	4.407.574.522	8.750.607.454
2024/03	2.636.645.159	-	2.086.159.913	3.495.434.091	8.010.477.370
2023/12	3.250.224.996	537.812.618	2.465.645.483	3.567.089.891	5.627.729.869
2023/09	1.519.465.441	-	207.228.775	2.893.275.200	1.516.229.235
2023/06	1.479.810.940	84.587.841	206.487.692	2.409.699.565	1.521.730.851
2023/03	1.483.356.684	-	192.029.370	2.987.768.129	1.543.539.444
2022/12	2.517.990.762	333.269.107	340.352.594	1.596.689.019	2.510.792.077
2022/09	563.143.085	-	189.830.622	1.294.902.200	921.414.639
2022/06	531.629.464	54.876.033	177.327.050	413.064.563	918.198.624
2022/03	534.944.436	-	163.677.382	429.256.349	918.708.966
2021/12	546.160.303	64.008.121	148.886.367	33.550.757	916.530.580
2021/09	234.125.545	-	123.333.765	-295.105.329	268.314.428

Finansal Borç	AYCES	KSTUR	MAALT	MARTI	MERIT
2024/06	97.677.415	0	0	3.968.815.963	0
2024/03	25.522.179	-	0	3.837.721.495	0
2023/12	34.429.863	0	0	3.763.808.850	0
2023/09	17.334.086	-	0	3.520.739.850	0
2023/06	17.484.099	0	0	3.355.268.028	0
2023/03	17.699.527	-	0	3.120.423.928	0
2022/12	30.478.268	0	0	2.391.678.278	0
2022/09	18.455.832	-	0	2.276.626.770	0
2022/06	18.129.139	0	0	2.241.161.597	0
2022/03	16.469.632	-	0	2.016.704.809	0
2021/12	16.511.310	0	0	1.826.235.091	0

2021/09	18.268.384	-	0	1.625.226.056	0

Kaynak: Finnet

Kaldıraçsız beta aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

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

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

Şirket	Beta	Ortalama Özkaynaklar	Ortalama Finansal Borç	Finansal Borç/Özkaynak	Kaldıraçsız Beta
AYCES	0,54	1.511.935.555	27.371.645	1,8%	0,53
KSTUR	0,51	258.953.599	0	0,0%	0,51
MAALT	0,75	706.068.643	0	0,0%	0,75
MARTI	0,60	1.936.099.913	2.828.700.893	146,1%	0,29
MERIT	0,70	2.785.356.128	0	0,0%	0,70
Sektör	**0,64**	**7.198.413.838**	**2.856.072.537**	**39,7%**	**0,49**

Tabloda görüldüğü gibi sektörün kaldıraçsız betası 0,49 olarak tespit edilmiştir.

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

Kaldıraçsız Beta	**0,49**
Şirketin Finansal Borcu	%0
Şirketin Özsermayesi	%100
Şirket Borç / Özkaynak	0
Kaldıraçlı Beta	**0,49**

Tabloda görüldüğü gibi kaldıraçlı beta 0,49 hesaplanmıştır.

Şirket betası olarak kaldıraçlı beta kullanılmış ve bu çerçevede şirketin özsermaye maliyeti aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi %30,45 olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Maliyeti	
Risksiz Getiri Oranı	28%
Beta	0,49
Piyasa Risk Primi	5,0%
Özsermaye Maliyeti (k_e)	**30,45%**

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

Değerleme çalışmasında Aktay Otel'in 2029 yılına kadar elde edeceği nakit akışları tahmin edilmiştir. Sonraki dönemler için ise sabit bir getiri oranı üzerinden Aktay Otel'in sonsuza kadar nakit akışı üreteceği varsayılmıştır. Değerleme çalışmasında işletme sermayesi ve diğer unsurların doğru hesaplanabilmesi adına devam eden değer ile uyumlu olarak projeksiyon 2030 yılına kadar yapılmış olup 2030 yılı gelirleri devam eden değer büyüme oranı olan %5 üzerinden artırılmıştır.

Aktay Otel'in 30 Haziran 2024 dönemi satış gelirleri 580.531.218 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Değerleme tarihi 30 Haziran 2024 olup bu tarihten sonra gerçekleşecek olan nakit akışları tahmin edilmiş ve projeksiyona eklenmiştir.

Operasyonel giderler (kira ve amortisman hariç) ve faaliyet giderleri (amortisman hariç) TL bazında gerçekleşmekte olup daha önce de ifade edildiği gibi 2023 ve 2024 yılı verileri baz alınarak tahmin edilmiştir.

Vergi hesaplamasında vergi oranı kurumlar vergi oranı olan %25 olarak alınmıştır.

Yukarıdaki işlemler sonucunda Aktay Otel'in 2030 yılına kadarki nakit akışları tahmin edilmiştir. Bu nakit akışları, Aktay Otel'in özsermaye maliyeti olan %30,45 üzerinden bugüne indirgenmiştir. İndirgenme tarihi 30 Haziran 2024 olarak dikkate alınmıştır. Şirketin Devam Eden Değerinin doğru hesaplanması adına 2029 yılından sonra 1 yıl daha eklenmiş olup 2030 yılı büyüme oranı, devam eden değer büyüme oranı olan %5 olarak alınmıştır. Böylece sabit büyümeyi ifade eden devam eden değer hesaplanırken 2029 yılına kadarki büyüme verilerinde kullanılan net işletme sermayesi değişimindeki yükseliş elimine edilmiş ve devam eden değere uygun şekilde revize edilmiştir.

Şirketin nakit akışları hesaplanırken özkaynaklara nakit akışı benimsenmiş olup bu nedenle projeksiyon süresi içerisinde finansman giderlerinin tamamlandığı kısım hesaplanmış ve 2028 yılında ise finansman giderleri kalmamıştır. Buna karşın finansman giderlerinin bitiş tarihi daha ileriki bir tarih olması durumunda, projeksiyon yine buna uygun şekilde uzatılmış olacaktı. Fakat mevcut değerleme çalışmasında buna gerek kalmamıştır.

Böylece 2030 yılına kadarki nakit akışlarının bugünkü değeri -29.841.610 TL olarak hesaplanmıştır. Burada sonucun negatif çıkmasının temel sebebi finansman giderlerinin de bu dönemde nakit akışlarından düşülmüş olmasıdır. Sonraki dönemlerde ise finansal borçların olmayacağı varsayılmıştır.

Değerlemede 2030 yılından sonra ise her yıl belli bir büyüme oranı üzerinden sonsuza kadar faaliyetlerini sürdüreceği varsayılmıştır. Devam Eden Değer Büyüme oranı %5 olarak alınmıştır. Bu büyüme oranı üzerinden aşağıdaki formül kullanılarak şirketin Devam Eden Değeri hesaplanmıştır.

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

$$Devam\ Eden\ Değer = (NA * \frac{1+g}{i-g}) * (2030\ Yılı\ İskonto\ Katsayısı)$$

NA: Nakit akışı (2030 yılı)

g: Devam eden değer büyüme oranı (%5)

i: İndirgeme Oranı (Özsermaye Maliyeti)

$$Devam\ Eden\ Değer = \left(306.742.361 * \frac{1+\%5}{\%30,45-\%5}\right) * 0,18 = 224.775.384\ TL$$

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

Bu kapsamda:

1. Aktay Otel'in nakit ve nakit benzeri (kasa ve banka hesapları toplamı), Pazar Değerine eklenmiştir. Bunun toplam tutarı 47.117.198 TL seviyesindedir.
2. Finansal Borçlar projeksiyonda oluşma dönemine göre anapara ve faizi ile birlikte düşüldüğü için nihai Pazar Değerinden tekrar düşülmemiştir.

3. Ortaklara Borçlar Aktay Otel'in Pazar Değerinden düşülmüştür. 30 Haziran 2024 döneminde toplam büyüklüğü 57.961.860 TL seviyesindedir.
4. Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları Pazar Değerine eklenmiştir.
5. Diğer Çeşitli Alacaklar köprü kredilerden kaynaklı olup Pazar Değerine eklenmiştir.
6. Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar 200.180 TL olup Pazar Değerine eklenmiştir.
7. Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar 2.813.381 TL olup Pazar Değerine eklenmiştir.
8. Personele Borçlar 27.405.178 TL olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
9. Diğer Çeşitli Borçlar 98.805 TL olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
10. Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler 33.913.188 TL olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
11. Gider Tahakkukları 1.321.527 TL olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
12. Amortisman Ayrılmayan Varlıkların Vergi Avantajı 12.982.982 TL olup Pazar Değerine eklenmiştir.
13. "Tahsili Mümkün Şüpheli Ticari Alacaklar" ve "Depozito ve Teminatlar" net işletme sermayesi ihtiyacının hesaplanmasında devre dışı bırakılmıştı. Bunların toplam tutarı sıfır varsayılarak Pazar Değerine eklenmiştir. Depozito ve teminatlar şirket faaliyette olduğu müddetçe tahsil edilemeyeceği için bunlar sıfır alınmıştır. Yine şüpheli ticari alacakların da tahsili mümkün görünmediği için bu tutarlar da sıfır alınmıştır.

Aşağıda yer aldığı gibi 30 Haziran 2024 tarihi baz alınarak oluşturulan İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine göre Aktay Otel'in Pazar Değeri 444.760.135 TL hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	2024/06	2024 Son 6 Ay T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ortalama Dolar Kuru (Tahmini)	**31,71**	**34,13**	**39,50**	**45,56**	**51,50**	**57,03**	**61,82**	
Net Satışlar	**580.531.218**	**1.286.732.653**	**2.103.674.557**	**2.605.506.123**	**3.024.818.909**	**3.738.829.604**	**4.162.812.881**	**4.370.953.525**
Konaklama Gelirleri	530.370.305	1.246.640.832	2.038.128.584	2.524.324.158	2.930.572.059	3.622.335.718	4.033.108.588	4.234.764.017
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	18.566.605	25.966.202	42.452.050	52.578.987	61.040.699	75.449.400	84.005.362	88.205.630
SPA Gelirleri	8.410.387	17.276.258	28.244.892	34.982.711	40.612.595	50.199.228	55.891.820	58.686.411
Dükkan Kira Gelirleri	15.997.828	22.284.431	36.432.735	45.123.764	52.385.682	64.751.360	72.094.165	75.698.873
İade ve İskontolar	-9.534.285	-56.459.540	-92.305.498	-114.324.974	-132.723.673	-164.053.193	-182.656.825	-191.789.666
Diğer Gelirler	16.720.378	31.024.470	50.721.793	62.821.477	72.931.547	90.147.091	100.369.771	105.388.260
Operasyonel Giderler (Kira ve Amortisman Hariç SMM)	**427.700.934**	**707.702.959**	**1.133.880.586**	**1.376.280.444**	**1.597.769.844**	**1.876.178.345**	**2.088.936.969**	**2.193.383.817**
Faaliyet Giderleri (Amortisman Hariç)	**77.242.556**	**187.379.906**	**306.346.731**	**379.425.743**	**440.487.993**	**544.465.503**	**606.207.891**	**636.518.286**
Operasyonel Kar	**75.587.728**	**391.649.788**	**663.447.240**	**849.799.935**	**986.561.072**	**1.318.185.756**	**1.467.668.021**	**1.541.051.422**
Amortisman Hariç Operasyonel Kar	**75.587.728**	**391.649.788**	**663.447.240**	**849.799.935**	**986.561.072**	**1.318.185.756**	**1.467.668.021**	**1.541.051.422**
Kira Gideri	**175.044.800**	**262.538.462**	**543.117.980**	**672.678.774**	**780.935.212**	**965.275.535**	**1.074.737.780**	**1.128.474.669**
Amortisman Hariç Faaliyet Karı	**-99.457.071**	**129.111.326**	**120.329.260**	**177.121.161**	**205.625.860**	**352.910.222**	**392.930.241**	**412.576.753**
Vergi Matrahı	**0**	**109.437.600**	**62.436.508**	**201.481.705**	**204.379.193**	**352.910.222**	**392.930.241**	**412.576.753**
Enflasyon Muhasebesi Vergi Etkisi	**38.161.673**	**23.980.283**	**39.565.924**	**27.899.840**	**0**			
Vergiden Mahsup Edilecek Geçmiş Yıl Zararı	**0**	**263.316.835**	**200.880.327**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Vergi	**0**	**0**	**0**	**150.344**	**51.094.798**	**88.227.555**	**98.232.560**	**103.144.188**
Vergi Sonrası Faaliyet Karı (Amortisman Hariç)	**-99.457.071**	**129.111.326**	**120.329.260**	**176.970.816**	**154.531.061**	**264.682.666**	**294.697.681**	**309.432.565**
Ortalama Ticari Alacak Devir Süresi	*38,2 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*
Ortalama Stok Devir Süresi	*18,7 gün*	*12,8 gün*	*12,8 gün*	*12,8 gün*	*12,8 gün*	*12,8 gün*	*12,8 gün*	*12,8 gün*
Ortalama Ticari Borç Devir Süresi	*59,8 gün*	*41,1 gün*	*41,1 gün*	*41,1 gün*	*41,1 gün*	*41,1 gün*	*41,1 gün*	*41,1 gün*
Ortalama Ticari Alacaklar	121.364.815	181.475.893	204.452.207	253.224.281	293.976.508	363.369.876	404.576.020	424.804.821
Ortalama Stoklar	43.825.822	39.852.656	39.799.188	48.307.419	56.081.693	65.853.826	73.321.650	76.987.733
Ortalama Ticari Borçlar	222.658.524	206.722.209	223.116.770	273.181.583	317.145.606	380.899.582	424.093.595	445.298.274
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	**-57.467.887**	**14.606.340**	**21.134.625**	**28.350.117**	**32.912.595**	**48.324.120**	**53.804.076**	**56.494.279**
Net İşletme Sermayesi Değişimi	**-42.237.336**	**72.074.227**	**6.528.285**	**7.215.491**	**4.562.479**	**15.411.525**	**5.479.955**	**2.690.204**
Net KDV Alacakları	**47.689.669**	**47.689.669**	**47.689.669**	**47.689.669**	**47.689.669**	**47.689.669**	**47.689.669**	**47.689.669**
Net KDV Alacakları Değişimi		**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Yatırım Giderleri	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Borç Anapara Ödemeleri		166.460.318	346.031.746	17.142.857	17.142.856	0	0	0
Finansal Borç Faiz Ödemeleri (Komisyon ve BSMV Dahil)		43.654.009	97.458.676	3.539.296	1.246.666	0	0	0
Nakit Akışı		**-153.077.228**	**-329.689.448**	**149.073.172**	**131.579.060**	**249.271.141**	**289.217.725**	**306.742.361**
Özkaynak Maliyeti		30,45%	30,45%	30,45%	30,45%	30,45%	30,45%	30,45%
İskonto Katsayısı	1,00	0,88	0,67	0,51	0,39	0,30	0,23	0,18
İndirgenmiş Nakit Akışları		**-134.023.985**	**-221.269.147**	**76.693.610**	**51.890.797**	**75.356.279**	**67.021.821**	**54.489.014**

İndirgenmiş Nakit Akışları Toplamı	**-29.841.610**
Devam Eden Değer	**224.775.384**
Nakit ve Nakit Benzeri	**47.117.198**
Ortaklara Borçlar	**-57.961.860**
Gelecek Aylara Ait Giderler	**75.314.976**
Gelir Tahakkukları	**42.289**
Diğer Çeşitli Alacaklar	**231.637.926**
Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	**200.180**
Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar	**2.813.381**
Personele Borçlar	**-27.405.178**
Diğer Çeşitli Borçlar	**-98.805**
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	**-33.913.188**
Gider Tahakkukları	**-1.321.527**
Amortisman Ayrılmayan Varlıkların Vergi Avantajı	**13.400.968**
Pazar Değeri	**444.760.135**

4.3.3. Maliyet Yaklaşımı

Toplama Yöntemi:

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

Toplama yönteminin temel adımları:

(a) değerleme konusu varlığın bileşeni olan her bir varlığın uygun değerleme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlenmesi,

(b) değerleme konusu varlığın değerine ulaşılabilmesi amacıyla bileşen varlıkların değerlerinin toplanması

şeklindedir.

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

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

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

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

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

1. Reeskont yapılan tüm kalemlerde reeskont oranı olarak TCMB'nin 30 Haziran 2024 tarihindeki reeskont oranı olan %50,75 oranı kullanılmıştır. (*Kaynak:https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Reeskont+ve+Avans+Faiz+Oranlari*)
2. Ticari alacaklar ve ticari borçlar reeskont edilirken 30 Haziran 2024 döneminde oluşan ticari alacak devir süresi ve ticari borç devir süresi baz alınmıştır.
3. Ticari alacak olarak dikkate alınmış olan "Alınan Çekler", "Diğer Hazır Değerler", "Alıcılar", "Alacak Senetleri", "Verilen Sipariş Avansları" ve "İş Avansları" şirketin ortalama ticari alacak devir süresi olan 38,2 gün üzerinden reeskont edilmiştir.
4. Ticari borç statüsünde olan "Diğer Mali Borçlar", "Satıcılar", "Alınan Sipariş Avansları" ve "Diğer Ticari Borçlar" tutarları şirketin ortalama ticari borç devir süresi olan 59,8 gün üzerinden reeskont edilmiştir.
5. Maddi olmayan duran varlıklarda yer alan "Şerefiye" bedeli sıfır olarak dikkate alınmıştır.
6. Şirketin gayrimenkulleri vb. bulunmamaktadır.
7. Yukarıda sayılan maddeler dışında kalan kalemler ise resmi mali tablolardaki değerleri ile dikkate alınmıştır.

Tablodaki tüm değerler Türk Lirası para birimi ile gösterilmiştir.

	Kayıtlı Değer	Düzeltilmiş Değer
I. DÖNEN VARLIKLAR	**636.856.655**	**629.437.892**
A. Hazır Değerler	**94.955.096**	**92.946.053**
1. Kasa	827.004	827.004
2. Alınan Çekler	15.794.607	15.131.283
3. Bankalar	46.290.194	46.290.194
5. Diğer Hazır Değerler	32.043.291	30.697.573
B. Menkul Kıymetler	**0**	**0**
C. Ticari Alacaklar	**116.405.764**	**111.531.621**
1. Alıcılar	109.974.717	105.356.122
2. Alacak Senetleri	6.015.739	5.763.096
5. Verilen Depozito ve Teminatlar	412.403	412.403
7. Şüpheli Ticari Alacaklar	280.225	0
8. Şüpheli Ticari Alacak Karşılığı (-)	-277.319	0
D. Diğer Alacaklar	**231.637.926**	**231.637.926**
5. Diğer Çeşitli Alacaklar	231.637.926	231.637.926
E. Stoklar	**67.639.118**	**67.110.188**
1. İlk Madde ve Malzeme	54.992.264	54.992.264
4. Ticari Mallar	52.340	52.340
7. Verilen Sipariş Avansları	12.594.514	12.065.584
G. Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	**75.357.266**	**75.357.266**
1. Gelecek Aylara Ait Giderler	75.314.976	75.314.976
2. Gelir Tahakkukları	42.289	42.289
H. Diğer Dönen Varlıklar	**50.861.484**	**50.854.838**
1. Devreden KDV	47.689.669	47.689.669
4. Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	200.180	200.180
5. İş Avansları	158.255	151.608
8. Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar	2.813.381	2.813.381
II. DURAN VARLIKLAR	**196.221.616**	**196.221.616**
A. Ticari Alacaklar	**14.358**	**14.358**
5. Verilen Depozito ve Teminatlar	14.358	14.358
B. Diğer Alacaklar	**0**	**0**
C. Mali Duran Varlıklar	**0**	**0**
D. Maddi Duran Varlıklar	**142.018.240**	**142.018.240**
4. Tesis, Makina ve Cihazlar	33.261.344	33.261.344
5. Taşıtlar	3.364.803	3.364.803
6. Demirbaşlar	216.299.035	216.299.035
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	9.480.220	9.480.220
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	-120.387.161	-120.387.161
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	**54.189.018**	**54.189.018**
1. Haklar	205.391	205.391
3. Kuruluş ve Örgütlenme Giderleri	138.160	138.160
5. Özel Maliyetler	87.969.701	87.969.701
6. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.279.535	8.279.535
7. Birikmiş Amortismanlar (-)	-42.403.769	-42.403.769

	Kayıtlı Değer	Düzeltilmiş Değer
I. KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	**965.681.912**	**942.735.529**
A. Mali Borçlar	**490.669.580**	**490.668.575**

1. Banka Kredileri	465.000.000	465.000.000
4. Uzun Vadeli Kredilerin Ana Para,Taksitleri ve Faizleri	25.654.112	25.654.112
9. Diğer Mali Borçlar	15.468	14.462
B. Ticari Borçlar	**189.680.596**	**177.427.732**
1. Satıcılar	188.527.687	176.274.883
4. Alınan Depozito ve Teminatlar	1.151.976	1.151.976
5. Diğer Ticari Borçlar	933	873
C. Diğer Borçlar	**85.465.842**	**85.465.842**
1. Ortaklara Borçlar	57.961.860	57.961.860
4. Personele Borçlar	27.405.178	27.405.178
5. Diğer Çeşitli Borçlar	98.805	98.805
D. Alınan Avanslar	**164.520.307**	**153.827.793**
1. Alınan Sipariş Avansları	164.520.307	153.827.793
F. Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	**33.913.188**	**33.913.188**
1. Ödenecek Vergi ve Fonlar	12.258.767	12.258.767
2. Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	21.538.583	21.538.583
4. Ödenecek Diğer Yükümlülükler	115.839	115.839
H. Gelecek Aylar Gelir/Gider Tahakkukları	**1.432.399**	**1.432.399**
1. Gelecek Aylara Ait Gelirler	110.872	110.872
2. Gider Tahakkukları	1.321.527	1.321.527
II. UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	**56.184.386**	**56.184.386**
A. Mali Borçlar	**56.133.258**	**56.133.258**
1. Banka Kredileri	56.133.258	56.133.258
B. Ticari Borçlar	**51.128**	**51.128**
4. Alınan Depozito ve Teminatlar	51.128	51.128
PAZAR DEĞERİ		**-173.260.407**

Yukarıdaki gibi hazırlanan Toplama Yöntemi tablosunda da görüldüğü gibi Aktay Otel'in Pazar Değeri **-173.260.407 TL** olarak tespit edilmiştir.

5. SONUÇ

5.1. Değerleme çalışmasında ulaşılan nihai sonuç, değerleme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo

Aktay Otel Pazar Değeri

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

	Hesaplanan Pazar Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Pazar Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	444.760.135 TL	100%	444.760.135 TL
Toplama Yöntemi	-173.260.407 TL	0%	0 TL
AKTAY OTEL PAZAR DEĞERİ			**444.760.135 TL**

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

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

Yapılan değerleme çalışması sonucunda **Aktay Otel'in Pazar Değeri 444.760.135 TL olarak tespit edilmiştir.**

5.2. Kullanılan değer esası

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

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

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

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

Hüseyin Çetin
Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM
26 Aralık 2024, İstanbul, Türkiye

Kenan Çılman
Kurumsal Finansman Müdürü

6. RAPOR EKLERİ

- Beyan
- Finansal Tablolar
- Değerleme Sözleşmesi
- Lisans Belgeleri