

İçindekiler

Giriş	2
Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar	5
Dünya Ekonomisi.....	6
Gürcistan Ekonomisi	9
Batum Turizm ve Otelcilik Sektörü.....	12
Değerlemeye Konu Şirket Hakkında Genel Bilgi.....	16
Değerleme Yöntemleri	18
Varlık Yaklaşımı	19
Piyasa Yaklaşımı	20
Gelir yaklaşımı	23
Sonuç.....	27

Giriş

Konu: Legend Hotel Batumi Şirket Değerleme Raporu

Sayın Yetkili,

30 Haziran 2017 tarihli *Legend Hotel Batumi* (Şirket) 'nin Değerleme Raporunu bilgilerinize sunmaktan mutluluk duyarız.

Ekteki “Şirket Değerleme Raporu”, şirketin denetimden geçmiş 30 Haziran 2017 tarihli finansal tabloları esas alınarak, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları, Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri ve Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak sadece *Legend Hotel Batumi* için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece *İtimat Bağımsız Denetim A.Ş.*, raporun ve/veya yazışmaların *Legend Hotel Batumi* dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Ayrıca raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin dışındaki üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu hususta *İtimat Bağımsız Denetim A.Ş.* onay verse dahi, raporun muhatabı her zaman *Legend Hotel Batumi* olarak kalacaktır.

Raporumuz, Şirket yönetiminin ve ilgili personelin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Kullanılan bilgiler, varsayımlar ve projeksiyonlar tarafımızca sorgulanarak ve gerektiği takdirde Şirket yönetimi ile mütalaa edilerek çalışmamızda yer almıştır. Bunun yanı sıra Şirket yönetimi tarafından hazırlanan projeksiyonların gerçekleşebilir olması hususunda herhangi bir görüş verilmemektedir.

Bir şirketin değerinin belirlenmesini etkileyen en önemli faktörler hisse sahiplerinin ve potansiyel alıcıların geleceğe yönelik zaman içindeki beklentileridir. Tespit edilen değerler zaman içinde belli bir noktada belirlenen koşullara ve değişimlere dayanır ve bu değerler ileride farklılık gösterebilir.

Talimatlarınız doğrultusunda Şirket Değerleme Raporu hazırlanırken, çalışmalarımız aşağıda açıklanmış olan; “Net Aktif Değer”, “Piyasaya çarpanına göre şirket değerlendirme” ve “İndirgenmiş nakit akışları” yöntemlerine dayanmaktadır.

Net aktif değer, bir şirketin yükümlülüklerinden varlıklarının indirilmesiyle ortaya çıkan değerdir. Bu yöntem Şirketin değerinin hisse senetleri değerleriyle belirleneceği varsayımını kabul eder. En basit şekilde varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek değer olarak tanımlanabilir.

Piyasa yaklaşımı altında şirket değerlemesinde bir şirketin değerinin belirlenmesindeki unsur piyasadır. Çoğunlukla, şirketin değerini tahmin etmek için faaliyet gösterdiği sektördeki benzer şirketlerden elde edilen veriler baz alınmaktadır. Bu yaklaşımda, değeri piyasa tarafından belirlenmiş benzer şirketlerin karşılaştırılmasıyla belirlenecek şirket değeri için ekonomik rekabet prensibini kullanılmıştır.

İndirgenmiş nakit akışları yöntemi, önceki dönem finansal tablolarına, piyasa koşullarına, ilişkili diğer faktörlere ve sonraki dönem tahmini nakit akışlarına dayanmaktadır. Toplam nakit akış değeri, belirli bir oranının indirilip sonsuz değerinin şirket değerine eklenmesiyle oluşur. Bu metot temettü vergi politikaları değişimini dikkate almasa bile genel olarak yararlı bir değerlendirme metodu olarak kabul edilir. Çünkü nakdin zaman değerini ve yatırımlar için tüm tahminleri dikkate alan bir metottur. Buna karşın, devredilecek, diğer ortaklara ya da 3. kişilere satılacak hisselerin nihai değerinin tespitinde mutlaka istekli alıcı ve istekli satıcı arasında bir müzakere ve pazarlık olacaktır.

Şirket Değerleme Raporu, “genel varsayımlar ve sınırlayıcı koşullar” ekine bağlıdır.

Ek olarak, Şirket Değerleme Raporu okunurken aşağıdaki hususlara dikkate edilmesi gerekir:

İtimat Bağımsız Denetim A.Ş. bu raporla ilgili sadece şirket yönetime karşı sorumludur. Yönetimin bu raporu paylaştığı diğer kişilere karşı herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Değerleme Uzmanı olarak,

- Raporda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bildiği kadarıyla doğru olduğunu,
- Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlendirme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisinin olmadığını,
- Değerleme Uzmanı'nın ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- Değerlemenin ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirildiğini,
- Değerleme Uzmanı'nın mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlemesi yapılan şirketin türü ve faaliyetleri konusunda daha önceden deneyimi olduğunu beyan ederiz.

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 01.02.2017 tarih ve 29966 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1)" hükümlerine uygun hareket edilmiştir. Şirketimiz 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararda yer verilen niteliklere sahiptir ve ilgili tebliğdeki şartlara haizdir.

Değerleme, *Legend Hotel Batumi*'nin 30.06.2017 tarihi itibarıyla sona eren döneme ait finansal tabloları esas alınarak yapılmış olup, aynı döneme ilişkin tarafımızdan şirkete değerlendirme raporu dışında başkaca bir danışmanlık ve denetim hizmeti verilmemiştir.

Saygılarımızla,

07 Ağustos 2017

İtimat Bağımsız Denetim A. Ş.

Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

Bu "Şirket Değerleme Raporu" aşağıda belirtilen genel varsayımlara ve sınırlayıcı koşullara tabidir:

1. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu veya ipotek ve irtifak hakkını da içeren diğer hukuki konularda tarafımızdan herhangi bir inceleme yürütülmemiş olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir. Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır.
2. Özkaynak yöntemine göre tespit edilen özkaynak değerine baz teşkil eden finansal tablolar başka bir bağımsız denetim şirketi tarafından denetlenmemiş olup, tarafımızdan denetimi yapılmamıştır.
3. Bu rapordaki değer hesaplamalarına temel teşkil eden tüm lisans, kullanım hakkı, muvafakatname veya bir kamu ya da özel kurumdan alınan yasal ve idari izinlerin mevcut olduğu veya kolaylıkla elde edilebilir veya yenilenebilir olduğu öngörülmüştür.
4. Değerleme çalışmalarımızın temeli olan yasal finansal tabloların Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'na uygun, tüm işlemlerin düzgün şekilde kaydedilmiş ve Gürcistan Larisi (GEL) olarak finansal tablolara yansıtılmış olduğu varsayılmıştır.
5. Aksi belirtilmedikçe Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
6. İndirgenmiş Nakit Akışlarına ait varsayımlar Şirket yönetimi tarafından öngörülmüştür. Değerleme çalışmalarının tümünü ya da bölümlerinin temelini oluşturan ve Şirket yönetimi tarafından sağlanan yazılı veya sözlü bilgi ve belgelerin doğru ve güvenilir olduğu varsayılmıştır.
7. Değerleme çalışmamız Temmuz 2017 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Finansal projeksiyonlar ve gerçekleşen sonuçlar genelde farklılık arz eder, çünkü gelişen olaylar ve koşullar beklendiği gibi gerçekleşemez ve projeksiyonlar ile gerçek sonuçlar arasında önemli sayılabilecek farkların doğmasına neden olabilmektedir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer koşullarda öngörülenler dışındaki gelişmeler için sorumluluk almamız mümkün değildir. Ayrıca rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya koşulları çerçevesinde, bu raporumuzu yeniden tanzim etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
8. 30 Haziran 2017 tarihli ve değerleme hesaplamalarımıza dayalı şirketin finansal tabloları başka bir bağımsız denetim şirketi tarafından bağımsız denetimden geçmiştir. Çalışmamızın kapsamı finansal tabloların denetimini ve bu duruma ilişkin herhangi bir düzeltme içermez.

Dünya Ekonomisi

Dünya Bankası Küresel Ekonomik Beklentiler raporunda küresel iktisadi faaliyette son dönemde izlenen toparlanma eğiliminin kırılma arz etmekle birlikte korunduğunu belirtmiştir. 2019 yılına kadar olan küresel büyüme tahminlerinde herhangi bir değişiklik yapmayan Kuruluş, bu yıl küresel büyümenin %2,7 düzeyinde gerçekleşeceğini öngörmüştür. Dünya Bankası 2017 yılı için gelişmiş ülkelere yönelik büyüme tahminini 0,1 puan artırmış, gelişmekte olan ülkelere yönelik büyüme öngörüsünü ise 0,1 puan aşağı çekmiştir. Raporda, küresel enflasyon beklentilerinin son dönemde zayıflamakla birlikte 2016 yılına kıyasla yüksek seyretmesi olumlu olarak değerlendirilmiştir.

Dünya Bankası Tahminleri

	Haziran		Ocak Tahminlerine	
	Tahminleri (%)		Göre Fark (% puan)	
	2017	2018	2017	2018
Dünya	2,7	2,9	0,0	0,0
Gelişmiş Ülkeler	1,9	1,8	0,1	0,0
ABD	2,1	2,2	-0,1	0,0
Euro Alanı	1,7	1,5	0,2	0,1
Japonya	1,5	1,0	0,6	0,2
Gelişmekte Olan Ülkeler	4,1	4,5	-0,1	-0,1
Çin	6,5	6,3	0,0	0,0
Türkiye	3,5	3,9	0,5	0,4
Petrol Fiyatları*	23,8	5,7	-4,4	-2,7
Dünya Ticaret Hacmi	4,0	3,8	0,4	-0,2

(*) Dubai, Brent ve WTI türü ham petrol fiyatlarının ortalaması kullanılarak yıllık değişim hesaplanmıştır.

OECD de küresel büyüme tahminini %3,3'ten %3,5'e revize etmiştir. OECD, Türkiye ekonomisinin 2017 ve 2018 yıllarında sırasıyla %3,4 ve %3,5 büyüyeceğini öngörmüştür. Kuruluş, Türkiye'de alınan ekonomik tedbirlerin ve ihracat talebindeki artışın tüketimi ve yatırımları desteklediğini ifade etmiştir.

ABD Merkez Bankası (Fed), Haziran ayı para politikası toplantısında piyasa beklentileri doğrultusunda politika faiz oranını 25 baz puan artırarak %1-1,25 bandına çıkarmıştır. Yılın geri kalanı için bir faiz artırımını daha öngören Fed yetkilileri, 2018 için de üç faiz artırımını öngörmeye devam etmiştir. Fed Başkanı Yellen, karar sonrası yaptığı açıklamada, enflasyonda son dönemde meydana gelen düşüşün geçici faktörlerden kaynaklandığını, önümüzdeki dönemde güçlü işgücü piyasasının desteği ile %2'lik enflasyon hedefine ulaşılmasının beklendiğini belirtmiştir.

Fed, bilanço küçültme planına dair bazı detayları da paylaşmıştır. Açıklanan plana göre, bilançonun her ay 6 milyar USD Hazine tahvili, 4 milyar USD diğer varlıklar olmak üzere 10 milyar USD tutarında azaltılması öngörülmektedir. Her üç ayda bir bu tutarın 10 milyar USD artırılarak bir yılın sonunda aylık 50 milyar USD'ye ulaşması beklenmektedir. Fed'in söz konusu planı yılın son aylarında uygulamaya başlaması beklenmektedir.



Haziran toplantısında önümüzdeki döneme yönelik makroekonomik tahminlerini güncelleyen Fed yetkilileri, büyüme beklentisini 2017 yılı için %2,1'den %2,2'ye yükseltirken, enflasyon tahminini %1,9'dan %1,6'ya düşürmüştür. 2018 ve 2019 yılları için %2 olan enflasyon beklentileri ise değiştirilmemiştir.

Son dönemde ABD'de açıklanan veriler Fed'in normalleşme adımlarına mevcut hızda devam edemeyebileceği yönünde yorumlanmaktadır. PMI ve konut piyasası verileri ile güven endeksleri gibi öncü göstergelerde son dönemde genel olarak ivme kaybı gözlenmektedir. Enflasyon görünümündeki zayıflama da Fed'in ekonomiye dair değerlendirmelerini olumsuz etkileme potansiyeli taşımaktadır. Nitekim, TÜFE Mayıs ayında değişmeyeceği beklentilerine karşılık aylık bazda %0,1 düşmüştür. İşgücü piyasasına ilişkin veriler ise güçlü bir görünümün sürdüğüne işaret etmektedir.

IMF ABD ekonomisine ilişkin 2017 ve 2018 büyüme tahminlerini %2,1'e indirmiştir. Kuruluş, Nisan ayında yayımladığı tahminlerinde ABD ekonomisinin 2017'de %2,3, 2018'de ise %2,5 büyüyeceğini öngörüyordu. İzlenecek ekonomi politikalarına yönelik belirsizliklerin son dönemde arttığını belirten Kuruluş, birkaç ay önce tahminlerini yaparken dikkate aldığı vergi indirimlerini içeren büyümeyi destekleyici maliye politikasını bu sefer hesaba katmadığını ifade etmiştir.

İngiltere Başbakanı May'in Brexit sürecinde izleyecekleri rotaya dair güçlü bir güvenoyu alma umuduyla yola çıktığı erken seçimler beklenmedik bir şekilde sonuçlanmıştır. Theresa May'in partisinin parlamentoda koltuk kaybederek çoğunluğu sağlayacak sayıya ulaşamamasının ardından Brexit'e dair belirsizlikler artmıştır. Terör saldırılarının da etkisiyle bozulan risk algısıyla birlikte GBP/USD paritesi 9 Haziran'da 1,2632 seviyesine kadar gerilemiştir. Sonraki günlerde daha yumuşak bir Brexit'in söz konusu olabileceğine yönelik görüşlerin gündeme gelmesiyle sterlin bir miktar toparlansa da İngiltere Merkez Bankası yetkililerinin farklı yönlerdeki açıklamalarının etkisiyle sterlin dalgalı bir seyir izlemiştir.

Avrupa Merkez Bankası (ECB), Haziran ayı toplantısında politika faiz oranını beklendiği üzere değiştirmemiştir. Varlık alım programında da değişiklik yapmayan ECB, önceki karar metinlerinde yer alan "gerekmesi durumunda faiz indirimlerine devam edilebileceği"ne yönelik ifadesini terk etmiştir. Toplantı sonrasında konuşan Başkan Draghi, kararın oybirliğiyle alındığını, tahvil alımlarının azaltılması konusunun ise görüşülmediğini belirtmiştir. Bölge ekonomisinin iyileşmeye devam ettiğini dile getiren Başkan Draghi, iktisadi faaliyet üzerindeki risklerin ve enflasyona ilişkin belirsizliklerin azaldığını ifade etmiştir. Bununla birlikte Draghi ayın sonuna doğru yaptığı bir konuşmada, ekonomik toparlanmanın para politikası

sıkılaştırılmadan bazı değişkenleri düzenleme imkânı tanıdığını belirtmiştir. Bu açıklama Merkez Bankasının parasal genişleme programını yakın bir dönemde küçültebileceği yönünde yorumlanmıştır.

ECB Haziran Tahminleri

(%)	2016 (G)	2017	2018	2019
GSYH	1,7	1,9 ↑	1,8 ↑	1,7 ↑
Mart Tahmini	-	1,8	1,7	1,6
TÜFE	1,1	1,5 ↓	1,3 ↓	1,6 ↓
Mart Tahmini	-	1,7	1,6	1,7
Çekirdek TÜFE	0,9	1,1	1,4 ↓	1,7 ↓
Mart Tahmini	-	1,1	1,5	1,8
İşsizlik Oranı	10,0	9,4	8,8 ↓	8,3 ↓
Mart Tahmini	-	9,4	8,9	8,4

ECB Haziran ayı toplantısında enflasyon tahminlerini düşürürken, büyüme tahminlerini yukarı yönlü güncellemiştir. Enflasyon tahminlerindeki aşağı yönlü düzeltmede petrol fiyatlarındaki zayıf görünüm etkili olurken, büyüme tahminlerindeki revizyonda kredi koşullarındaki iyileşmeyle birlikte artan kredi talebi önemli rol oynamıştır.

Politika yapıcıların da altını çizdiği üzere bölgede ekonomik aktivitedeki toparlanma sürmektedir. Euro Alanı'nda GSYH ilk çeyrekte nihai olarak çeyreklik bazda %0,6 ile son iki yılın en yüksek hızında artarken, yıllık büyüme %1,7 olmuştur. İmalat PMI verileri Haziran ayında son altı yılı aşkın sürenin en olumlu performansını sergilemiştir. Enflasyonda ise son iki ayda zayıf bir görünüm izlenmiştir. Mayıs'ta TÜFE aylık bazda %0,1 oranında düşüş kaydederken, Haziran'da yatay seyretmiştir. Böylece, Nisan ayında %1,9 düzeyine kadar çıkan yıllık enflasyon öncü verilere göre Haziran'da %1,3'e inmiştir.

Japonya Merkez Bankası (BoJ) Haziran ayı toplantısında piyasa öngörülerini doğrultusunda para politikasında herhangi bir değişikliğe gitmemiştir. BoJ, negatif faiz uygulaması ile birlikte getiri eğrisi kontrolünün devam edeceğini, geniş ölçekli tahvil alım programının da sürdürüleceğini ifade etmiştir. Başkan Kuroda ultra-gevşek para politikasından çıkış stratejisini konuşmak için henüz uygun koşulların oluşmadığını vurgulamıştır. Bununla birlikte, Haziran toplantısında Merkez Bankasının iç ve dış talebe ilişkin beklentilerindeki iyileşme dikkat çekmiştir.

Haziran ayının ilk günlerinde Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri ve Mısır, Katar ile diplomatik ilişkilerini kestiklerini açıklamıştır. İzleyen günlerde, başka ülkeler de bu gruba dahil olmuştur. Orta Doğu'da tansiyonun yükselmesiyle Haziran ayının ilk haftasında güvenli liman olarak nitelendirilen yatırım araçlarına olan talep artmıştır. Bu doğrultuda, altın fiyatları 6 Haziran'da 1.296 USD/ons ile Kasım 2016'dan bu yana en yüksek seviyesine çıkmıştır. Ayın ikinci yarısında ise tansiyonun bir miktar düşmesiyle altın fiyatları gerilemiştir. Haziran ayının sonuna doğru doların uluslararası piyasalarda dalgalı bir seyir izlemesi paralelinde altın fiyatları da benzer bir trend izlemiştir.

Petrol üreticisi ülkelerin üretim kısıntılarını 2018'in ilk çeyreğine kadar uzatma kararı alması fiyatlar üzerinde arzu edilen etkiyi yaratamamıştır. Petrol fiyatları ABD'de ham petrol stoklarının artmasıyla düşmüştür.

Uluslararası Enerji Ajansı'nın önümüzdeki dönemde arz fazlasının artacağı yönündeki tahminleri de bu gelişmede etkili olmuştur. 30 Haziran itibarıyla Brent türü petrolün varil fiyatı Mayıs sonuna göre %5,5 oranında düşerek 47,2 USD olmuştur.

Gürcistan Ekonomisi

Komünizm döneminde SSCB ülkeleri içinde en güçlü ekonomiye sahip olan Gürcistan, birliğin dağılmasının ardından ekonomisinde ciddi sorunlarla ve istikrarsızlıkla karşı karşıya kalmıştır. Bağımsızlığa geçişle birlikte ülkenin sanayi sektörünün GSYİH'daki payı azalırken, hizmet sektörünün payı artış göstermiştir. Ülkenin sanayi tesislerinin büyük çoğunluğu teknolojisi eskidiği için atıl durumdadır. Sanayi sektörü üretimi çok az sayıdaki işletmenin faaliyetlerine dayanmaktadır. Ülkedeki mevcut 2800 sınai işletmesinden yalnızca 50'si toplam üretimin %75'ten fazlasını üretmektedir. Özelleştirme süreci ve Gürcistan'ın son dönemde imzaladığı ekonomik anlaşmaların da etkisi ile sanayi sektörüne doğrudan yabancı yatırım girişi gözlenmektedir. Ayrıca tarım da ekonomide hala önemli bir sektör durumundadır.

Kayıt dışı ekonomi ülkenin büyüme performansı ile ilgili sağlıklı verilere ulaşılmasını engellemektedir. Ülkenin İstatistik Kurumu tarafından Gürcistan'ın GSYİH'sının yaklaşık %30'una tekabül eden bir miktarda kayıt dışı ekonomisi olduğu belirtilmektedir. Ancak IMF göstergelerine göre kayıt dışı ekonominin büyüklüğü GSYİH'nın %60'ı kadardır. Bu denli büyük miktardaki kayıt dışı ekonomi, ülkenin geniş kapsamlı bir ekonomik büyüme gerçekleştirmesinin önündeki en önemli engeldir. Ülkede kişi başına düşen milli gelirin 2013 yılı itibarı ile 5.833 ABD Doları (satın alma gücü endeksi) olarak gerçekleşmiştir.

Ülkede bağımsızlığın ardından, 1993 yılında ekonomide yapısal değişim süreci başlatılmıştır. Yapısal değişim süreci ilk aşamada bir program üzerinde anlaşılabilmesi nedeniyle küçük ölçekte kalmış, 1995 yılında Şevardnadze'nin iktidara gelmesi ile birlikte ciddiyet kazanmıştır. 1995 yılında IMF desteğinde bir reform programı uygulanmaya başlanmıştır.

Gürcistan, bağımsızlık sonrasında bir hiperenflasyon dönemi ile karşı karşıya kalmıştır. Enflasyon oranı 1994 yılında %15000 iken, uygulanan politikalar neticesinde 1997-98 dönemine gelindiğinde enflasyon tek haneli rakamlara inmiştir. 1998 yılı Aralık ayında ulusal para Lari'nin devalüe edilmesinden sonra 1999 yılında enflasyon %19'a yükselmiştir. Ancak izlenen sıkı para politikaları sayesinde yıllık enflasyon %5'in altına çekilmiştir. Enflasyon 2005 yılından itibaren yeniden artmaya başlamış olup, 2010 yılı enflasyon oranı %7,2 olarak gerçekleşmiştir.

Gürcistan 2000 yılında dış ticaretini canlandırmak ve ticaret politikalarını belirgin hale getirmek için Dünya Ticaret Örgütü'ne (WTO) üye olmuştur. 2002 yılında IMF'nin de baskıları sonucu vergilerini yeniden düzenlemeye gitmiştir.

Kasım 2003'te Şevardnadze yönetimine son veren halk hareketinin ardından, Ocak 2004'te Saakaşvili Cumhurbaşkanı olmuştur. Uluslararası çevrelerde, yeni yönetim ile birlikte ülkede siyasi istikrarın sağlandığı, yatırım ve ticaret ortamının geliştirilmesine yönelik önlemler alınacağı yönünde bir güven oluşmuştur.

Özellikle yasal, finansal ve enerji sektörü reformları ile özelleştirme, vergi sistemi, kamu harcamaları ile yolsuzluk ve kaçakçılıkla mücadele konuları üzerinde reformlar gerçekleştirilmiştir.

Vergi reformu çerçevesinde ilk olarak %20 olan KDV oranı, %18'e düşürülmüştür. İhraç mallarına KDV uygulanmamaktadır. Ayrıca gelir vergisi oranı %20'den %12'ye, sosyal sigorta vergisi oranı da %31'den %20'ye düşürülmüştür.

Sovyetler Birliği'ne dahil olan diğer ülkelerin bağımsızlıklarını kazandıktan sonra yaşadıkları ekonomik sorunların benzerlerini yaşayan Gürcistan, bunlara ilave olarak ticaret yollarını bozan bir iç savaş yaşamış ve bu nedenle de bazı ilave sorunlarla karşı karşıya kalmıştır. Bağımsızlık sonrasında ekonomide yaşanan çöküş çok hızlı ve şiddetli olmuştur. Ekonomide yaşanan hızlı çöküşün nedenleri tarım ve sanayi sektörlerinde önemli miktarda üretim düşüşleri, Abazya'da yaşanan savaş nedeni ile Rusya'ya ulaşan ticari yolların kapanması olmuştur. Yaşanan ekonomik sorunlar pek çok firmanın kapanmasına neden olmuştur. Ülke, batıdan gelen insani yardımlarla ayakta kalabilmiştir. Ekonomik faaliyetlerin yaklaşık yarısı kayıt dışı hale gelmiştir.

2015 yılı verilerine bakıldığında ülkenin milli gelirinin % 2,01 oranında büyüdüğü görülmektedir.

Hizmet sektörü %62 ile GSYİH'ya en fazla katkıda bulunan sektör olmuştur. Hizmet sektörünü %25,9 ile sanayi, %12,1 ile tarım sektörleri izlemektedir.

Bakü-Tiflis-Ceyhan petrol boru hattında devam eden inşaat faaliyetlerinin ülke ekonomisine olumlu etkileri nedeni ile son yıllarda güçlü büyüme eğilimi gözlenmiştir.

Rusya ve Gürcistan arasında 2008 yılının Ağustos ayında yaşanan çatışma ülkedeki inşaat ve finansal hizmet sektörlerinde ani bir küçülmeye ve aynı zamanda GSYİH'nin 2009 yılında % 3,9 oranında gerilemesine neden olmuştur. 2010 yılında %6,4 büyüyen Gürcistan ekonomisinin, 2011 yılında %7,0 2012 yılında ise % 6,6 oranında büyümüştür. 2013 yılına gelindiğinde ise Gürcistan ekonomisinde 3,1'lik bir büyüme gözlenmiştir.

Kırsal bölgelerde yaşayanlar nüfusun %47,7'si olup; gıda harcaması dışında sadece zorunlu giyim eşyası ve ayakkabı için harcama yapmaktadırlar. Şehirlerde ise artan gelir düzeyi nedeniyle perakende sektörü gelişmekte olup; tüketici harcamaları artmaktadır. Buralarda son yıllarda yabancı yatırımlarda görülen artışla birlikte küçük bir orta sınıf ve elite bir kesim oluşmaya başlamıştır. Bu kesim daha büyük alım gücüne sahiptir ve daha fazla kişisel harcamalara ve moda ürünlere yönelmektedir.

Başkent Tiflis, gelir düzeyinin en yüksek olduğu, tüketici harcamalarının en fazla yapıldığı bölgedir. Nüfusun, %50'si burada olup; yıllık yapılan harcama miktarı ortalama 2 milyar Dolar'dır. Tüketici harcamalarının en düşük olduğu bölge ise Rachkhumi ve Kuemo Suaneti bölgesidir.

Orta yaş grubu, 35-39 yaş arası nüfus en yüksek gelire sahiptir. Bu kesimin %16'sı yıllık 5.000 Dolar ve üzeri gelire sahiptir. En yüksek gelire sahip olanlar içinde % 28'lik kısım 50.000 Doların üzerinde gelire

sahip olmuşlardır) ise nüfusun % 0,4'nü oluşturmaktadır. Bu kesim lüks ve markalı ürünlere düşkündür. Pahalı ve moda olan ayakkabı ve giyim eşyalarını satın almaktadır.

15-34 yaş arası nüfus (nüfusun üçte birini oluşturan en kalabalık kesim)'in gelir düzeyi 750-3.000 Dolar arasındadır. Bu grup; gelir düzeyi düşük, işsiz, öğrenci ve düşük gelirli işlerde çalışan kesimden oluşmaktadır. Buna karşılık ailelerinden para alan bu kesim, moda düşkün olup, ayakkabı ve giyim eşyalarına harcama yapan kesimdir. Görünüşe önem vermekte olup; batı markalarının benzerleri olan ucuz Çin, Rus malı ürünleri satın almaktadırlar.

Gürcü halkı bir mala olan tercihlerini değiştirme eğilimine sahip değildirler. Reklam, Gürcistan pazarı için önemli bir faktördür. Gürcü halkının tutuculuğuna göre pazara en önce girenin daha avantajlı olma durumu göz önüne alınmalıdır.

Kişi başı gelir uluslararası standartlara göre düşük bir seviyededir. Son yıllardaki hızlı ekonomik büyümeye rağmen ülke genelinde işsizlik oranı ve fakirlik üst düzeylerdedir. Halen ülkenin üçte biri fakirlik seviyesinde yaşamaktadır. Ülke nüfusunun %48'i kırsal kesimlerde yaşamaktadır ve çoğunlukla gıda, giyim ve ayakkabı gibi zorunlu ihtiyaçlarının dışında alım yapamamaktadır. Bunun yanında nüfusun %52'sinin yaşadığı kentlerdeki perakende sektöründe yaşanan önemli gelişmeler tüketim harcamalarını ciddi oranda artırmıştır.

Nüfusun en yüksek gelire sahip grubunun %15,9'u 35-39 yaş grubu insanlardan oluşmakta ve 5.000 Doların üzerinde yıllık gelirlere sahiptirler. Bu yaş grubundaki tüketiciler batı tarzında ev dekorasyonuna ilgi duymaktadırlar. En yüksek gelire sahip grubun %28'i yıllık 50.000 Doların üzerinde gelire sahiptir. Bu gruptaki tüketiciler lüks, markalı ve pahalı ürünleri tercih etmektedirler. Bu tüketici grubunun toplam nüfusa oranı %0,4 olduğu için çok geniş dar bir pazar olarak nitelendirilebilir.

Nüfusun çoğunluğu 15-34 yaş grubunda yer almaktadır ve kişi başı gelir seviyesi 750 Dolar ile 3.000 Dolar arasında değişmektedir. Bu grupta çoğunlukla öğrenci, işsiz veya düşük gelirli işlerde çalışan insanlar yer almaktadır. Fakat bu yaş grubunda yaşayan tüketicilerin çoğu ailelerinden finansal destek aldıkları için gelirlerini rahatlıkla giyim, aksesuar ve eğlenceye harcayabilmektedirler. Dış görünüşe önem veren ve batı markalarına düşkün olan bu gruptaki tüketiciler çoğunlukla Çin ve Rus yapımı ucuz malları tercih etmektedirler.

Gürcistan'da tüketim harcamalarının en önemli etmeni gelir düzeyidir. Bu ülkeye yapılacak ihracatta en çok dikkat edilmesi gereken husus o yörede yaşayan insanların gelir düzeyleri ve tüketim tercihleridir.

Batum Turizm ve Otelcilik Sektörü

Gürcistan'da sermayesi 1 milyon Dolar'ın üstünde 27 Türk firması bulunmaktadır. Ayrıca, ülkede KOBİ niteliğinde yaklaşık 500 Türk şirketi faaliyet göstermektedir. Firmalarımız 20.000 kişiye istihdam sağlamaktadır. Ülkemizde 2015 Aralık ayı itibariyle Gürcistan sermayesine sahip 254 şirket faaliyet göstermektedir.

Gürcistan'da bugüne kadar, Türk müteahhitlik firmaları tarafından yaklaşık 3,5 milyar Dolar tutarında 197 proje üstlenilmiştir. Türk firmalarının faaliyet alanları, enerji santrali, turistik tesis, konut, karayolu inşası gibi alanlarda yoğunlaşmaktadır.

2016 yılı sonunda faaliyete geçmesi hedeflenen Bakü-Tiflis-Kars (BTK) demiryolu projesi de üç ülke arasındaki bölgesel işbirliğinin somut göstergesini teşkil etmektedir. Bu proje ulaştırma alanında Türkiye, Azerbaycan ve Gürcistan arasındaki işbirliğine katkı sağlamanın yanında iki ülke arasındaki ticaretin artırılmasına da yardımcı olacaktır. Projenin tamamlanmasıyla ilk zamanlarda yıllık 1 milyon yolcu ve 6,5 milyon ton yük taşıması beklenirken, 2034 yılında 3 milyon yolcu ve 17 milyon ton yük taşıyacağı öngörülmektedir. BTK Projesi 7. Üçlü Ulaştırma Bakanları Toplantısı 12 Şubat 2016 tarihinde Tiflis'te gerçekleştirilmiştir.

Afganistan – Türkmenistan – Azerbaycan – Gürcistan - Türkiye Transit Taşımacılık Koridoru (Lapis Lazuli): Lapis Lazuli projesi ile, Afganistan-Türkmenistan-Hazar Denizi-Azerbaycan-Gürcistan arasında Karadeniz'deki limanlar kullanılarak veya Bakü-Tiflis-Kars demiryolu üzerinden Boğaz Köprüleri ve Marmaray aracılığıyla Avrupa'ya kadar uzanan bir transit koridoru oluşturulması hedeflenmektedir.

21 Kasım 2007 tarihinde ülkemiz ile Gürcistan arasında Serbest Ticaret Anlaşması (STA)'nın imzalanmasını müteakip Karma Ekonomik Komisyonu (KEK) mekanizmasının yerini iki ülke Ekonomi Bakanlıkları tarafından düzenlenen Ortaklık Komitesi toplantıları almıştır. Son Ortaklık Komitesi Toplantısı, 24 Mart 2016 tarihinde Tiflis'te yapılmıştır.

Bağımsızlık sonrasında başlayan ekonomik kriz, ekonominin birçok kolunu yok etmiş ve tarım, Gürcistan ekonomisinin belkemiği olmuştur. Bu nedenle ekonomideki en önemli yeri tarım ve ormancılık sektörü almaktadır. Nüfusun yaklaşık %40'ı tarım sektöründe istihdam edilmektedir. Bir kısmı Karadeniz sahilinde olmak üzere tarıma elverişli ovalarda çeşitli tarım ürünleri üretimi, büyük ve küçükbaş hayvancılık, ipekböcekçiliği ve arıcılık yapılmaktadır. Karadeniz'den gelen sıcak hava sayesinde ılıman bir iklime sahip olan sahil kesimlerinde turuncgiller, çay ve üzüm yaygın olarak yetiştirilirken sahilten uzak bölgelerde tahıl, pamuk, pirinç gibi ürünler yetiştirilir.

Fındık yetiştiriciliğinde dünyada ilk on ülke arasında yer alan Gürcistan, önemli ölçüde çay ve fındık yetiştirme kapasitesine sahiptir. Aynı zamanda tarıma dayalı sanayi de gelişmiş olup, Gürcistan şarapları son derece önemlidir. Ancak, modern ekipmanların ve yüksek kaliteli gübre çeşitlerinin yetersizliği, standardizasyon eksikliği, ürünlerin transferi ve ambalaj konularında karşılaşılan problemler, ürünlerin işlenmesi için gerekli entegre tesislerin olmayışı tarım sektörünün gelişimini engelleyen başlıca sebeplerdir.

Özellikle sektörde büyük üreticilerin yer almayışı, toprakların çok parçalanmış olması, üretilen ürünleri toplayan toptancıların bulunmayışı, ürünlerin transferini ve pazarlanmasını güçleştirmektedir.

Gürcistan'ın petrol ve doğalgaz rezervleri oldukça kısıtlıdır. Ülkede çıkartılan başlıca mineraller manganez ve perlitir. Hazar Havzası'nda ve Orta Asya'da çıkan petrol ve doğalgaz, Kafkaslardaki boru hatlarıyla Karadeniz'e oradan da dünyaya ulaştırılmaktadır. ABD'nin desteklediği Bakü-Tiflis-Ceyhan boru hattı bölgedeki en önemli boru hattıdır.

Kısaca şu şekilde özetlenebilir ki, Gürcistan ekonomisi, geleneksel olarak Karadeniz sahillerinde ve ülkenin dağlarında yoğunlaşan turizm sektörüne, narenciye, üzüm ve çay yetiştiriciliğine ve madencilğe odaklı bir yapı sergilemekte, bununla birlikte sanayi olarak da şarapçılık, metalürji, makine imalat, kimyasal ürünler ve tekstil sektörleri ön plana çıkmaktadır. Ülke, enerji ihtiyacını büyük ölçüde ithalat yoluyla karşılamaktaysa da nehirlerdeki küçük baraj ve hidroelektrik santraller vasıtasıyla elektrik üretimi yapılmaktadır. İthalat yapılan ülkelere bakıldığında ilk sırayı Rusya almakta, Rusya'yı Azerbaycan, Türkiye, ABD, Ukrayna gibi ülkeler izlemektedir.

İthalatı yapılan ürünler içinde ilk sırada petrol ve petrol ürünleri vardır. Ardından makine teçhizat, hafif sanayi ürünleri ve gıda sanayi ürünleri gelmektedir. Nurol Holding Gürcistan 2013 Ülke Raporu'na göre Gürcistan'da GSYİH'ya en fazla katkıda bulunan sektörler %62 ile hizmet sektörü, %25.9 ile sanayi sektörü ve %12.1 ile tarım sektörüdür.

Doğa zenginliği ile ön plana çıkan Acara Bölgesi, nispeten küçük bir arazi üzerine kurulmuş, kozaklı ve yapraklı ormanlar ve alp çayırlarının yer aldığı dağlar ile çevrelenen, derin ırmak vadileri ve sub-tropikal bitkilerin bulunduğu güzel bir sahil kıyısıdır. Karadeniz, 54 km. uzunluğa sahip kıyısıyla Acara için önemli bir doğal güzellik ve ekonomik gelir kaynağıdır. Karadeniz, bölge ikliminin oluşumunda, deniz ulaşımı, gemi yapımı, balıkçılık ve turizmin gelişiminde büyük öneme sahiptir. Denize yakın olması nedeniyle Acara iklimi ılıman ve nemlidir. Tarım alanında Kobuleti, Helvaçauri ve kısmen Keda bölgesinde çaycılık; Kobuleti ve Helvaçauri şehirlerinde narenciye, elma, armut, erik, kiraz, vişne, nar, incir üretimi; Keda bölgesinde, deniz seviyesinden 1200 metre yükseklikte üzüm bağcılığı; Acaristsgali vadisinde tütün yetiştiriciliği büyük önem arz etmektedir. Hayvancılık bölgede geleneksel bir konuma sahiptir. İnek ve mandanın yaygın olduğu bölgede koyun ve keçi Hulo, Şuahevi ve Helvaçauri ilçelerinde yetiştirilmektedir. Arıcılık bütün her yerde yapılmaktadır. Arı kovanlarının narenciye bahçelerine yakın olması nedeniyle farklı tat, aroma ve tedavi özelliği bulunan bal elde edilmektedir. Bölge insanı için Karadeniz balıkçılık adına önemli bir kaynaktır. Balıkçılar hamsi, istavrit ve bunlarla birlikte gezen balıkları tutmaktadırlar. Balık çiftlikleri ise Kobuleti ve Helvaçauri bölgelerinde bulunmaktadır.

Acara Bölgesi turizm profesyonelleri ve hükümet temsilcileri ile yapılan anketlerde hangi ekonomik kaynağın Acara Bölgesi için daha öncelikli olduğu sorulmuş ve katılımcılardan şu yanıtlar alınmıştır. Turizm, tüm katılımcılar için 1.derece öneme sahip ekonomik aktivite, tarım tüm katılımcılar için 2.derece öneme sahip ekonomik aktivite, endüstri (özellikle tekstil ürünleri üretimi) 3.derece öneme sahip ekonomik aktivite olmuştur. Yine aynı katılımcılara bu ekonomik aktivitelerden hangisine daha fazla önem verilip geliştirilmesi gerektiği sorulduğunda aynı sıralama ile turizm 1.öncelikli, tarım 2.öncelikli ve endüstri 3.öncelikli ekonomik aktivite olmuştur. Mevcut durum analizine ve alınan yanıtlara bakılarak, Acara Bölgesi için rekabetçi avantaj

sayılabilecek sektörün turizm olduğu açıkça görülmektedir. Acara Bölgesi'nin ekonomisini canlandırmak için kullanılabilecek bir strateji olarak, bölgenin turizm potansiyelinin çekici ve rekabetçi bir ürün olarak geliştirilmesi, tanıtılması ve pazarlanması değerlendirilmelidir.

Acara Bölgesi'ndeki turizm aktiviteleri ile ilgili birincil ve ikincil veri kaynaklarından edinilen bilgilerin sunulduğu ve analiz edildiği bu bölümde Acara Bölgesi turizm profesyonelleri ve hükümet temsilcileri ile yapılan röportajlar ve anketler ile Gürcistan resmi kaynaklarından alınan istatistik veriler, raporlar ve ekonomik bültenlere yer verilmektedir. Bu bölümün önemi öncelikle Acara Bölgesi'nde turizm faaliyetleri, turizm potansiyeli, turizm ekonomisi ve gelen turistler ile ilgili güncel ve kullanışlı istatistik veriler sunmasıdır. Ayrıca, Acara Bölgesi turizm profesyonellerinin ve hükümet temsilcilerinin bölgedeki turizmin geleceği konusundaki strateji ve hedeflerini görmek açısından bu veriler önem taşımaktadır. Bu istatistikler analiz edilip turizm yetkililerinin konuya ilişkin güncel değerlendirmeleri ile geleceğe dair hedef ve stratejileri incelendikten sonra makalenin sonuçlar ve öneriler bölümünde bölgenin turizm potansiyelin doğru şekilde geliştirilmesi ve pazarlanması için göz önüne alınması gereken diğer önemli stratejilere ve yöntemlere yer verilmektedir.

Acara Bölgesi, Gürcistan'ın turizm açısından gelişmiş başta gelen bölgelerindendir. Bölgede yürütülen turizm aktiviteleri kıyı turizmi, eko-turizm, tarih ve yerel kültür turizmi, kış-kayak turizmi, kumar turizmi ve kongre-fuar turizmidir. Kıyı turizmi ve plajları açısından başta gelen yerler Batumi, Kobuleti, Makhinjauri, Mtsvane, Kontshi, Chakvi, Gonio, Kvartsi ve Sarpi'dir. Sub-tropik iklim, sıcak deniz havası, sahil tesislerinin altyapısı, 21 km'lik sahil uzunluğu ve 21-29°C deniz suyu sıcaklığı ile bu bölgeler turistler için çekim noktalarıdır.

Eko-turizm açısından Acara bölgesinin hayli zengin bir flora ve fauna hazinesi vardır. Bölgede 4 adet koruma bölgesi vardır: Kintrishi Koruma Alanı, Mtirala Ulusal Parkı, Kobuleti Koruma Alanı, Machakhela Koruma Alanı. Mahuntseti, Mirveti, Çiruhi gibi şelaleler doğa turizmi için ayrı bir öneme sahiptir. Dağcılar için Hino-HeknarıZerabloseli-Çakvistavi ile Hihadziri-Thilvana-Goderdzi Geçidi turları düzenlenir. Batum Botanik Bahçesi, dünyanın ender bitki türlerini barındırması açısından ilginç bir yerdir ve yüz yıllık bir geçmişe sahiptir. Bu çeşitlilik bölgedeki eko-turizmin yüksek potansiyelini açıkça göstermektedir.

Yerel nüfusun misafirperverliği, tarih ve yerel kültür turizmi açısından önemli fırsatlar sunmaktadır. Acara köylerinde turist çiftlikleri kurulmuş olup buralarda turistler keçi besleme, kümes hayvancılığı, bahçecilik-bahçıvanlık, bağcılık, arıcılık yapabilmektedirler. Bu çiftliklerde popüler ulusal zanaatlar da öğretilmektedir; turistler hasır işi, sepet örgüsü, örme, nakış, duvarcılık, halıcılık, müzik aletleri yapımı öğrenmektedir. Aynı zamanda balıkçılık, avcılık, at binme, tırmanma ve bisiklete binme aktiviteleri yapılabilmekte ve leziz yerel yemekler denenmektedir. Zengin tarihi gezilerde ise tarihi kaleler, kemerli köprüler ve Kraliçe Tamar dönemine ait tarihi kalıntılar görülmektedir.

Acara bölgesinde şarap turizmi de önemli yer tutar. Keda bölgesi şarapçılık açısından önemli olup Acara bölgesinde şarap yapımının tarihi merkezi olarak görülmektedir. Keda bölgesinde üretilen 'Kedis Tsolikauri' ve 'Chkhaveri' yerli ve yabancı tüketiciler arasında oldukça meşhurdur. Teliani Vadisi şarapları da yerli ve yabancı tüketiciler tarafından tercih edilmektedir.

Kış ve kayak turizmi, dağların ortalama yüksekliğinin 2000-2500 metre olduğu Acara Bölgesi'nde önemlidir. Shuakhevi ve Khulo bölgelerindeki tesislerin altyapıları yenilenmiş, dört mevsim kullanıma uygun eğlence, dinlence ve sağlık turizmi tesisleri haline getirilmiştir.

Yerel ve uluslararası organizasyonların yapılması ile Acara bölgesi kongre ve fuar turizmi açısından da popüler hale gelmiştir. Acara Bölgesi, kültürel merkez statüsü kazanmış ve önemli kültürel organizasyonlar ile uluslararası müzik ve sinema festivallerine ev sahipliği yapmaya başlamıştır. 'Batumi Uluslararası Tarımsal Ürünler ve Teknoloji Fuarı', 'Batumi Uluslararası İnşaat ve Dizayn Fuarı', 'Batumi Uluslararası Turizm Sergisi –Expo Batumi', 'Karadeniz Uluslararası Caz Festivali', 'Uluslararası Folklor Festivali', 'Uluslararası Animasyon Film Festivali', 'Uluslararası Sinema ve TV Kameramanları Festivali –Golden Eye' bu aktivitelerden bazılarıdır.

Gürcistan'da kumar yasal bir aktivitedir ve kumar turizmi Batum'da çok popülerdir. Kumar turizminin gelişmesi, 25 ülkeden 120 farklı alandan temsilcinin katıldığı 'Kumarhane Yatırımcıları –Casino Investors' konferansı ile başlamıştır. Günümüzde Batum'daki kumarhaneler 5 yıldızlı otellerin içinde yer almaktadır. Batum'da halen devam eden lüks ve yüksek standartlardaki otel inşaatları bölgedeki kumar turizminin daha da gelişeceğine işaret etmektedir; bu 5 yıldızlı turistik tesisler aynı zamanda en büyük kumarhane işletmecileridir.

Batum, Acara Bölgesi için önemli bir turizm merkezidir. Batum'da yazın kıyı turizmi, kışın kayak turizmi yapılabilmektedir. Doğa parkları ve botanik bahçesi ile eko-turizm için elverişli olup, yerel kültürü ve yerel yemekleri ile kültür turizmi için uygundur. Batum aynı zamanda kumar turizminin son derece geliştiği bir şehir olup burada inşa edilmiş ve halen inşası devam etmekte olan 5 yıldızlı lüks oteller nedeniyle her mevsim kongre ve fuar turizmi için de elverişlidir. Kısacası Batum, Acara Bölgesi'nin sunduğu turizm aktivitelerinin hepsini tek merkezde sunabilmesi açısından önemlidir.

'Batumi Projesi', Acara Özerk Cumhuriyeti Başkanı Levan Varşalomidze tarafından 2004 yılında başlatılmış ve onun görev yaptığı 2004-2012 yılları arasındaki 8 yıl süresince hızla gelişmiştir. Levan Varşalomidze ile yapılan röportajda '2004 yılında öncelikli olarak altyapının geliştirilmesi ile çalışmaya başladıklarını, tüm temiz su ve atık su sisteminin değiştirildiğini, yolların ve köprülerin tamir edildiğini, bundan sonra da yabancı yatırımcıların bölgeye davet edildiğini' anlatmıştır. Turistler için Batum'un 'öncelikle kıyı turizmi, sonra eko-turizm, daha sonra yerel kültür ve sayısı 150'yi bulan tarihsel alan açısından önemli olduğunu ve 2004 yılında 150.000 turist ile başlanılan projenin gelişmesiyle birlikte 2012 yılında 1,5 milyon turist sayısına ulaşıldığını' ifade etmiştir. Batum, 2012 yılında Amerikan Otelcilik Bilimleri Akademisi tarafından yılın en iyi yeni gidilecek yeri (Best New Destination of the Year) seçilmiştir.

Acara Bölgesi'nde yatırımlar 2004 yılındaki yönetim değişimini müteakiben büyük ivme kazanmıştır. Bunda büyük ölçüde söz konusu yönetim değişikliğine bağlı olarak izlenen ekonomik politikadaki değişimin geçmiş döneme kıyasla Acara'da sağlamış olduğu güven ortamının etkisi bulunmaktadır.

Turizm sektöründe yapılan yatırımlar bahsi geçen dönemde hızlı bir artış göstermiştir. 2009 yılına kadar Gürcistan'da sadece 392 otel varken, 2009-2011 döneminde bu sayıya 224 yeni otel eklenmiştir. Böylelikle 2011 yılında otel sayısı 616'ya ulaşmıştır. Tiflis, en fazla sayıda otelin açıldığı bölgedir. 2009'da Tiflis'te 15

yeni otel ve 2010'da 15 yeni otel açılmıştır. Batum, ülkenin en fazla sayıda otel açılan 2. şehridir. 2009'da Batum'da sadece 9 otel varken şu an 5 yıldızlı lüks otellerin ve kumarhanelerin merkezi olmuştur. 2011 yılında Batum'da 23 yeni otel açılırken Tiflis'de 22 yeni otel açılmıştır. Gürcistan'da faaliyet gösteren 5 uluslararası otel markası vardır: Sheraton, Metechi Palace, Holiday Inn, Marriott ve Radisson. Rezidor Otelcilik Grubu da 3-4 yıl içerisinde Gürcistan genelinde 10 otel açmayı planlamaktadır.

Gürcistan'daki mevcut turistik tesisler ve turizm aktiviteleri her yıl daha fazla sayıda kişiyi ülkeye çekmektedir. Gürcistan İçişleri Bakanlığı tarafından yapılan araştırma 2010-2011-2012 yıllarında Gürcistan sınırını geçen kişi sayısını ortaya koyar. 2011 yılında sınırı geçen kişi sayısında bir önceki yıla göre %38.92'lik bir artış görülürken 2012 yılında bu artış %56.90 olmuştur. Turist sayısı da belirgin bir artış göstermiş; 2011 yılında %23.19, 2012 yılında ise %33.52'lük bir artış kaydetmiştir.

Gürcistan Ulusal Turizm İdaresi (GNTA) tarafından yapılan araştırma 2013 yılı Ocak-Eylül döneminde ülkeye gelen uluslararası yolcuların ve turistlerin hangi ülkelerden geldiğini ortaya koyar. Bu araştırmaya göre, turistlerin uluslararası yolculara oranı Gürcistan ile ortak sınırı olmayan ülkelerde daha fazlayken (Polonya %99.3 ve Ukrayna %88.9), Gürcistan ile ortak sınırı olan ülkelerde bu oran daha düşüktür (Türkiye %53.4 ve Rusya %64.1). Bunun açıklaması olarak, sınır komşusu ülkelerden alışveriş, iş ve ziyaret için gelen ve turistik tesislerde kalmadan ayrılan uluslararası yolcuların sayısının fazla olması gösterilebilir. Sınır komşusu olmayan ülkelerden gelen turistler ise konaklamalı olarak turistik aktiviteler için gelmektedirler. Tiflis Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği'nin hazırladığı 2013 Gürcistan Yıllık Raporu'na göre, Gürcistan otellerinde kalan turist sayısı 2007 yılında 103,521 iken 2010 yılında 306,547'ye ve 2011 yılında 438,474'e yükselmiştir.

Değerlemeye Konu Şirket Hakkında Genel Bilgi

Legend Hotel Batumi (Şirket) 31.03.2017 tarihinde Gürcistan'ın Acara Özerk Cumhuriyeti başkenti Batum'da kurulmuştur. Şirket'in merkez adresi Gogoli Caddesi No:1, Batum, fiili adresi ise Mtsvane Caddesi No:1 Batum'dur.

Şirket, Lech ve Maria Kaczynski Sokak No:1 Batum açık adresinde yer alan otele sahip olup, söz konusu oteli EUPHORIA HOTEL adı ile işletmek ile ilgili ticari faaliyette bulunmaktadır.

Tarihsel değerleri ile ilgili Şirket'in ödenmiş sermayesi aşağıdaki gibidir (Gürcistan Larisi (GEL) olarak):

	30 Haziran 2017
Metro Avrasya Georgia	60.529.922
Toplam	60.529.922 GEL

Finansal Tablolar

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları tarafımıza sunulmuştur. Denetimden geçmiş 30.06.2017 tarihi itibarıyla ara dönem finansal durum tabloları aşağıdaki gibidir:

LEGEND HOTEL BATUMI
30 HAZİRAN 2017 TARİHİ İTİBARIYLA FİNANSAL DURUM TABLOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Gürcistan Lari olarak "GEL" ifade edilmiştir.)

	Denetimden Geçmiş
VARLIKLAR	30 Haziran 2017
Dönen Varlıklar	1.811.362
Nakit ve nakit benzerleri	399.987
Ticari alacaklar	1.383.957
Stoklar	27.418
Duran Varlıklar	60.534.407
Maddi duran varlıklar	60.534.407
Maddi olmayan duran varlıklar	-
TOPLAM VARLIKLAR	62.345.769

	Denetimden Geçmiş
KAYNAKLAR	30 Haziran 2017
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.045.343
Kısa vadeli borçlanmalar	-
Ticari borçlar	833.515
Diğer borçlar	211.828
Uzun Vadeli Yükümlülükler	-
Uzun vadeli borçlanmalar	-
ÖZKAYNAKLAR	61.300.426
Ödenmiş Sermaye	60.529.922
Geçmiş yıl karları / (zararları)	-
Net dönem karı / (zararı)	770.504
TOPLAM KAYNAKLAR	62.345.769

LEGEND HOTEL BATUMI

31 MART - 30 HAZİRAN 2017 TARİHLERİ İTİBARI İLE KAR VEYA ZARAR TABLOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası olarak “TL” ifade edilmiştir.)

	31 Mart-30 Haziran 2017
Satış Gelirleri	1.075.055
Satışların Maliyeti (-)	(110.558)
Brüt Kar	964.497
Genel Yönetim Giderleri (-)	(194.165)
Diğer Faaliyet Gelirleri	156
Faaliyet Kar / Zararı	770.488
Finansal Gelirler	16
Vergi Öncesi Kar / Zarar	770.504
Dönem Vergi Gideri (-)	-
Dönem Kar / Zararı	770.504

Değerleme Yöntemleri

Bu değerleme çalışması genel kabul görmüş değerleme yöntemleri ve Uluslararası Değerleme Standartları ile Şirket'in denetimden geçmiş 30 Haziran 2017 tarihli finansal tabloları ve diğer yazılı ve sözlü bilgilere, belgelere, muhasebe kayıtlarına ve belgelerine ve şirket yönetimi tarafından bildirilen muhasebe kayıtlarındaki bilgilere dayanmaktadır.

Bu raporda şirketin değerini ölçmek için 3 temel yöntemin kullanılması planlanmıştır:

- Varlık yaklaşımı,
- Piyasa yaklaşımı,
- Gelir yaklaşımı.

Her bir yaklaşım, işletmenin değerinin belirlenmesinde kullanılabilecek bir dizi yöntem içermektedir. Her bir şirket değerleme yöntemi, işletme değerini hesaplamak için belirli bir prosedür kullanır.

Hiçbir şirket değerleme yaklaşımı ya da yöntemi kesin değildir. Bu nedenle her yaklaşımın altında bir dizi şirket değerleme yöntemleri kullanımı yaygın bir uygulamadır. Şirket değeri, seçilen yöntemlerden elde

edilen sonuçlar derlenerek belirlenir. Tipik olarak her şirket değerlendirme yöntemlerinin sonucuna ağırlık verilir. Nihayetinde toplam ağırlıklı tutarlar şirketin değerinin belirlenmesinde kullanılmıştır.

Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış sonuçların toplamına şirket değer sentezi denmektedir.

Varlık Yaklaşımı

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 değer hesaplanmasının temel amacı, gelecekteki faaliyetlerden bağımsız olarak böyle bir şirkete sahip olmanın kaç mal olacağını belirlemektir.

Düzeltilmiş öz varlık yönteminde şirketin değerini belirleyen en önemli faktör, şirket aktifinde kayıtlı maddi duran varlıkların değeridir.

Net Aktif Değer

Net aktif değer, şirketin borçlarından varlıkları düşüldükten sonra elde edilen değerdir. Varlık yaklaşımına göre şirket değeri Net Aktif değeri içermektedir. Bu yöntem özkaynak değeri ile şirketin değerinin belirlenmesini amaçlar. Basitçe net aktif değer, cari piyasa şartlarına göre şirketin varlıklarının satılması ve borçlarının ödenmesi sonucunda elde edilecek tutarın tahmin edilmesidir.

	Denetimden Geçmiş 30 Haziran 2017 GEL
VARLIKLAR	
Dönen Varlıklar	1.811.362
Nakit Ve Nakit Benzerleri	399.987
Ticari Alacaklar	1.383.957
Stoklar	27.418
Duran Varlıklar	229.066.666
Maddi Duran Varlıklar*	229.066.666
TOPLAM VARLIKLAR	230.878.028
YÜKÜMLÜLÜKLER	
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.045.343
Ticari Borçlar	833.515
Diğer Borçlar	211.828
Uzun Vadeli Yükümlülükler	-
Finansal Borçlar	-
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	1.045.343
NET AKTİF DEĞER	229.832.685 GEL
NET AKTİF DEĞER	95.763.619 USD

**Şirket'in faaliyetlerini yürütmekte olduğu gayrimenkulü EUphoria Hotel'in, Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanmış olan 06.07.2017 tarihli gayrimenkul değerleme raporunda ifade edilen 95.444.444 USD maddi duran varlıkların gerçeğe uygun değeri, net aktif değerın tespitinde hesaplamalara dahil edilmiştir. Söz konusu değer, değerleme tarihi olan 30.06.2017 itibarıyla 229.066.666 GEL (Gürcistan Lari) olarak dikkate alınmıştır.*

Piyasa Yaklaşımı

Piyasa yaklaşımına göre şirket değerlemesinde, şirket değerinin belirlenmesi için tek ölçü piyasadır. Genellikle, işletmenin değerinin tahmin edilmesi için benzer işletmelerin satış tutarlarından toplanan karşılaştırılabilir kanıtlar kullanılır. Bu yaklaşım, değeri piyasa tarafından belirlenen benzer işletmelere kıyasla değerinin tahmin edilmesinde ekonomik rekabet prensibini kullanır.

İşletme değerinin tahmin edilmesi için karşılaştırmalı işlem yöntemini kullanılmaktadır. Bu metot altında, değerleme çarpanları olarak adlandırılan, işletmenin potansiyel satış fiyatına bağlı bazı finansal performans ölçüleri belirlenir.

Piyasaya çarpanına göre şirket değerleme sonuçları

Piyasa çarpanına göre şirket değerleme hali hazırda hisse satışlarındaki verilerin karşılaştırılmasına dayanmaktadır. Yaygın olarak kullanılan piyasa verilerinin birçok kaynağı vardır:

- Halka açık şirketlerin satışı
- Özel şirketlerin satışı
- İşletmenin önceki satışları

Bu raporda halka açık şirket satış bilgilerini kullandık. Karşılaştırma için seçilen şirketlerin iş konusu açısından finansal ve operasyonel özellikleri benzer şirketlerdir.

İşletme değerinin tahmini edilmesi için karşılaştırmalı işlem yöntemini kullandık. Bu yöntem altında, değerleme çarpanları olarak adlandırılan, işletmenin potansiyel satış fiyatına bağlı bazı finansal performans ölçüleri belirlenir.

- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)
- Net Satışlar / Piyasa Değeri (NS/PD)

Değerleme çarpanı, aynı endüstrideki özel şirketlerin finansmanlarından ve satış fiyatlarından istatistiksel olarak elde edilen orandır. Değerleme çarpanları olarak aynı sektörde yer alan, Borsa İstanbul'da finansal verilerine ulaşılabilen Altın Yunus Çeşme, Kuştur Kuşadası Turizm, Marmaris Altın Yunus, Metemtur, Net

Turizm, Petrokent Turizm, Tek-Art İnşaat Turizm, Ulaşlar Turizm ve Ütopya Turizm şirketlerinin 31.12.2016 tarihli verileri esas alınmıştır. İlgili veriler 24.07.2017 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul (www.borsaistanbul.com) ve Kamu Aydınlatma Platformu (www.kap.org.tr) internet sitelerinden elde edilmiştir.

Şirket Bilgileri	PD/DD
Altın Yunus Çeşme	0,47
Kuştur Kuşadası Turizm	1,06
Marmaris Altın Yunus	1,85
Merit Turizm	0,83
Metemtur Otelcilik	1,70
Net Turizm	0,03
Petrokent Turizm	4,45
Tek-Art İnşaat Turizm	0,52
Ulaşlar Turizm	1,50
Ütopya Turizm	0,62
Ortalama	1,30

Şirket Bilgileri	Piyasa Değeri	Net Kar	F/K
Kuştur Kuşadası Turizm	34.924.932	1.385.076	25,22
Marmaris Altın Yunus	102.037.416	944.171	108,07
Merit Turizm	10.480.500	2.351.804	4,46
Metemtur Otelcilik	26.280.000	7.053.378	3,73
Net Turizm	46.200.000	2.329.718	19,83
Ortalama			32,26

Şirket Bilgileri	Net Satışlar	Ödenmiş Sermayesi	Piyasa Değeri	NS/F
Altın Yunus Çeşme	19.543.302	16.756.740	67.026.960	0,29
Kuştur Kuşadası Turizm	9.498.098	4.311.720	34.924.932	0,27
Marmaris Altın Yunus	2.390.355	5.515.536	102.037.416	0,02
Merit Turizm	8.343.244	2.550.000	10.480.500	0,80
Metemtur Otelcilik	41.652.121	18.000.000	26.280.000	1,58
Net Turizm	70.562.083	35.000.000	46.200.000	1,53
Petrokent Turizm	19.832.736	1.036.800	45.619.200	0,43
Tek-Art İnşaat Turizm	2.899.440	145.817.119	87.490.271	0,03
Ütopya Turizm	24.377.587	25.000.000	55.500.000	0,44
Ortalama				0,60

LEGEND HOTEL BATUMI Net Defter Değeri* = Toplam Varlıklar – Toplam Borçlar

= 230.878.028 – 1.045.343

= 229.832.685 GEL (95.763.619 USD)

LEGEND HOTEL BATUMI Net Kar**

= Toplam Gelirler – Toplam Giderler – Kurumlar Vergisi

= 13.080.574 – 8.109.956 – 784.834

= 4.185.784 USD

= **3.706.903 USD**** (iskonto edilmiş tutar)

LEGEND HOTEL BATUMI Net Satışlar***

= Brüt Satışlar – Satış İndirimleri

= **10.073.105 USD*****

**Hesaplama da kullanılan tüm tutarlar Şirket'in 31.12.2016 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarında yer alan tutarlar ile hesaplanan Net Aktif Değer'den elde edilmiştir.*

*** Hesaplama da dikkate alınan Net kar, 2018 yılında elde edilmesi planlanan 4.185.784 USD karın, %8,41 iskonto oranı ile değerlendirme tarihi olan 30.06.2017 gününe indirgenmiş tutardır.*

**** Hesaplama da dikkate alınan Net satışlar, 2018 yılında elde edilmesi planlanan 11.374.412 USD hasılatın, %8,41 iskonto oranı ile değerlendirme tarihi olan 30.06.2017 gününe indirgenmiş tutardır.*

Şirket Bilgileri	Net Defter Değeri	Oran	Şirket Değeri (USD)
Altın Yunus Çeşme	95.763.619	0,47	45.056.675
Kuştur Kuşadası Turizm	95.763.619	1,06	101.214.238
Marmaris Altın Yunus	95.763.619	1,85	176.784.144
Merit Turizm	95.763.619	0,83	79.313.729
Metemtur Otelcilik	95.763.619	1,70	163.164.746
Net Turizm	95.763.619	0,03	3.049.875
Petrokent Turizm	95.763.619	4,45	426.626.379
Tek-Art İnşaat Turizm	95.763.619	0,52	50.039.302
Ulaşlar Turizm	95.763.619	1,50	143.325.474
Ütopya Turizm	95.763.619	0,62	58.896.296
PD / DD oranı ile Şirket Değeri (ort.)			124.747.086

Şirket Bilgileri	Net kar	Oran	Şirket Değeri (USD)
Kuştur Kuşadası Turizm	3.706.903	25,22	93.470.192
Marmaris Altın Yunus	3.706.903	108,07	400.608.319
Merit Turizm	3.706.903	4,46	16.519.315
Metemtur Otelcilik	3.706.903	3,73	13.811.453
Net Turizm	3.706.903	19,83	73.510.570
F / K oranı ile Şirket Değeri (ort.)			119.583.970

Şirket Bilgileri	Net Satışlar	Oran	Şirket Değeri (USD)
Altın Yunus Çeşme	10.073.105	0,29	34.547.365
Kuştur Kuşadası Turizm	10.073.105	0,27	37.039.258
Marmaris Altın Yunus	10.073.105	0,02	429.992.021
Merit Turizm	10.073.105	0,80	12.653.492
Metemtur Otelcilik	10.073.105	1,58	6.355.527
Net Turizm	10.073.105	1,53	6.595.291
Petrokent Turizm	10.073.105	0,43	23.170.125
Tek-Art İnşaat Turizm	10.073.105	0,03	303.954.787
Ütopya Turizm	10.073.105	0,44	22.933.251
NS / F oranı ile Şirket Değeri (ort.)			97.471.235

	Şirket Değeri (USD)
PD / DD oranı ile Şirket Değeri	124.747.086
F / K oranı ile Şirket Değeri	119.583.970
NS / F oranı ile Şirket Değeri	97.471.235
Ortalama Şirket Değeri	113.934.097 USD

Gelir yaklaşımı

Gelir yaklaşımında, bir şirketin değerinin belirlenmesinde ekonomik beklenti prensibi kullanılır. Bunu yapmak için, işletme sahiplerinin işletmeden gelecekte bekledikleri getiriler tahmin edilir. Bu getiri daha sonra onların zamanında ve tam olarak aldıkları risk ile karşılaştırılır.

Getiriler; ya tek bir değer ya da şirket sahiplerinin gelecekteki beklentilerine göre alınması beklenen gelirlere göre tahmin edilir. Böylece risk iskonto oranı ya da sermaye ile ölçülebilir.

İndirgenmiş Nakit Akışlar

Bu metot, önceki dönem finansal tablolara, sektör bilgilerine, diğer faktörlere ve sonraki dönemler için tahmin edilmiş finansal tablolara dayanır. Toplam nakit akış değeri, kesin oranının indirilip sonsuz değerinin şirket değerine eklenmesiyle oluşur. Bu metot temettü ve vergi politikaları değişimini dikkate almasa bile genel olarak yararlı bir değerlendirme metodu olarak kabul edilir çünkü nakdin zaman değerinin ve yatırımlar için tüm tahminleri dikkate alan bir metottur.

Varsayımlar

- 1- Şirketin nakit akışı 2026 yılının sonuna kadar tahmin edilmiştir ve günümüze indirgenmiştir. Sonraki yıllar için ise son yılın değeri %3 büyüme oranı ile çarpılıp sonsuz değer hesaplanmıştır.
- 2- (CAPM) Sermaye maliyeti hesaplamasında USD bazında risksiz faiz oranı, değerlendirme tarihinde U.S. Department of The Treasury ve Bloomberg internet sitelerinden elde edilen piyasa verilerden alınarak hesaplanmış ve %2,90 alınmıştır.
- 3- Borçlanma maliyeti, Şirket'in değerlendirme tarihi itibarıyla finansman sağlamada piyasada kullandığı ya da kullanabileceği genel kredi faiz oranı USD bazında %6,67 olarak uygun görülmüştür.
- 4- Piyasa risk primi, Şirket'in yer aldığı sektör getirisi üzerinden hesaplanmış ve %3 alınması değerlendirme uzmanı tarafından makul görülmüştür.
- 5- İndirgenmiş nakit akışı hesaplanmasında, "Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Maliyeti" oranı (WACC) %8,02 olarak hesaplanmış, iskonto oranıyla indirgenmiş nakit akışına dayalı USD bazlı WACC hesaplamasının detayları aşağıdaki gibidir:

Risksiz faiz oranı	%2,90	A	Risksiz faiz oranı olarak, değerlendirme tarihi itibarıyla USD bazlı 30 yıl vadeli devlet tahvillerinin getirisi dikkate alınmıştır.
Varlık Betası	0,46	B	Karşılaştırılabilir borsada işlem gören benzer şirketlerin getiri endeksleri analiz edilerek hesaplanmıştır.
% Toplam Borç	%34		Sektördeki benzer şirketlerin verileri üzerinden hesaplanarak referans alınmıştır.
% Toplam Özsermaye	%66		(1 - % Toplam Borç)
Borç/Sermaye Oranı	0,34	C	
Hedef Kaldıraç Oranı	%66	$D = (1/(1+C))$	Hedef Kaldıraç Oranı= B / (B+S)
Sermaye Betası	0,60	$E = B*(1+C*(1-V))$	Karşılaştırılabilir şirketler analiz edilerek hesaplanmıştır.
Piyasa risk primi	%23	F	Tarafımızca tahmin edilerek uygun bulunmuştur.
Ülke risk primi (Alfa)	%5,12	G	Aswath Damodaran, "Country Default Spreads and Risk Premiums" (Updated January 2017), www.stern.nyu.edu adresinden elde edilmiştir.
SERMAYE MALİYETİ	%9,81	$H = A+(E*F)+G$	Sermaye Maliyeti= Rf + Beta*Rm + Alfa
Vergi Oranı	%15	V	Kurumlar Vergisi Oranı (Gürcistan) = %15

Borç primi	%3,77	I	Benzer şirketlerin kullanmış oldukları kredilerin, risksiz faiz oranı üzerindeki borç primi %3,77 olarak tahmin edilmiştir.
BORÇ MALİYETİ	%5,67	$J = (A+I)*(1-V)$	$Borç Maliyeti = (R_f + Borç Primi) * (1 - \%15)$
AOSM (WACC)	%8,41	$K = (J*D) + (H*(1-D))$	

- 6- Sonsuz değer, nakit akışı sağlamayan ve satılabilecek olan duran varlıkların toplam hurda değerlerini içerir (mal, ekipmanlar, mobilya vs.).
- 7- Gürcistan Kurumlar vergisi oranı %15'tir.
- 8- Alıcı ve satıcı ödemelerinin süresi 2017 yılındaki gibi öngörülmüştür.
- 9- Nakit akışlarının hesaplamaları sırasında faaliyet kar / zarar dikkate alınmıştır ancak mali kar / zarar dikkate alınmamıştır.
- 10- 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla finansal tablolarında yer alan net borç, şirket değerinin hesaplanmasında dikkate alınmıştır. Bu işlemler sırasında mevcut parasal varlık ve stoklar finansal borçlardan mahsup edilmiştir.
- 11- Nakit akışlarının günlük değeri kalan gün yöntemine göre hesaplanmıştır, bir ay 30 gün, bir yıl 360 gün kabul edilmiştir.
- 12- Bütün işlemler Amerikan Doları (USD) cinsindendir.
- 13- Tahminlerimiz şirketin bize sunduğu bilgilerle sınırlıdır. Bu bilgiler, *İtimat Bağımsız Denetim A.Ş.* tarafından yorumlanıp hesaplamalara yansıtılmıştır.
- 14- Bu işlemlerde herhangi bir taahhüt bulunmamaktadır. Eğer tahmini verilerde değişiklik olursa, şirket değeri bu değişikliklere karşı esnektir.
- 15- Nakit akışlarının hesaplanmasında kullanılan büyüme oranları, şirketin önceki dönemlerdeki büyüme oranları göz önünde bulundurularak, önümüzdeki dönemde enflasyon tahminleri doğrultusunda büyüyeceği varsayımı ile 2018 yılı sonrası ortalama büyüme oranı %3 ila %5 olarak dikkate alınmıştır. Sonsuz değer hesaplanmasında ise T.C. Merkez Bankası'nın 19 Ocak 2017 tarihli beklenti anketindeki uzun dönem büyüme beklentisinden yararlanılarak, sonsuz büyüme oranı %3,6 olarak alınması makul görülmüştür.
- 16- İndirgenmiş Nakit Akış hesaplama tablosu aşağıdaki gibidir: (Şirketin finansal tablosunda yer almayan ögeler dikkate alınmamıştır.)

İndirgenmiş Nakit Akış Tablosu

LEGEND HOTEL BATUMI	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2026-∞
Büyüme Oranı %		%3	%3,5	%3,75	%4	%4,25	%4,5	%5	%5	%5	%3,6
Hasılat	3.691.125	11.374.412	12.753.560	14.249.651	14.819.637	16.553.005	17.297.890	19.373.637	20.342.319	21.359.435	
Diğer Gelirler	553.669	1.706.162	1.913.034	2.137.448	2.222.945	2.482.951	2.594.683	2.906.046	3.051.348	3.203.915	
Satışların Maliyeti	(2.214.675)	(6.483.415)	(7.078.226)	(7.694.811)	(8.002.604)	(8.938.623)	(9.340.861)	(10.461.764)	(10.984.852)	(11.534.095)	
Faaliyet Giderleri	(73.822)	(227.488)	(255.071)	(284.993)	(296.393)	(331.060)	(345.958)	(387.473)	(406.846)	(427.189)	
Diğer Gelirleri/Giderleri	(369.112)	(1.137.441)	(1.275.356)	(1.424.965)	(1.481.964)	(1.655.300)	(1.729.789)	(1.937.364)	(2.034.232)	(2.135.943)	
	1.587.184	5.232.230	6.057.941	6.982.329	7.261.622	8.110.972	8.475.966	9.493.082	9.967.736	10.466.123	
Vergi (-)	(286.234)	(784.834)	(908.691)	(1.047.349)	(1.089.243)	(1.216.646)	(1.271.395)	(1.423.962)	(1.495.160)	(1.569.918)	
Sermaye Harcaması (-)	(84.896)	(261.611)	(293.332)	(327.742)	(340.852)	(380.719)	(397.851)	(445.594)	(467.873)	(491.267)	
Serbest Nakit Akış	1.216.054	4.185.784	4.855.918	5.607.237	5.831.527	6.513.607	6.806.720	7.623.526	8.004.702	8.404.937	197.130.270
İskonto Oranı %8,63											
İndirgenmiş Serbest Nakit Akış	1.167.530	3.706.903	3.966.658	4.224.013	4.052.077	4.174.803	4.024.123	4.156.351	4.025.507	3.898.782	83.923.135

İndirgenmiş Nakit Akışlar Toplamı	37.396.747
Şirket Sonsuz Değerinin Bugünkü Değeri	83.923.135
Nakit ve Eşdeğer Varlıklar Toplamı	166.661
Finansal Borç Toplamı (30 Haziran 2017)	-
Toplam	121.486.543 USD

Sonuç

Net Aktif Değer ve İndirgenmiş Nakit Akışları şirket değerleme yöntemlerine göre hesaplanan şirket değerleri aşağıdaki gibidir:

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (USD)	Ağırlık Oranı	Ağırlıklı Piyasa Değeri (USD)
Net Aktif Değeri	95.763.619	%50	47.881.809
Piyasa Bazlı Şirket Değeri	113.934.097	%25	28.483.524
İndirgenmiş Nakit Akış Değeri	121.486.543	%25	30.371.636
			106.736.969 USD

Bu analiz sonucunda, ağırlıklı ortalamaya göre şirketin hesaplanan değerinin 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla yaklaşık 106.736.969 USD (373.579.392 TL) olduğu sonucuna varılmıştır.

Bu fiyatın adil ve makul olduğu kanaati oluşmuştur.