

İçindekiler

Değerlemesi Yapılan Şirket Hakkında Bilgi	5
Sektörel Görünüm	7
Ekonomik Göstergeler	10
Mali Tablolar	11
Bilanço ve Gelir Tablosu	11
Şirketin Gelirleri ve Temettü Ödeyebilme Kapasitesi	11
Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler	13
İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yaklaşımı	13
Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi	15
Değerleme Çalışmasını Olumsuz Yönde Etkileyen Faktörler	16
Sonuç	17

Uygunluk Beyanı ve Sonuç

Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin değer tespitinin yapılması amacıyla 01.02.2011 tarihi itibarıyla görevlendirilmiş bulunmaktayız.

BAKER TILLY GÜRELİ, Baker Tilly International ağına bağımsız bir üyesidir. Baker Tilly International, Dünya çapında ilk 8 büyük denetim ve danışmanlık firması arasındadır. 147 ortak firma ile 114 ülkede, 570'in üzerinde ofisle hizmet vermektedir. Yıllık global cirosu 3,128 Milyar Amerikan Doları'dır. Dünya çapında 26.000 profesyonel çalışanı bulunmaktadır.

Gürelî Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. 1984 yılında İstanbul'da kurulmuş olup, buradaki merkez ofisi dışında İzmir, Antalya, Trakya ve Ankara ofisleri ile hizmet vermektedir.

Türkiye'de bankalar ve diğer mali kurumların, sigorta şirketlerinin, enerji piyasasında faaliyet gösteren firmaların ve halka açık anonim şirketlerin denetimleri, yerel mevzuatı düzenleyici kurumlar olan Sermaye Piyasası Kurulu, BDDK, EPDK ve Sigorta Murakebe Kurulu tarafından düzenlenmektedir. Firmamızın sözkonusu kurumlardan alınan denetim yetki belgelerine ek olarak 3568 sayılı YMM kanunu uyarınca vergi denetimi yapma yetkisi de bulunmaktadır.

Raporumuz, Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş.'nin talebi üzerine denetim firmamız tarafından 01.03.2011 tarihinde tanzim edilmiş ve imzalanmıştır.

Değerleme Uzmanı olarak;

- i. Raporda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bildiği kadarıyla doğru olduğunu,
- ii. Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- iii. Değerleme Uzmanı'nın, değerlendirme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisinin olmadığını,
- iv. Değerleme Uzmanı'nın ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- v. Değerlemenin ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirildiğini,
- vi. Değerleme Uzmanı'nın mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- vii. Değerleme Uzmanı'nın, değerlemesi yapılan şirketin türü ve faaliyetleri konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,
- viii. Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını,

beyan ederiz.

"Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi"ne göre şirketin adil değeri 31.12.2010 tarihi itibarıyla **21.334.606 TL** olarak hesap edilmiştir.

Değerlemenin Amacı

Bu rapor, Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş.'nin talebi üzerine Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin değer tespitinin yapılmasına yönelik olarak hazırlanmıştır.

Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş., 31.01.2011 tarihinde Şirket merkezinde yapılan toplantı sonucunda Denetim Şirketimizi Bağımsız Değerleme Uzmanı olarak seçtiğini belirtmiştir.

Bu Değerleme raporu için şirketimizin değerleme uzmanları 01.02.2011 tarihinde çalışmalara başlamış ve 01.03.2011 tarihine kadar raporu hazırlamışlardır.

Değerlemede Kullanılan Metodoloji ve Etik İlkeler

Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun Değerleme işlemlerinin temeli, peşin hüküm ve bencillikten uzak, raporları açık ve yanlış yönlendirmelere yol açmayan, değerleme anlayışına temel teşkil eden tüm konuları açıklayan, dürüst ve ehil profesyonel Değerleme Uzmanları tarafından yapılmasıdır. Değerleme Uzmanları, değerleme mesleğine olan kamu güvenini sürekli olarak arttırmalı ve korumalıdır.

Değerleme Uzmanları, yasalar ve hukuki düzenlemeler uyarınca, müşteriler, gelecekteki kullanıcılar, ulusal kurum veya kuruluşların talebi üzerine veya kendi seçimleri ile bu standartlara uyarlar. Değerleme faaliyetlerini Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yürüten bir Değerleme Uzmanı bu Davranış Kurallarına uymakla mükelleftir.

Bu kurallar yasaların üzerinde olmadığı gibi, Değerleme Uzmanı'nın çalışmalarının gözetim ve denetimini üstlenen ulusal kurum veya kuruluşların kuralları, tüzükleri ve yönetmeliklerini tamamlamaktan başka bir maksadı yoktur.

Bu standartlara göre hazırlanmış değerlemeler, ancak değerlemede kalite, ehliyet, deneyim, ahlaka uygunluk ve aleniyet kurallarını uygulatan genel kabul gören ulusal meslek örgütlerinin eğitimli uzman üyeleri tarafından hazırlandıkları takdirde nihai kullanıcı nezdinde kabul görür.

Ahlaki İlkeler

Yapılan değerleme çalışmaları kapsamında her durumda dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalarımız müşteriye, topluma, mesleklerine ve kendi ulusal profesyonel değerleme kuruluşlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.

Dürüstlük

Yapılan Değerleme çalışmalarında;

- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.

- Hukuka uygun davranılmış ve görev üstlenilen ülkenin yasalarına ve yönetmeliklerine riayet edilmiştir.
- Söz konusu değerlendirme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme Uzmanı olarak göreve yardımcı olan personelin davranış kurallarına bağlı olmaları temin edilmiştir.

Gizlilik

- Şirketimiz, müşterilerin işlerini daima büyük bir gizlilik içinde, basiretli bir şekilde yürütmektedir.
- Şirketimiz, müşterisinden aldığı verileri, kendisinden yasal olarak açıklama yapması talep edilen haller hariç, müşteri tarafından özel olarak yetkili kılınmış kişiler dışında kimseye açıklayamaz.

Tarafsızlık

- Şirketimiz, görevini bir bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarlarını gözetmeksizin yerine getirmektedir.
- Şirketimiz, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir.
- Görevle ilgili ücretler, bir değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Şirketimiz, müşteri veya başkaları tarafından sağlanan, ancak yeterli nitelikleri taşımayan veya bağımsız bir kaynak tarafından doğrulanmayan önemli bilgilere güvenmemektedir.
- Şirketimiz, makul bir süre içerisinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor isteyen görevleri kabul etmemektedir.
- Şirketimiz, herhangi bir peşin hüküm içeren mesnetsiz sonuçlara veya değeri korumak yahut maksimize etmek için böyle bir peşin hükmün gerekli olduğu düşüncesini yansıtan rapor sonuçlarına dayanmamakta ve bunları kullanmamaktadır.
- Şirketimiz, başka bir Değerleme Uzmanı'nın raporunu incelerken, tarafsız bir düşünce sergilemekte ve raporun sonuçlarına neden katılıp neden katılmadığını, gerekçeleri ile birlikte belirtmektedir.
- Şirketimiz, üstlendiği görevi genel kabul görmüş profesyonel standartlara uygun olarak yerine getirmek için gerekli bilgi, beceri ve deneyime sahiptir.

Talimatların Kabulü

Şirketimiz, herhangi bir görevi kabul etmeden veya bir görevi yerine getirmek için anlaşmaya varmadan önce mevcut problemleri tam olarak saptamakta ve yeterli bilgi ve deneyime sahip olduğundan emin olmaktadır.

Dışarıdan Yardım

- Şirketimiz, kendi bilgi ve deneyimini tamamlamak için gerekli dış yardım hizmetleri alırken, önce kendisine bu yardımı verecek kişilerin gerekli beceriye ve ahlaki ilkelere sahip olup olmadığını belirlemektedir.
- Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimse bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmamıştır.

Verimlilik ve Titizlik

- Şirketimiz, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket etmekte ve değerlendirme sürecinde müşteriye sürekli bilgi vermektedir. Şartların, işin yeterli özen ve dikkatle araştırma yapılmak suretiyle kaliteli bir şekilde yapılmasını ve makul bir sürede bitirilmesini engellediği durumlarda talimatları geri çevirmektedir.
- Şirketimiz, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Şirketimiz, her görev için, tamamlanmasını takiben, bütün yazılı raporların, yapılan yazışmaların, tutulan notların, bunlara ek olarak Değerleme Uzmanı'nın objektif karşılaştırma ve hesaplama yoluyla yaptığı araştırmalar sonucu ulaştığı görüşlerini kanıtlayan dosya notlarının kağıt üzerinde veya elektronik formdaki gerçek kopyalarını içeren bir çalışma dosyası hazırlamaktadır.

Değerleme çalışmasında aşağıdaki metodoloji kullanılmıştır.

- Değerleme yöntemleri ve bunların kullanımı ile ilgili standartlar seri : VIII, no:45 sayılı "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" kapsamında ve tebliğe uygun olarak hazırlanmıştır.
- Değerleme çalışması sırasında bilgi alınabilecek ve veri hazırlayacak işletme personeli belirlenmiş ve bunlar arasında koordinasyon sağlanmıştır.
- Tüm değerlendirme ölçüm yöntemleri, teknikleri ve prosedürleri uygulanabilir bir yeterlilikte olması için azami çaba sarfedilmiştir.
- Değerleme çalışmasında Değerleme Uzmanı her yöntemi göz önüne alarak, değerlemenin kalitesi için en uygun yöntem ve/veya yöntemleri tespit etmiştir.
- Değerleme Uzmanı müşteriden veya müşteri temsilcilerinden almış olduğu bilgilerle hareket etmiştir.

Değerlemesi Yapılan Şirket Hakkında Bilgi

Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş., 650709 ticaret sicil no ile faaliyetini Polonezköy Cumhuriyet Caddesi Elma Bahçesi Sitesi A-1, A-2, A-3 Beykoz-İstanbul adresinde sürdürmektedir. Şirketin ana sözleşmesinde belirtilen amaç ve konusu başlıca şunlardır:

- Her türlü otel, motel, bar, pansiyon, kamping, tatil köyleri, apart oteller, yeme içme tesisleri, eğlence yerleri kurmak, işletmeye, işletmeye vermek, bu yerleri satın almak, satmak, kiralamak, kiraya vermek,
- Turistik otel, motel kamp yeri, ve tatil köyü gibi tesisler dahilinde veya başka yerlerde yiyecek ve içecek servisleri, lokanta, bar, kafeterya, çayhane, postane, her türlü eğlence hizmetleri ve talih oyunları, benzeri işyerlerinin kiralamak, kiraya vermek, işletmek, satın almak, satmak,

- Her türlü restoran, cafe, lokanta gibi gıda satışının yapılabileceği tesis kurar, işletir, kiralar, kiraya verir ve bu gibi yerlerin rezervasyon ve organizasyon işlerinin yapar,
- Her türlü tabldot yemek üretimi ve satışını, üretilen yemeklerin servis hizmetlerinin, pazarlamasını ve dağıtımını yapmak. Gerçek ve tüzel işletmelerin yemekli toplantılarının organizasyonunu yapmak. Yemek üretim tesisleri kurmak, kurulu olanları devir almak
- Şirket her türlü bilardo salonu, kahvehane, kafe, çay bahçeleri açar, kiralar, kiraya verir ve işletmesini yapar.
- Her türlü sportif amaçlı tesisler kurmak, işletmek, kiralamak kiraya vermek
- Yurt içinde ve yurt dışında her türlü televizyon, radyo, sinema, video sistemleri, yazılı ve yazısız basın araçları, ışıklı ve hareketli panolar, basılı malzemeler, tabela, afiş, afişet, pankart, açık hava panoları ve diğer yararlanabilecek araç ve yöntemlerle reklamcılık faaliyetlerinde bulunmak,
- Amacına uygun her çeşit motorlu ve motorsuz kara, hava, deniz araçları satın almak, kiralamak, karaya vermek ve satmak, yurt içi araç kiralama işi yapmak.
- Karayolu ile şehirlerarası yolcu taşımacılığı ve karayolu ile şehirlerarası yolcu taşıma işleri acenteliği yapmak
- Turizm acenteliği yapmak
- Yurt içi ve yurt dışı turistik turistik turlar düzenlemek, organize etmek
- Konuları ile ilgili olarak yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren şirketlerin temsilciliğin, acenteliğini, bayiliğini, distribütörlüğünü alır, verir, devralır, devreder, kiralar, kiraya verir
- Konusu ile ilgili yurt içi ve yurt dışında her türlü ihaleler açmak, ihalelere girmek taahhütler üstlenmek ve vermek, her türlü bayilikler vermek, almak. Satış noktaları kurmak, kiralamak, kiraya vermek
- Şirket ayrıca iştigal konusu ile bağlı olmaksızın her türlü gayrimenkul alabilir, satabilir, kiralar, kiraya verir, bunlar üzerinde aynı ve şahsi her türlü haklar tesis edebilir, ipotek alabilir, ipotek verebilir ve ipotekleri fek edebilir. Şirket gayrimenkulleri üzerinde irtifak, intifa, sükna, gayrimenkul mükellefiyeti, kat iritfakı, 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. Kendisinin veya üçüncü şahısların leyh ve aleyhine ipotek menkul rehni işletme rehni kefalet banka garantisi şeklinde aynı veya şahsi her nevi teminatı alabilir verebilir bunlarla ilgili olarak tapuda tescil veya terkin işlemlerinde bulunabilir. Yerli ve/veya yabancı kurum ve bankalardan doğrudan her çeşit kredi sağlayabilir gerektiği takdirde şirketin taşınmaz mallarını ipotek edebilir, işletme rehni verebilir.
- Şirketin amaç ve konusu ile alakalı faaliyetleri için faydalı olan ihtira haklarını, beratlarını, lisans imtiyaz ve telif haklarını patentleri, telif haklarını, endüstriyet tasarımları, teknik yardım ve ruhsatları, ticaret unvanlarını, markalarını, işletme imtiyazlarını ve bunlar gibi çeşitli fikir ve gayrimaddi hak ve kimetleri devir alabilir, iktisap edebilir, devir edebilir, kendi adına tescil ettirebilir, satabilir, teminat olarak gösterebilir, kiralayabilir, rehnedebilir, aynı sermaye olarak başka şirkete koyabilir, ve sair her türlü tasarrufta bulunabilir, maksat ve mevzu ile ilgili her türlü franchise, know-how anlaşmaları yapabilir, kullanabilir.
- Finansal şirketlerde dahil kurulmuş ve kurulacak şirketlere iştirak etmek, mevcut işlemleri devralmak, kendisi veya sermaye yönetimine katılmak katıldığı şirketlerin ihtiyaçları için bankalardan, finans kurumlarından dış kredi müesseseleri ve firmalardan teminatlı veya teminatsız kısa, orta veya uzun vadeli krediler almak.

Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin 31.12.2010 tarihi itibari ile sermayesi **19.300.000 TL**'dir. Şirketin 31.12.2010 tarihi itibariyle Ortakları, Hisse Senedi Tutarları, Pay Oranları aşağıdaki gibidir :

Adı Soyadı	Hisse Değeri(TL)	Pay Oranı (%)
Avrasya Terminal İşletmeleri A.Ş.	19.294.500	99,97%
Uğur Alp Atan	1100	0,01%
Erdem Yücel	1100	0,01%
Rüştü Terzi	1100	0,01%
Necmi Hatipoğlu	1100	0,01%
Sıraç Taytuğlu	1100	0,01%
TOPLAM	19.300.000	100,00%

Sektörel Görünüm

Turizm, dünyanın en büyük ve en hızlı büyüyen sektörlerinden biri olarak kabul edilmektedir. Sektör, kendi dışında 50'den fazla sektöre katma değer yaratmaktadır. Gelişen turizm anlayışı ve çeşitleri doğrultusunda bu sayı daha da artmaktadır.

Hizmet sektörünün bir alt dalı olarak turizm sektörü, insan gücüne dayalı, bir diğer ifade ile emek-yoğun bir sektördür. Bu yönüyle, özellikle kırsal alanlarda önemli istihdam kaynaklarından biridir. Ayrıca, turizmin, en az maliyetle ve en kısa sürede en fazla istihdamı yaratan sektör olduğu kabul edilmektedir.

Turistin, sektörün ürettiği mal ve hizmeti, yani turistik ürünü, ülkesine götürme gereği olmadığından gümrük masrafı yaratmamakta ve ihracı mümkün olmayan mal ve hizmetleri bir döviz kaynağı haline getirebilmektedir. Bu nedenle, turizm, çoğu zaman "görünmeyen ihracat" olarak nitelendirilmektedir.

Turistlerce tüketilen turistik ürün; kültürel, tarihi ve doğal değerler olduğundan ekonomik açıdan bölgesel kaynaklara dayalı bir gelişme ortamı yaratmakta ve böylece turizm sektörü bölgeler arasındaki kalkınmışlık düzeyini denkleştirme işlevi görmektedir. Turistik ürün, ülkenin kendi varlığından kaynaklandığından turizm sektöründe ithalat ve dolayısıyla dışa bağımlılık oranı düşüktür.

Turizm sektörü, her turistin isteklerini karşılayabilmek için çeşitli turizm türlerinde hizmet sunumu gerektirmektedir.

Bunun yanı sıra, sektör, yüksek miktarda sabit sermayeli yatırım gerektirmektedir. Bu yönüyle, yabancı sermayenin de ülke içinde kalmasını sağlayarak ekonomiye katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, turizm sektörü, vergi gelirlerini oluşturan önemli kalemlerden de biridir.

Genel olarak özelliklerini bu şekilde sıralayabileceğimiz turizm, Türkiye'de son yıllarda ulaştığı aşama ile büyük bir sektör halini almış, yarattığı katma değer, istihdam ve döviz geliri

vesilesiyle ekonomiye katkısı açısından dikkat çekici bir hale gelmiş ve uluslar arası turizm pazarında gerek turizm gelirleri ve gerekse gelen turist sayısı açısından ilk on ülke içerisinde yer alma başarısına erişmiştir.

Büyüme hızları açısından bakıldığında, dünya ortalamasının üzerinde seyreden Türkiye, turist sayısı bakımından Ukrayna'dan sonra en çok artış yaşanan ülkedir. WTTC de, "2007 Yılı Seyahat ve Turizm Ekonomik Araştırması"nda, 2008 – 2017 yılları arasında, Türkiye'deki seyahat ve turizm hareketlerinin yıllık %4,5 büyüme oranı ile Avrupa'nın yıllık %3,4 olan büyüme oranının üzerinde artış göstereceğini öngörmektedir. Türk turizminin uluslararası turizm geliri içindeki payı ise 2007 yılında % 4,3'e ulaşmıştır.

2007 yılında yayınlanan "2023 Türkiye Turizm Stratejisi" ve "Eylem Planı", özellikle örgütlenme alanındaki gibi bazı eksikliklerine rağmen, turizm çeşitlendirilmesi, sürdürülebilir turizm, planlı şehirleşme ve turistik altyapı yatırımları ile turizm eğitimi gibi pek çok alanda uzun vadeli bir strateji oluşturmuştur.

Türkiye'de turizm sektörünün gelişimine tarihsel açıdan bakıldığında; 1980 sonrasında, özellikle de 2634 sayılı Turizm Teşvik Kanunu'nun yürürlüğe girmesinden sonra, bir sıçrama yaşandığı görülmektedir. Öyle ki, 1980'den beri turist sayısında 19,5 kat, turizm gelirlerinde ise 57 kat artış kaydedilmiştir. Turizm gelirlerinin GSMH içindeki payı ise, 1980 yılında %0,6 iken 2001 yılında %6,9'a kadar yükselmiş, ancak akabinde giderek azalarak 2006 yılında %4,2 olmuştur.

DPT, turizm gelirlerinin yıllık ortalama %9,3 artış ile Dokuzuncu Kalkınma Plan dönemi sonunda (2013 yılında) 36,4 milyar dolara, ziyaretçi sayısının yıllık ortalama %7,4 artışla 38 milyona ve yurtdışına çıkacak vatandaş sayısının ise 15 milyona ulaşacağını tahmin etmektedir.

Türkiye 2023 Vizyonu'na göre ise, 2023 yılında turist sayısının 63 milyon kişiye ve turizm gelirlerinin 86 milyar dolara ulaşması hedeflenmektedir.

Tablo 1: 1980-2007 Yılları Karşılaştırması ve 2023 Tahmini			
	Turist Sayısı	Turizm Geliri (US \$)	Turizm Gelirlerinin GSMH İçindeki Payı (%)
1980	1.200.000	326.000.000	0,6
2007	27 214 988	18.487.008.000	4,2
2023	63.000.0000	86.000.000.000	-

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Ancak, şu da vurgulanmalıdır ki, her ne kadar turist sayısı bakımından rekor kabul edilen 2005 yılı rakamları 2007 yılında geçilmiş ve 2006 yılında yaşanan gerileme telafi edilmiş olsa da, turizm gelirleri açısından bakıldığında 2007 yılında 2005 yılındakine oldukça yakın bir gelir elde edildiği anlaşılmaktadır. Bunun bir nedeni, elbette Türkiye'nin ucuz tatil ülkesi olmasıdır. Turizm pazarına görece yeni giren ve alt ve orta gelir grubuna hitap eden Hırvatistan, Romanya ve Bulgaristan gibi ülkelerin uyguladıkları düşük fiyat politikaları da rekabetin sürdürülebilmesi için Türkiye'yi düşük fiyat uygulamasına zorlamaktadır 2006 yılındaki gerilemeden sonra Türkiye'ye yönelik turizm talebini tekrar canlandırmak ve bu ülkelerle rekabet edebilmek için fiyatlar daha da düşürülmüştür. Bunun haricinde turizm

bölgelerindeki art alan sorunu ve her şey dahil sisteminin getirdiği diğer problemler de turistlerin harcama yapmasını engellemektedir. Satın alma güçleri daha yüksek olan Batı Avrupalı turistlerin gelen turistler arasındaki oransal azalışı da, turist başına elde edilen ortalama gelirin düşüşüne yol açmaktadır.

Bunun sonucunda, 2003 yılında 810 doları bulan ortalama harcama miktarı, 2007 yılında 679 dolara kadar gerilemiştir. 2008 yılındaki ortalama harcama miktarı ise 708 dolara ulaşsa da, turizm gelirlerinin gerilediği 2006 yılından bile düşük seviyededir. Turist sayısında 6 yıllık süre zarfında kaydedilen % 65’lik artışa karşın, ortalama harcama düzeyinde % 16 oranında düşüş görülmüştür.

Tablo 2: Turizm Gelirleri, Yabancı Ziyaretçi Sayısı ve Kişi Başı Ortalama Harcamanın Yıllara Göre Dağılımı			
Yıllar	Turizm Geliri (1000 \$)	Ziyaretçi Sayısı	Ortalama Harcama (\$)
2001	10.067.155	13.450.121	748
2002	11.900.925	15.214.516	782
2003	13.203.144	16.302.050	810
2004	15.887.699	20.262.640	784
2005	18.153.504	24.124.501	752
2006	16.850.947	23.148.669	728
2007	18.487.008	27.214.988	679
2008	21.910.964	26.336.677	832
2009	21.249.000	27.077.114	785

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, TÜİK

Türkiye’ye turist gönderen ilk on ülke incelendiğinde çoğunluğunun Avrupa ülkesi olduğu görülür ki, dünya seyahat pazarının yaklaşık yarısını oluşturan bir bölge için bu durum, Türkiye’nin coğrafi yakınlığı, deniz-kum-güneş olanakları ile kalite-fiyat ilişkisi göz önüne alındığında şaşırtıcı değildir. Eski Doğu Bloğu ülkelerinin de Türk turizmde artan bir önem kazandığı gözlenmektedir. Bu ülkelerden, Türkiye’ye en çok turist gönderen ilk on ülke içinde yer alan Rusya Federasyonu, Bulgaristan, Gürcistan ve Ukrayna’dan gelenlerin toplamı tüm ziyaretçilerin % 21,5’e ulaşmaktadır.

Dikkat çekici bir diğer gelişme, Türkiye’ye en çok turist gönderen ülke olan Almanya’nın milliyet payının 2008 yılında yaklaşık %1 azalırken, Rusya Federasyonunun payının giderek artması ve gönderdiği ziyaretçi sayısının 2007 yılına göre %16,8 artarak yaklaşık 2,9 milyona ulaşmasıdır.

Türkiye İstatistik Kurumu, 2009 yılına ilişkin 12 aylık verilerine göre Türkiye, 2009 yılında 27 milyon 77 bin 114 turist ağırladı. Almanlar yüzde 16,58’lik dilimle Türk turizm pazarında ilk, Ruslar 9,95 ile ikinci sırada yer alırken, İngiltere 8,96 ile en çok turist gönderen üçüncü ülke oldu. Buna göre Türkiye’yi 1 yılda, toplam 27 milyon 77 bin 114 kişi ziyaret etti. Bu rakamla geçen yılın aynı dönemine göre Türkiye’yi ziyaret eden yabancı sayısı yüzde 2,81 artış gösterdi.

Türkiye İstatistik Kurumu, 2009 yılı 4’üncü dönem raporuna göre turizm geliri, 4’üncü çeyrekte yüzde 11.6 arttı ancak 12 aylık dönemde yüzde 3.1 oranında düşüş yaşandı. 12 aylık ortalama kişi başı turizm geliri ise 785 dolara geriledi.

Türkiye'ye Gelen Yabancı Ziyaretçilerin Başlıca Ülkelere Göre Sıralaması

2009				2008		
SIRA	ÜLKELER	TURİST SAYISI	MİLLİYET PAYI (%)	TURİST SAYISI	MİLLİYET PAYI (%)	DEĞİŞİM ORANI (%) 2009/2008
1	Almanya	4.488.350	16,58	4.415.525	16,77	1,65
2	Rusya Fed.	2.694.733	9,95	2.879.278	10,93	-6,41
3	İngiltere	2.426.749	8,96	2.169.924	8,24	11,84
4	Bulgaristan	1.406.604	5,19	1.255.343	4,77	12,05
5	İran	1.383.261	5,11	1.134.965	4,31	21,88
6	Hollanda	1.127.150	4,16	1.141.580	4,33	-1,26
7	Gürcistan	995.381	3,68	830.184	3,15	19,9
8	Fransa	932.809	3,45	885.006	3,36	5,4
9	A.B.D.	667.159	2,46	679.445	2,58	-1,81
10	İtalya	634.886	2,34	600.261	2,28	5,77
11	Yunanistan	616.489	2,28	572.212	2,17	7,74
12	Belçika	592.078	2,19	596.442	2,26	-0,73
13	Ukrayna	574.700	2,12	730.689	2,77	-21,35
14	Avusturya	548.117	2,02	520.334	1,98	5,34
15	Suriye	509.679	1,88	406.935	1,55	25,25
16	Diğer	7.478.969	27,62	7.518.554	28,55	-0,53
T O P L A M		27.077.114	100	26.336.677	100	2,81

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, TÜİK

Türkiye'ye Gelen Yabancı Ziyaretçilerin Geldikleri Destinasyona Göre Sıralaması

				DEĞİŞİM ORANI (%)
SIRA	ŞEHİRLER	TURİST SAYISI (2009)	TURİST SAYISI (2008)	2009/2008
1	Antalya	8.260.399	8.564.595	-3,55
2	İstanbul	7.510.470	7.050.748	6,52
3	İzmir	1.056.792	1.034.064	2,2
4	Muğla	2.820.298	2.876.201	-1,94
5	Kuşadası	615.102	594.240	3,51
6	Diğer	6.814.053	6.216.829	9,61
T O P L A M		27.077.114	26.336.677	2,81

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, TÜİK

Ekonomik Göstergeler

Şirketin ileriki yıllardaki performansını gerekse projeksiyon çalışmalarında kullanılan varsayımlarını etkileyebilecek önemli ekonomik göstergeler aşağıdaki gibidir:

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Sonuçları

Yıllar	Cari fiyatlarla GSYH (Milyon YTL)	Gelişme hızı %	Cari fiyatlarla GSYH (Milyon ₺)	Gelişme hızı %	Sabit fiyatlarla GSYH (Milyon YTL)	Gelişme hızı %
1998	70.203	-	270.947	-	70.203	-
1999	104.596	49,0	247.544	-8,6	67.841	-3,4
2000	166.658	59,3	265.384	7,2	72.436	6,8
2001	240.224	44,1	196.736	-25,9	68.309	-5,7
2002	350.476	45,9	230.494	17,2	72.520	6,2
2003	454.781	29,8	304.901	32,3	76.338	5,3
2004	559.033	22,9	390.387	28,0	83.486	9,4
2005	648.932	16,1	481.497	23,3	90.500	8,4
2006	758.391	16,9	526.429	9,3	96.738	6,9
2007	843.178	11,2	648.625	23,2	101.255	4,7
2008	950.534	12,7	742.094	14,4	101.922	0,7
2009	953.974	0,4	617.611	-16,8	97.088	-4,7

Enflasyon Oranları

Yıllar	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010/9
TÜFE (%)	9,35	7,72	9,65	8,39	10,06	6,53	4,77

Döviz Kurlarındaki Değişimler

Kurlar	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	30.09.2010
USD/TL	1,3483	1,4124	1,1649	1,5291	1,4945	1,4504

Mali Tablolar

Bilanço ve Gelir Tablosu

Değerlemeye konu şirketin 31.12.2010 tarihli Bilanço ve Gelir Tabloları ekte **(EK-1)** verilmiştir. Bu mali tablolar **Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'na göre bağımsız denetimden geçmemiştir.**

Şirketin Gelirleri ve Temettü Ödeyebilme Kapasitesi

Şirketin belirlenmiş bir temettü dağıtım politikası bulunmamaktadır. Türkiye'de halka açık olmayan şirketler için temettü dağıtım zorunluluğu yoktur.

Değerleme Yöntemi ile İlgili Bilgiler

Şirket Değerlemesi'nde, Uluslararası Standartlar ve Genel Kabul Görmüş Değerleme İlkeleri (GKDİ) çerçevesinde Davranış Kuralları'nın Ahlaki İlkeler, Yetkinlik, Açıklama ve Raporlama ile ilgili tüm bölümlerine uygun hareket edilmiştir. Değerleme Uzmanı değerlendirme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kalmıştır. Raporun kapsamı hiç bir fayda koşuluna bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmıştır.

Şirketin tüm varlık, kaynak, gelir ve giderleri, mali tabloları, varlıklara ilişkin hakların ve borçlara ilişkin yükümlülükleri konusunda bir araştırma yapılmamış olup şirketten alınan veriler ışığında değerlendirme çalışması yapılmıştır, şirketin mali tabloları bağımsız denetimden geçmemiştir.

Genel Değerleme İlkeleri

Pazar Değeri

Bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

- Değerlemenin yapıldığı tarihte (açık) piyasada satışa sunulmuş olması durumunda mülkün el değiştireceği tutarın bir temsilidir.
- Pazar değerinin belirlenmesinde özel değer veya herhangi bir unsurunun satışı veya başka herhangi bir özelliği ile ilişkili olarak herhangi biri tarafından sağlanan tipik olmayan finansman, satış veya geri kiralama anlaşmaları, özel sınırlamalar veya imtiyazlar gibi özel durumlar veya şartlar nedeniyle artan veya azalan tahmini fiyatları içermemektedir.
- Pazar değerini tahmin etmek amacıyla uygulanan yaklaşımlarda **İndirgenmiş Nakit Analizi**'ni de içeren **Gelir İndirgeme Yaklaşımı** ve **Maliyet Yaklaşımı** yer almaktadır.
- Pazar değerinde en verimli ve en iyi kullanım koşulları dikkate alınmaktadır. Bu bağlamda Pazar Değeri tahmini uygun yöntem ve teknikler kullanılarak pazardan elde edilen verilerle gerçekleştirilmektedir.

Pazar Değeri Dışındaki Değer

Pazar Değeri Dışındaki Değerlemeler; Kullanım Değeri, Yatırım Değeri, Faal İşletme Değeri, Sigortalabilir Değer, Vergi Değeri, Özel Değer, Tasfiye veya Zorunlu Satış Değeri ve Kurtarılabilir Değer olarak gösterilebilir. Değerleme raporunda Pazar Değeri Dışındaki Değerleme esaslarının kullanılması durumunda Davranış Kuralları'na uygun olarak, değerlemelerin amacı ve planlanan kullanımı açık bir şekilde belirtilecek ve değerlendirme takdiri, kullanılabilirliği ve sınırlamaları hakkında eksiksiz açıklama yapılacaktır. Ayrıca Değerleme gerçekleştirirken Değerleme Uzmanı, Değerleme tarihinde elde edilebilir olan bulgular ışığında makul olmayan varsayımlar yapmayacaktır. Kullanılan tüm varsayımlar, tüm raporlarda belirtilecektir.

Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında **Gelir Esaslı Yaklaşımlar’dan İndirgenmiş Nakit Akışı Yöntemi** ve **Varlık Esaslı Yaklaşımlar’dan Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi** kullanılmıştır.

İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi Yöntemi’nde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilmiştir. Bu akımlar daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülmüştür. İndirgeme oranları ile iskonto oranları, pazardan elde edilen oranlar olup bir fiyat çarpanıyla (halka açık borsa şirketleri veya işlemlerin verilerinden elde edilen) veya bir faiz oranıyla (alternatif yatırım verilerinden elde edilen) ifade edilmektedir. Beklenen gelir veya kazançlar, kazançların beklenen büyümesini ve zamanlamasını, bu kazançların akışıyla ilgili riskleri ve paranın zaman açısından değerini göz önüne alan hesaplamalar kullanılarak değere dönüştürülür.

Beklenen gelir veya kazançlar, şirketin sermaye yapısı ve geçmişteki performansı ile şirketin gelecekte beklenen görünümü ve sektörel ve ekonomik faktörler göz önünde bulundurularak tahmin edilmektedir. Gelir yaklaşımı, geliri belli bir değere dönüştürmek amacıyla indirgerken bir indirgeme oranının, nakit akışını indirgerken de bir iskonto oranının kullanılmasını zorunlu kılmaktadır. İskonto kullanan indirgeme yaklaşımlarında beklenen büyüme, gelecekteki kazanç akışının tahmininde dikkate alınmalıdır. İskonto kullanmayan indirgeme yaklaşımlarında ise beklenen büyüme, indirgeme oranına dahil edilir. İndirgeme oranı veya iskonto oranı, kullanılan beklenen kazanç tipleri ile tutarlı olmalıdır. Tahmini gelir, nominal esaslar ile (cari fiyatlar) ifade edilirken nominal oranlar kullanılmalıdır ve tahmini gelir gerçek esaslarla (denge fiyatlar) ifade edilirken de gerçek oranlar kullanılmalıdır.

Şirketin İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

İskonto Oranı

Çalışmamızda kullanılan iskonto oranı, şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olan %14 olarak belirlenmiştir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında, “risksiz getiri oranı + piyasa risk primi x beta” formülünden hareketle %14 olarak hesaplanan özsermaye maliyeti temel alınmıştır. Hesaplama, risksiz getiri oranı olarak 2020 tarihli Devlet Tahvili faiz oranı, risk primi olarak da ülke risk primi olan % 5 kullanılmıştır.

AOSM	14%
Risksiz Faiz Oranı	9%
Risk Primi	5%
Beta	1,0
Sermaye Maliyeti	14%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	13%
Finansal Borç/Özsermaye	0%
Borçlanma Maliyeti	16%

Projeksiyonda Kullanılan Para Birimi

Projeksiyonlarda kullanılan para birimi Türk Lirası'dır.

Projeksiyonun Kapsadığı Süre

Projeksiyonlar 2010–2015 yıllarını kapsamakta olup, 2015 yılında elde edilen nakit, % 14 iskonto oranı ile sonsuza götürülmüştür.

Enflasyon

Cari yıl ve takibeden yıllara dair enflasyon beklentileri TCMB Enflasyon Raporu içerisinde yer alan beklentilere dayalı olarak belirlenmiştir. Üç yılı aşan uzun vadeli tahminler, TCMB enflasyon hedeflemesi yaklaşımı çerçevesinde kademeli olarak azalan enflasyon rakamı beklentilerine göre gerçekleştirilmiştir. Bu doğrultuda 2011-2015 dönemi için yaklaşık olarak 2011'de % 7, 2012'de %7, 2013'de % 6,5, 2014 ve 2015'de ise % 6 enflasyon oranı öngörülmüştür.

Satışlar

Şirketin satış gelirleri, işleticiliğini yaptığı otellerin konaklama, toplantı ve seminer, yemek ve ekstra harcamalar olarak elde ettiği gelirlerin ayrı ayrı tahmin edilmesi ile hesaplanmıştır. Hesaplamalarda, konaklama gelirleri, oda sayısı, oda ücreti ve doluluk oranı üzerinden projekte edilmiştir. Yemek gelirleri ve ekstra harcamalar (havuz, sauna, masaj vb) konaklama gelirlerine oranlanırken toplantı ve seminer gelirlerinin enflasyon oranında artış göstereceği öngörülmüştür.

Belirtilmelidir ki, şirketin 2010 yılı satışları, portföyünde bulunan otellerin işleticiliğini aldığı süre itibarı ile ortalama 6 aylık bir dönemi kapsamaktadır. Satış tahminlerinde, bu durum ile ilgili düzeltmeler yapılmıştır.

Maliyet ve Giderler

Satış maliyetleri, satışların yaklaşık % 98'i olarak öngörülmüştür. Faaliyet giderlerinin ise enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır.

Alış ve Satışlar

Projeksiyonda alışların ortalama 70 gün ve satışların ortalama 100 gün vade ile yapıldığı varsayılmıştır.

Amortisman

Amortisman giderleri, şirketin yeni faaliyete geçmiş olması nedeniyle mevcut yatırımların yaklaşık 10 yıl süre ile itfa olunacağı varsayımıyla tahmin edilmiştir.

Vergi

Projeksiyon Gelir Tablosu'ndaki dönem karları üzerinden % 20 oranında vergi hesaplanmış ve net karlara ulaşılmıştır.

Projeksiyon Nakit Akışları ve Şirket Değeri

Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'ne ait projeksiyon nakit akımları ve hesaplama tabloları aşağıda gösterilmiştir.

İNA Analizi (TL)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Limit Değer
Net Satışlar	4.705.809	8.769.988	9.377.748	9.987.302	10.586.540	11.221.732	
Satışların Maliyeti (-)	-4.657.705	-8.680.339	-9.281.886	-9.885.209	-10.478.321	-11.107.021	
Brüt Kar	48.104	89.649	95.862	102.093	108.219	114.712	
Faaliyet Giderleri (-)	-63.520	-68.107	-72.826	-77.560	-82.214	-87.146	
Faaliyet Karı	-15.416	21.543	23.036	24.533	26.005	27.565	
Vergi (-)	0	-4.309	-4.607	-4.907	-5.201	-5.513	
Amortisman Giderleri (+)	0	1.572.203	1.572.203	1.572.203	1.572.203	1.572.203	
Çalışma Sermayesi (+/-)		-830.964	-124.223	-124.590	-122.481	-129.830	
Sermaye Harcamaları (-)	-15.722.029	0	0	0	0	0	
Serbest Nakit Akışları	-15.737.445	758.473	1.466.408	1.467.239	1.470.525	1.464.425	10.498.381
İskonto Oranı		1,14	1,30	1,48	1,69	1,92	1,92
İndirgenmiş Nakit Akışları		665.625	1.129.363	991.674	872.227	762.278	5.464.730
ŞİRKET DEĞERİ - 31.12.2010	9.885.896						

Açıklanan varsayımlar ışığında Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin indirgenmiş Nakit Akımları Metoduna Göre 31.12.2010 tarihindeki Şirket Değeri **9.885.896 TL**'dir.

Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi

Düzeltilmiş (Güncelleştirilmiş) Özvarlık Değeri, şirketlerin sahip olduğu tüm varlıkların kullanıcı açısından ifade ettiği piyasa değerinin hesaplanarak, bundan şirketin tüm borçlarının düşülmesi sonucunda kalan değerdir. Bu değerın hesaplanmasının temel amacı, gelecekteki faaliyetlerden bağımsız olarak böyle bir şirkete sahip olmanın kaç mal olacağını belirlemektir.

Düzeltilmiş özvarlık yönteminde şirketin değerini belirleyen en önemli faktör, şirket aktifinde kayıtlı maddi duran varlıkların değeridir. Bu noktada, şirketimiz, TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporlarından faydalanmıştır.

Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin, 31.12.2010 tarihli bilançosu esas alındığında düzeltilmiş özvarlık değeri **21.334.606 TL** olarak hesaplanmaktadır.

	2010/9		2010/9
	Yasal Kayıtlar	Değerleme Farkı	Düzeltilmiş
Dönen Varlıklar	4.440.333		4.440.333
Duran Varlıklar	16.457.470		19.798.968
Binalar	8.002.653	9.997.347	18.000.000
Özel Maliyetler	6.655.849	-6.655.849	0
Diğer	1.798.968		1.798.968
AKTİFLER	20.897.803		24.239.301
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	2.824.313		2.824.313
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	80.382		80.382
Düzeltilmiş Özkaynaklar	17.993.108	3.341.498	21.334.606

Değerleme Çalışmasını Olumsuz Yönde Etkileyen Faktörler

Değerleme işlemini genel anlamda olumsuz yönde etkileyen ve sınırlayan bir faktör yoktur. Değerleme çalışması sırasında ise müşteri tarafından herhangi bir kısıtlama getirilmemiştir.

Sonuç

Çalışmalarımız sonucunda ulaşılan, 31.12.2010 tarihi itibarıyla şirket değeri, aşağıda tabloda özetlenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine Göre Şirketin Değeri	9.885.896 TL
Düzeltilmiş Özvarlık Değeri	21.334.606 TL

Görüşümüze göre, indirgenmiş nakit akışları yöntemi şirketin gerçek değerini yansıtmamaktadır. Çünkü, şirketin sahip olduğu gayrimenkullerin, emlak piyasasındaki yüksek fiyat seyrinden kaynaklanan değerini ve şirketin yakın zamanda gerçekleştirmiş olduğu birleşmeden kaynaklanan özsermayesindeki artışın değerini içermemektedir. Şirketin, seri : VIII, no:45 sayılı “Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ” içerisinde tanımlanan Pazar Değeri kapsamında el değiştirmesi durumunda, en iyi ve en verimli kullanım amacına uygun olarak tespit edilecek değer, emlak rayiç bedelleri ve özsermaye devrinden kaynaklanan bedelin yarattığı değer olacaktır. Dolayısıyla, ilgili bölümlerinde anlamları ve hesaplanma biçimleri ayrıntılı olarak açıklanmış bu sonuçlar arasında Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.’nin değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam, düzeltilmiş özvarlık değeri yöntemi ile hesaplanmış olup, bu tutar yaklaşık **21.334.606 TL**’dir.

(İstanbul, 01.03.2011)

GÜRELİ YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK VE BAĞIMSIZ DENETİM HİZMETLERİ A.Ş.

Dr. M. Özgür GÜNEL
Sorumlu Ortak Baş Denetçi

EKLER

- Ek:1_** Şirketin 31.12.2010 Tarihli Bilanço ve Gelir Tabloları
Ek:2_ TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan değerleme raporu
Ek:3_ Şirketin işletmeciliğini yaptığı otellerle ilgili kira sözleşmeleri
Ek:4_ Şirketin yıl içinde yaptığı birleşmeye dair ticaret sicil gazetesi