

MİRANDA OTEL İŞLETMECİLİĞİ TURİZM VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

YÖNETİM KURULU'NA,

Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin (Şirket veya Miranda Otel) 10.02.2014 tarihi itibari ile makul piyasa değerinin tespit edilmesine yönelik olarak hazırlamış olduğumuz Değerleme Raporu'nu (Rapor) sunmaktan mutluluk duymaktayız. Düzenlenen bu raporun amacı Şirket'in makul piyasa değerinin belirlenmesinde Yönetim Kurulu'nuza yardımcı olmaktır.

Uluslararası Değerleme Standardı 1'e göre Piyasa Değeri "herhangi bir etki altında olmaksızın ve gerek duyulan tüm bilgilerin ışığında hareket eden, istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında bir işin el değiştireceği değerdir". Bu raporun amacı; olası bir hisse alışverişi veya satışı durumunda taraflar arasındaki görüşmelere temel teşkil edebilecek bir değer belirlenmesidir.

Bu raporda beyan edilen olgu ve verilerin doğru olmadığına inanmamıza neden olacak hiçbir durum dikkatimizi çekmemiştir. Söz konusu bilgilerin güvenilir olduğuna inanılmaktadır.

Çalışmanın Amacı

Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin 10.02.2014 tarihi itibarıyla makul piyasa değerinin tespit edilmesine yönelik Değerleme Raporunu hazırlamış bulunmaktayız.

Değerleme çalışması Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş. tarafından sağlanan finansal ve operasyonel bilgiler ile şirket yönetimi tarafından hazırlanan mali tablolarına ve finansal projeksiyonlara dayandırılmıştır.

Değerleme çalışmasında kullanılan yöntemlerden biri olan İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'nin değerlendirme sonuçları şirket bazında ayrı ayrı belirtilen operasyonel varsayımların gerçekleşmesine bağlıdır. Raporda belirli oranlar tespit edilerek kullanılan varsayımların



1
CONSULTA
BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.

gerçekleşmemesi durumunda indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile hesaplanan hisse değeri, hazırladığımız raporda hesaplanan değerden daha düşük olabilecektir.

Değerleme işlemi belirli varsayımlar dahilinde yapılmış olup yapılan hesaplamaların vergi ile hiçbir ilgisi bulunmamaktadır.

Bu rapor; sadece Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin makul piyasa değerinin belirlenmesi amacı ile hazırlanmış olup başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş., Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin dışında üçüncü şahıslara karşı bir sorumluluk kabul etmemektedir.

Genel Varsayımlar

1. Bu raporda beyan edilen olgu ve temel verilerin doğru olmadığına inanmamıza neden olacak hiçbir durum dikkatimizi çekmemiştir.
2. Hazırlanan rapor Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş. tarafından sağlanabilecek denetim, vergi veya danışmanlık ile ilgili hizmetleri içermediği için vergisel anlamda bir sorumluluk içermemektedir.
3. Şirket yönetiminin sorumluluğunda olan herhangi bir finansal karar veya vergi raporlama kararı için sorumluluk kabul edilmemektedir.
4. Değerleme raporu sadece; çalışmanın amacı bölümünde belirtildiği şekli ile sadece belirtilen amaç için hazırlanmıştır başka bir amaç için kullanılmaz. Bu rapor veya raporun herhangi bölümü kopyalanamaz; Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş.'nin önceden yazılı izni olmadan dağıtılamaz.
5. Raporda belirlenen piyasa değerine ilişkin tespitler söz konusu varlıkların değerlendirme tarihi dışındaki bir tarihteki değerlerini temsil etme amacını taşımamaktadır. Piyasa koşullarındaki değişiklikler, raporda belirlenen değer değişmesine neden olabilir. Bu durumun söz konusu olması halinde Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş. sorumluluk kabul etmemektedir.

6. Değerleme çalışması esnasında söz konusu şirket ve varlıklarının yapısı, faaliyeti ve finansal projeksiyonlarla ilgili yazılı bilgi, sözlü bilgi ve/veya elektronik veriler tarafımıza sağlanmıştır.
7. Raporda kullanılan nakit akış tahminleri sadece değerleme analizinde kullanılmak üzere oluşturulmuştur. Bu nedenle gelecekteki faaliyetlerin tahmini veya projeksiyonu için kullanılmamalıdır.

Kullanılan Yöntemler

Bu çalışmada Şirket'in sağladığı bilgi ve belgelerden faydalanılmıştır. Şirket hisselerinin birim değerinin tespitinde; gelecek dönemlerdeki satışlardan yola çıkılarak gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerine getirilmesi temeline dayanan İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve şirketin Net Aktif Değeri birlikte ağırlıklı ortalama yöntemine göre değerlendirilerek, toplam şirket değeri hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin temel prensibi; şirketin belli bir projeksiyon dönemi boyunca yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerleri ile projeksiyon döneminden sonsuza kadar yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamının şirket değerine eşit olacağı varsayımına dayanır.

1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde kullanılan değişkenler şunlardır.:

1) Projeksiyon Dönemi;

Bir süre sonunda şirket faaliyetlerinde çok ciddi bir değişikliğin olmayacağı, belli bir olgunluk seviyesine ulaşacağı varsayımı altında bu döneme kadar olan süredeki şirket faaliyetleri hakkında varsayımlarda bulunmayı ifade eder. Çeşitli alanlarda faaliyet gösteren birbirinden farklı firmalar için bu süre farklılık arz edebilir, ancak projeksiyon döneminin fazla uzun tutulması tahminlerde sapmalara yol açabilir. 5 ila 10 arasında bir dönem belirlemek çoğu zaman yerinde bir tercih olarak kabul görür.

2) İskonto Oranı;

Paranın zaman değeri kavramı, aynı miktarda paranın gelecekteki değeri ile bugünkü değerinin farklı olduğu ve paranın zaman içerisinde değer kaybettiği varsayımına dayanır.

WACC (Weighted Average Cost Of Capital); Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti şeklinde Türkçe'ye çevrilebilecek bu kavram şirketin gelecekte elde edeceği nakit akımlarının günümüz değerine indirgenmesinde kullanılan oranı ifade etmektedir." İskonto oranı şirkete yatırım yapanların söz konusu yatırımları karşılığında elde etmek isteyecekleri minimum kazanç oranını temsil eder.

"İskonto Oranı (Paranın zaman değeri) kavramı, aynı miktarda paranın gelecekteki değeri ile bugünkü değerinin farklı olduğu ve paranın zaman içerisinde değer kaybettiği varsayımına dayanır."

İskonto oranı, bir yatırımdan beklenen getiriye ifade eder. Bu oran, riskten arındırılmış bir yatırımdan beklenen getiriye ek olarak yatırımcıların beklediği risk primi de hesaba katılarak hesaplanır.

Şirket değerlemesinde kullanılan iskonto oranını aşağıdaki unsurlar belirler:

- Alternatif yatırım seçenekleri
- Konjonktürel risk faktörleri
- Şirketin faaliyet gösterdiği sektör ile ilgili risk faktörleri
- Şirketin sermaye yapısı

İNA hesaplamalarında kullanılan iskonto oranı temelde özsermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti olmak üzere iki ana değişkenden yola çıkılarak hesaplanmaktadır.

3) Devam Eden Değer

Bir şirketin faaliyetlerinde olgunluk seviyesine ulaşacağı, nakit akımlarında artık ciddi bir değişimin yaşanmayacağı dönemi ifade etmektedir. İşletmenin bu safhadan sonra yaptığı yatırımların, amortismanlarının, işletme sermayesindeki değişimlerin bu dönemden sonra etkisinin sıfır olacağı varsayımına dayanır. Başka bir deyişle olgunluk safhasına ulaşan şirketin nakit akımlarının sonsuza kadar bu seviyede devam edeceği varsayımına dayanır. Şirketin nakit akımlarında yaşanacak bu durağanlık için kaç yıla ihtiyaç duyacağı başka bir deyişle şirketin olgunluk seviyesine ulaşması için kaç yıla gereksinim duyduğunu belirlemek oldukça önemli olup, her firma için bu süre değişebilir. Ancak değerlendirme çalışmalarında genellikle 5-10 yıl arasında bir süre makul bir süre olarak kabul edilir.

4) Büyüme Oranı

Şirketin olgunlaşma sürecine girmesi demek şirketin belli bir yıldan sonra faaliyetlerinde hiçbir gelişme olmayacağı anlamına gelmeyecektir. Şirketin politikaları, gelecekte yapacağı yatırımlar, genel ekonomide beklenen büyüme gibi birçok değişkene bağlı olarak değerlemesi yapılan şirket için belli bir büyüme oranı tespit edilebilir. Bu büyüme oranı nispetinde şirketin nakit akımlarında artış olacağı varsayılır. Bu oran yukarıda sayılan bir çok etkene bağlı olarak %1-5 arasında değişiklik gösterebilir.

İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin aşamaları;

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'ne şirket değerlemesi bir dizi matematiksel hesaplamayı gerektirmekte olup aşağıdaki aşamalar yolu ile değer tespiti yapılmaktadır.

- ♦ Serbest Nakit Akımlarının Hesaplanması/Belirlenmesi
- ♦ İskonto Oranının Hesaplanması/Belirlenmesi
- ♦ Projeksiyon dönemi boyunca elde edilmesi beklenen serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin bulunması

- ♦ 5 yıllık projeksiyon döneminden sonsuza kadar elde etmesi öngörülen nakit akımlarının toplamını belirlenmesi ve bugünkü değerinin hesaplanması gerekmektedir.

Serbest Nakit Akımlarının Hesaplanması/Belirlenmesi

İNA yönteminde önem arz eden konulardan birisi de serbest nakit akımlarına ulaşmak ve projeksiyon dönemi boyunca oluşması beklenen nakit akımlarını belirleyebilmektir. Serbest nakit akımları şirketin normal faaliyetleri sonucunda elde edeceği vergi sonrası nakit akımlarıdır. İNA Yöntemi de kısaca şirketin fon yaratabilme kapasitesinin projeksiyon yılları itibariyle tahminine dayanır. Dolayısıyla şirketin gelir tablosunda fiili nakit girişleri ve çıkışları ile fon çıkışına neden olmayan fakat gelir tablosu sonuç hesaplarına gider olarak kaydedilen kalemleri (amortismanlar gibi) alt alta dikkate alarak serbest nakit akımlarına ulaşılması gerekmektedir.

Net Satışlar; Şirketin gelir tablosunda yer alan Net Satışlar tutarıdır. İşletmeye fon/nakit girişlerinin tamamı İNA yönteminde dikkate alınmaz, sadece şirketin esas faaliyetleri neticesinde elde ettiği fon/nakitler artı değer olarak dikkate alınır.

Satışların Maliyeti; Şirketin serbest nakit akımlarına ulaşırken elde ettiği hasılat tutarından satışların maliyetinin tenzil edilmesi gerekir. Yıllar itibariyle satışların maliyeti tutarları geçmiş yıllardaki karlılık oranları veri kabul edilerek projekte edilen net satışların bir yüzdesi olarak belirlenir.

Faaliyet Giderleri; İşletmenin esas faaliyetleri dolayısıyla katlandığı giderleri firmanın fon/nakit girişlerini azaltacağından faaliyet giderlerinin toplamı (Ar-Ge Giderleri+Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri+Genel Yönetim Giderleri) eksi değer olarak dikkate alınır.

Vergi; Yukarıda açıklanan değerlerin alt alta dikkate alınması sonucu FAVÖK'e (Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) ulaşılmaktadır. Bu tutar üzerinde vergi hesaplanarak –ki ülkemiz kurumlar vergisi oranı %20 mahsup edilir ve sonuç olarak FAÖK'e (Faiz ve Amortisman Öncesi Kar) ulaşılmış oluruz.

Amortisman Giderleri; Ayrıca faaliyet giderleri içerisinde yer alan ancak fiili bir fon çıkışına neden olmayan Amortisman Giderleri ile Karşılık Giderlerinin, projeksiyon dönemleri itibariyle fiktif bir fon/nakit çıkışına sebep olmasını engellemek için artı değer olarak eklememiz gerekecektir.

Finansman Giderleri; Şirketin projeksiyon dönemi boyunca kullanmayı öngördüğü krediler için katlanılacak finansman giderlerini belirlemeyi gerektirir.

Yatırım Harcamaları; Şirketin projeksiyon dönemleri itibariyle yapmayı planladığı yatırım harcamalarını ifade eder.

Yukarıdaki varsayımlar şirketin kendi faaliyetleri, pazar durumu, konjonktürel durum, yatırım planları, kredi anlaşmaları, kar dağıtım politikaları vs gibi değişkenlerle yakından ilgilidir

2. Net Aktif Değer Tespiti

Net Aktif Değerin tespit edilmesinde ise;

Şirketin toplam aktif tutarından, yükümlülükleri düşülerek Net Aktif Değer tespit edilmektedir. Aktif toplamın hesaplanmasında; aktifte düzeltme gerektiren kalemlerde (maddi duran varlıklar) yeniden değerlendirme çalışması yapılarak ya da mevcut bir gayrimenkul değerlendirme raporu varsa bu raporda yer alan güncel Pazar değerlerinden yararlanılarak ve net aktif değer tespit edilmektedir.


BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.

ŞİRKETLE İLGİLİ BİLGİLER

Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'ye ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır:

A. Şirket Kimlik Bilgileri:

- Vergi Dairesi ve Vergi No Bilgileri BEYKOZ VD. – 6210456503
- Ticaret Sicil No 650709
- Adres bilgisi CUMHURİYET CAD.KUŞHAN ÇIKMAZI SOK N:11-37

POLONEZKÖY-BEYKOZ-İSTANBUL

- Sermaye Bilgisi. 25.000.000.-TL

B. Kuruluş Tarihi:

- 14 Ocak 2008

C. Faaliyet Konusu:

- Otel İşletmeciliği

Otellerin İsimleri 1-PARK OTEL POLONEZKÖY

Otellerin Adresleri CUMHURİYET CAD.KUŞHAN ÇIKMAZI SOK N:11-37

POLONEZKÖY-BEYKOZ-İSTANBUL

Otellerin İsimleri 2-LEGEND RİVA HOTEL

Otellerin Adresleri ŞEHİT LEVENT BİRBEN CAD.NO:11

RİVA KÖYÜ-BEYKOZ-İSTANBUL

CONSULTA
BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ DANIŞMANLIK A.Ş.

Otellerin Kapasiteleri (Oda ve yatak Kapasitesi)

ODA TİPLERİ ve ADETLER

	RİVA	PARK
STANDART	94	44
BUNGOLOV	28	
CONNECTION	26	
VİLLA	14	
DUBLEX VİLLA	9	
GARDEN VİLLA	5	
SUIT	7	16
KING SUIT	2	
	185	60

Yatak Kapasitesi

YATAK MEVCUDU

RİVA	PARK
351	71

D. Sermaye Bilgisi ve Ortaklık Yapısı:

Avrasya Terminal İşl.AŞ. % 53.34

Avrasya Petrol Tur.Tes.Yat.AŞ. % 46.64


BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MÜHÜR VE ŞAHSİRLİK


E. Organizasyon Şeması:

Yönetim Kurulu

Yönetim Kurulu Başkanı Haluk TAN

Yönetim Kurulu Üyesi Barlas ÜNAL

Yönetim Kurulu Üyesi Burak GÜNEŞ

Genel Müdür

Volkan Taşlı

Otel Müdürleri

Şadan Beyazca

Burçin Birer

Muhasebe

MEHMET AKTERAZİ

Otel Çalışanları

AYHAN KALAYCI

AYTEN CEPHE

ERAY USLU

FURKAN YILMAZ

HÜSEYİN

ARADENİZ

MERT BEYAZCA

SAADET SEDEN BAŞ

SALİM AKKAYA

SELİM TEKİN

SELİM YOLAL

TUNCAY DEMİR

F. Oteller Doluluk Oranları:

RİVA	
TARİH	DOLULUK ORANI
NİSAN 2010	5%
MAYIS 2010	20%
HAZİRAN 2010	29%
TEMMUZ 2010	43%
AĞUSTOS 2010	38%
EYLÜL 2010	46%
EKİM 2010	56%
KASIM 2010	21%
ARALIK 2010	8%
OCAK 2011	10%
ŞUBAT 2011	15%
MART 2011	11%
NİSAN 2011	21%
MAYIS 2011	31%
HAZİRAN 2011	30%
TEMMUZ 2011	37%
AĞUSTOS 2011	17%
EYLÜL 2011	21%
EKİM 2011	16%
KASIM 2011	7%
ARALIK 2011	19%
OCAK 2012	10%
ŞUBAT 2012	16%
MART 2012	31%
NİSAN 2012	31%
MAYIS 2012	27%
5 HAZİRAN 2012	15%

PARK	
TARİH	DOLULUK ORANI
TEMMUZ 2010	40%
AĞUSTOS 2010	23%
EYLÜL 2010	32%
EKİM 2010	36%
KASIM 2010	32%
ARALIK 2010	32%
OCAK 2011	31%
ŞUBAT 2011	37%
MART 2011	35%
NİSAN 2011	40%
MAYIS 2011	40%
HAZİRAN 2011	49%
TEMMUZ 2011	40%
AĞUSTOS 2011	31%
EYLÜL 2011	48%
EKİM 2011	44%
KASIM 2011	32%
ARALIK 2011	38%
OCAK 2012	34%
ŞUBAT 2012	35%
MART 2012	39%
NİSAN 2012	42%
MAYIS 2012	37%

01.06.2012 TARİHİNDE KİRALANMIŞTIR.

G. Son 5 Yılda Yapılan Yatırımlar:

Özel Maliyet Yatırımları 7.285.235,32 TL (KDV HARİÇ)

Demirbaş Yatırımları 967.670,10 TL (KDV HARİÇ)

(Park Otel ve Riva Otel)



MİRANDA OTEL İŞLETMECİLİĞİ TURİZM VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

1. İndirgenmiş Nakit Akımı Çalışmasında Kullanılan Varsayımlar ve Sonuç

1.1 Satış Hedefleri ve Satış Hedeflerinin Tespitinde Kullanılan Varsayımlar

Satış hedeflerinin tespiti firmanın verdiği bilgiler doğrultusunda Miranda Otel ve Legend Riva işletmelerinin ciroları üzerinden oluşturulmuştur.

Legend Riva işletmesi Haziran 2014 tarihinde faaliyete başlayacak olup işletme bünyesinde üç farklı hizmet verilecektir. Söz konusu hizmetler; konaklama, sağlık ünitesi ve yaşlı bakım ünitelerinden oluşmaktadır. Hizmetlere ilişkin ciroların hesaplanmasında, ortalama gelir esası kullanılmıştır. Ortalama gelirin hesaplanmasında; aylar bazında otelde hizmet alacak kişi sayıları belirlenmiş ve kişi sayıları ile ortalama gelir çarpılarak cirolar hesaplanmıştır.

Legend Riva işletmesinde diğer gelirler kapsamında; kafeterya, restoran, geziler yer almaktadır. Diğer gelirlerin hesaplanmasında aylık ortalama kişi sayısından hareket edilerek kişi sayıları ortalama gelir rakamları ile çarpılmış ve ciro rakamlarına ulaşılmıştır.

Miranda Otel işletmesinin ciro rakamlarının hesaplanmasında ise aylık maksimum 1.800 kişinin hizmet alacağını varsayımından hareket edilmiştir. Kişi sayısı doluluk oranları ile çarpılarak aylık ziyaretçi sayısı hesaplanmıştır. Sonraki aşamada ziyaretçi sayısı da ortalama gelir ile çarpılarak ay bazında ciro rakamları hesaplanmıştır.

Miranda Otel işletmesinde diğer gelirler kapsamında yer verilmiş olan plaj ve seminer organizasyonlarından projeksiyon dönemleri olan 2014-2018 yılları arasında toplam 2.500.000 TL gelir elde edileceği varsayılmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar ve hesaplamalar sonucunda projeksiyon dönemi boyunca satış tahminleri hesaplanmış olup aşağıdaki tabloda satış rakamları yer almaktadır:

	2014	2015	2016	2017	2018
Satış gelirleri					
Miranda Otel Ciro	2.044.134	2.554.213	3.114.219	3.763.634	4.198.467
Legend Riva Ciro	2.104.556	6.157.174	7.658.054	8.758.180	9.685.200

1.2 Faaliyet Giderleri Tahminleri ve Kullanılan Varsayımlar

Faaliyet Giderleri; Miranda Otel ve Legend Riva için ayrı ayrı hesaplanmıştır.

Legend Riva faaliyet giderleri içeriği; malzeme, sağlık personeli, dışarıdan alınan medikal hizmetler, personel giderleri, kira, elektrik, gaz, su, yakıt, haberleşme-iletişim, bakım onarım, danışmanlık, destek hizmetleri, sosyal seyahat ve konaklama, pazarlama ve reklam, vb giderlerden oluşmaktadır.

Faaliyet giderlerinin hesaplanmasında sektör analizleri baz alınarak ilgili dönem ciro rakamlarının belirli bir yüzdesi şeklinde hesaplanmıştır.

Miranda Otel faaliyet giderleri içeriği; personel, elektrik, ısınma, telefon, araç kira, yakıt, bina bakım onarım, bina sigorta, değişken giderlerden (kişi başı ziyaretçi sayısı *ortalama maliyet) oluşmaktadır.

Faaliyet giderlerinin hesaplanmasında geçmiş dönem verilerinden faydalanılmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar ve hesaplamalar sonucunda projeksiyon dönemi boyunca faaliyet giderleri tahminleri hesaplanmış olup aşağıdaki tabloda rakamlar yer almaktadır:

	2014	2015	2016	2017	2018
Faaliyet Giderleri	(3.444.291)	(6.129.960)	(7.304.342)	(8.693.773)	(9.721.375)

1.3 Finansman Giderleri

2014-2018 yılları arasında gerçekleşmesi beklenen finansman giderleri rakamları geçmiş dönem verilerinden ve gelecek dönemlerde gerçekleştirilecek yatırım tutarlarından yararlanılarak hesaplanmış olup, aşağıdaki tabloda ilgili rakamlar yer almaktadır:

	2014	2015	2016	2017	2018
Finansman Gideri	(200.000)	(150.000)	(110.000)	(75.000)	(75.000)

1.4 Yatırım Tutarları

Legend Riva yatırım tutarları, ilk yıl hasta otomasyon programı ve hali hazırda otel olan işletmenin hasta bakım merkezine dönüştürülmesinde oluşacak tadilat ve dekorasyon yatırımından oluşmaktadır. Bu yatırımın Kasım 2014 tarihinde tamamlanacağı öngörülmektedir.

Toplam yatırım tutarı 1.300.000 TL olarak belirlenmiştir.

İkinci ve üçüncü yıllarda toplam 315.000 TL tutarında demirbaş alımı yapılacağı planlanmıştır.

Bu varsayımlar doğrultusunda 2014 yılı ve devamındaki beş yıllık yatırım tutarları tahminleri aşağıdaki gibidir:

	2014	2015	2016	2017	2018
Yatırım Tutarı	(1.300.000)	(150.000)	(165.000)	-	-

1.5 Vergi Karşılığı

Projeksiyon sonucu oluşan kar tutarları üzerinden hesaplanması gereken vergi yükünün hesabında, kurumlar vergisi oranı % 20 olarak dikkate alınmıştır.

1.6 Amortismanlar

Nakit çıkışı gerektirmeyen gider olduğu için projeksiyonda yer almaksızın sadece vergi matrahının hesabında gider olarak dikkate alınan amortisman tutarlarına ilişkin yıllık amortisman giderleri maddi duran varlık amortismanından oluşmaktadır.

Amortisman giderlerinin hesaplanmasında, 2014 yılı mevcut sabit kıymet amortismanı geçmiş dönem amortisman giderleri baz alınarak hesaplanmıştır. 2014 ve sonrası için yapılacak yatırımların ilgili döneme amortismanı yatırımın faydalı ömrü baz alınarak hesaplanmıştır. Buna göre 2014 yılında yapılacak 1.300.000 TL'lik yatırım 6 yıldan 2015'teki 315.000 TL'lik yatırım 5 yıldan amorti edilmiştir.

Hesaplamalara ilişkin ayrıntılar aşağıdaki tablolarda yer almaktadır:

	2014	2015	2016	2017	2018
Amortisman	(1.585.823)	(1.615.823)	(1.648.823)	(1.648.823)	(1.648.823)

1.7 Kıdem Tazminatı

Amortisman giderlerinde olduğu gibi nakit çıkışı gerektirmeyen gider olduğu için projeksiyonda yer almaksızın sadece vergi matrahının hesabında gider olarak dikkate alınan kıdem tazminatı tutarlarına ilişkin yıllık kıdem tazminatı tutarları nakit akımlarının hesaplanmasında yıllar itibari ile amortisman giderlerinde kabul edilen hükümlere göre dikkate alınmıştır.

1.8 Projeksiyon Dönemi Sonrası Büyüme Oranı

Projeksiyon dönemi olan 2014-2018 dönemi için öngörülen büyüme oranı % 4'tür. Büyüme oranının belirlenmesinde Metro Holding büyüme oranı baz alınmıştır.

1.9 Projeksiyon Dönemi Sonrası İskonto Oranı

Şirketin gelecekteki net nakit girişlerinin bugünkü değerinin hesaplanmasındaki bir diğer önemli faktör iskonto oranıdır. Bu oran, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. Özkaynak maliyeti risksiz faiz oranı ile risk payı toplamından oluşmaktadır. Risksiz faiz oranı bir yatırımcının sıfır risk durumunda dahi beklediği yıllık getiridir. Risk payı ise, sektörün ve ülke ekonomisinin taşıdığı riskleri kapsar. Bu risk payının hesaplanmasında sermaye varlıkları fiyatlama modeli kullanılmıştır. Bu modele göre sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{Sermaye maliyeti} = \text{Risksiz getiri oranı} + \text{Beta} \times (\text{Piyasa getirisi} - \text{Risksiz Getiri})$$

Hesaplamalarda, risksiz faiz oranı devlet tahvili bileşik getirisi olan % 8,06; formüldeki beta katsayısı 0,81 olarak dikkate alınmıştır (ortalama risk belirtir). Piyasa getirisi % 12,79 olarak alınıp bunun sonucunda sermaye maliyeti % 11,90 olarak hesaplanmıştır. Piyasa getirisi hesaplamalarında İMKB verileri kullanılmıştır.

Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin borçlanma oranı % 12 olarak dikkate alınmıştır. Özkaynak ve borçlanma maliyetinin ağırlıklı ortalaması olan % 11,66 raporumuzda iskonto oranı olarak kullanılmıştır. Tarafımızca bu oranların gerçekleşip gerçekleşmeyeceği konusunda kanaat oluşturmak mümkün değildir. Bu oranlar okuyucuya göre değişebilir. Bu iskonto oranı sermaye bulma maliyeti karşılığı ödenecek faiz oranını ifade etmektedir.

1.10 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi Sonucu

Bu varsayımlar altında Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin özkaynak değeri indirgenmiş nakit akımı yöntemine göre **36.809.272 TL** olarak hesaplanmıştır. Hesaplamanın detaylarına ekli dosyada yer verilmiştir.

2. Net Aktif Değer Çalışması

Net aktif değer çalışmasında aktifte değer düzeltimi maddi duran varlık kalemlerinde gerçekleştirilmiştir. Hesaplamaların yapılmasında Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş. için 31 Aralık 2013 tarihli mali tablolardaki rakamlar dikkate alınmıştır.

Değerleme çalışmasında net aktif değer günümüz ekonomik koşulları dikkate alınarak hesaplanmasında, maddi duran varlıklara ilişkin gayrimenkul değerleme raporundaki rakamlardan faydalanılmıştır.

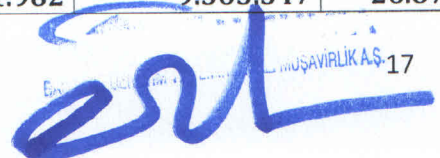
Böylelikle şirketteki mevcut duran varlıklar güncel değerleri ile bilanço da yer almıştır.

Bulunan yeni ve güncel aktif toplamından, kısa ve uzun vadeli borçlar düşülerek şirketin net aktif değeri hesaplanmıştır.

Hesaplamalar sonucunda şirketin net aktif değeri **24.623.423 TL** olarak hesaplanmıştır.

Hesaplamaya ilişkin ayrıntılar aşağıda yer almaktadır:

2013/12	Bilanço (TL)	Değerleme Farkları	Düzeltilmiş Bilanço (TL)
Dönen Varlıklar	4.171.652	--	4.171.652
Duran Varlıklar	13.340.330	9.365.347	22.705.677
- Arsalar	932.064	727.936	1.660.000
- Binalar	7.462.589	8.637.411	16.100.000
- Diğer	4.945.677	--	4.945.677
Toplam Aktifler	17.511.982	9.365.347	26.877.329

 17

Kısa Vadeli Borçlar	1.761.115	--	1.761.115
Uzun Vadeli Borçlar	24.524	468.267	492.791
Toplam Pasifler	1.785.639	468.267	2.253.906
Özkaynaklar/Düzeltilmiş Özkaynaklar	15.726.343	8.897.080	24.623.423
Şirket Değeri	24.623.423		

3. Toplam Şirket Değeri

Geleceğe ilişkin satış verilerinden yola çıkılarak nakit akımlarının bugünkü değeri ve net aktif değerinin toplamı sonucunda toplam şirket değeri aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

A. İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	36.809.272 TL	Ağırlık % 59,9 (*)	22.055.397 TL (***)
B. Net Aktif Değer Toplamı	24.623.423 TL	Ağırlık % 40,1 (**)	9.869.548 TL (****)
Toplam Şirket Değeri			31.924.946 TL

(*) $36.809.272 \text{ TL} + 24.623.423 \text{ TL} = 61.432.695 \text{ TL}$

$36.809.272 \text{ TL} / 61.432.695 \text{ TL} = \% 59,9$

(**) $36.809.272 \text{ TL} + 24.623.423 \text{ TL} = 61.432.695 \text{ TL}$

$24.623.423 \text{ TL} / 61.432.695 \text{ TL} = \% 40,1$

CONSULTA
BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ HESAPLAMA ŞİRKETİ A.Ş.

(***) 36.809.272 TL x % 59,9 = **22.055.397 TL**

(****) 24.623.423 TL x % 40,1 = **9.869.548 TL**

Toplam Şirket Değeri = 22.055.397 TL + 9.869.548 TL = **31.924.946 TL**

SONUC

Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş. tarafından yapılan inceleme ve değerlendirmeler sonucunda Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin toplam şirket değeri hesaplanmıştır.

Değerleme çalışmasında Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin şirket değerinin tespit edilmesinde; tüm finansal projeksiyonlar, oranlar ve diğer tespitler değerlendirilerek hesaplamalar yapılmıştır.

Gelecekteki satış tahminlerinin temel alındığı indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre hesaplanmış öz kaynak değeri ve şirketin toplam aktiflerinden yükümlülükleri düşüldükten sonra kalan net aktif değeri birlikte değerlendirilerek, toplam şirket değeri hesaplanmıştır. İki yöntemin birlikte dikkate alınarak hesaplamaların yapılmasında ağırlıklı ortalama yöntemi esas alınmıştır.

Tüm değerlendirme, değerleme ve hesaplamaların sonucunda; Miranda Otel İşletmeciliği Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin toplam şirket değeri, birinci bölümde belirtilen varsayımlar dahilinde yaklaşık **31.924.946 TL** olarak hesaplanmıştır.

Saygılarımla

YMM Prof.Dr. Hasan Emre BURÇKİN

Consulta Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.


CONSULTA
BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.

İNA HESAPLAMA TABLOSU

Büyüme Oranı	4%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	11,66%

	2014	2015	2016	2017	2018 Sonsuz Değer
Satış gelirleri					
Miranda Otel Ciro	2.044.134	2.554.213	3.114.219	3.763.634	4.198.467
Legend Riva Ciro	2.104.556	6.157.174	7.658.054	8.758.180	9.685.200
Toplam Miranda Şirket Ciro	4.148.690	8.711.387	10.772.273	12.521.814	13.883.667
Faaliyet Giderleri	(3.444.291)	(6.129.960)	(7.304.342)	(8.693.773)	(9.721.375)
Finansman Gideri	(200.000)	(150.000)	(110.000)	(75.000)	(75.000)
Vergi Öncesi Nakit	504.399	2.431.427	3.357.931	3.753.040	4.087.292
Amortisman	(1.585.823)	(1.615.823)	(1.648.823)	(1.648.823)	(1.648.823)
Vergi Matrahı	(1.081.424)	815.604	1.709.108	2.104.217	1.357.046
Vergi	-	-	-	-	271.409
Yatırım Tutarı	(1.300.000)	(150.000)	(165.000)	-	-
Net Nakit	(795.601)	2.281.427	3.192.931	3.753.040	4.087.292
İskonto Oranı	1,1	1,2	1,4	1,6	1,7
İskonto Katsayısı					
İskonto Edilmiş Nakit Akım	(712.517)	1.829.816	2.293.458	2.414.265	2.354.712
Şirket Değeri	<u>36.809.272</u>				<u>28.629.538</u>

CONSULTA
BAĞIMSIZ DENETİM VE YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.