METRO EUPHORIA HOTEL BATUMI JSC

31 Aralık 2019 itibariyle Şirket Değeri Tespit Raporu

İçindekiler

1. RAPOR BİLGİLERİ 4

1.1.Raporun tarihi ve sayısı 4

1.2.Raporun Türü 4

1.3.Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı ve Adresi 4

1.4.Değerlemeyi Gerçekleştiren ve Değerlemeyi Gözden Geçirenlerin İsim / Unvan ve Sicil / Lisans Bilgileri 4

1.5.Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi 4

1.6.Değerlemeyi yapanın değerlemeye konu varlık ve müşteri ile olan ilişkisi 4

1.7.Değerleme tarihi 5

1.8.Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası 5

2. RAPOR ÖZETİ 5

2.1.Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı 5

2.2.Müşteri taleplerinin kapsamı ve varsa getirilen sınırlamalar 5

2.3.Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin Şirketimizin beyanı 5

2.4.Değerleme raporunun kullanım, dağıtım veya yayınlanmasına ilişkin herhangi bir sakınca varsa buna ilişkin açıklama 6

2.5.Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgiler dayanak olarak kullanıldıysa, söz konusu bilgilerin güvenilirliğine ilişkin değerlendirme 6

2.6.Değer esası, kullanılan yaklaşım ve yöntemler ile değerlemenin amacına uygunluğuna ilişkin Şirketimizin beyanı 6

2.7.Değerleme sonucu bulunan değere ulaşılması sırasında kullanılan yöntemler, bu yöntemlerin sonuçları ve değerleme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda bunlara ilişkin ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo 6

2.8.Kullanılan verilerin güvenilir, adil ve makul olduğuna ilişkin beyan 7

3. DEĞERLEME KONUSU VARLIK HAKKINDA BİLGİLER 7

3.1.Varlığa ilişkin teknik, hukuki ve mali tanıtıcı bilgiler 7

3.1.1.Metro Batumi 7

3.2.Değerlemesi yapılan varlık ile ilgili herhangi bir devir/pazarlama vb. konularda sınırlama, takyidat vb. koşul bulunup bulunmadığı hakkında bilgi 11

4. DEĞERLEMESİ YAPILAN VARLIĞA İLİŞKİN ANALİZ VE ÇALIŞMALAR 11

4.1.Girdi ve Varsayımlar 11

4.1.1. Değerleme çalışmasında dayanak olarak kullanılacak önemli bilgilerin nitelikleri ve kaynakları ile bu bilgilerin doğrulanmasına ilişkin yapılan çalışmaların kapsamı 11

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

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

4.1.4. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi 13

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

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

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

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

4.2.Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri 13

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

4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler: 13

4.2.1.2. Değerlemede Kullanılacak Yöntemlerin Belirlenmesi: 14

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

4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları 16

4.3.1. Gelir Yaklaşımı 17

4.3.2. Maliyet Yaklaşımı 30

5. SONUÇ 31

5.1. Değerleme çalışmasında ulaşılan nihai sonuç, değerleme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo 31

5.2. Kullanılan değer esası 32

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

6. RAPOR EKLERİ 33

1. RAPOR BİLGİLERİ

1.1.Raporun tarihi ve sayısı

20 Şubat 2020 - DEG-2020-05

1.2.Raporun Türü

Şirket Değerleme Raporu

1.3.Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı ve Adresi

Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi ("Yeditepe")
Fahrettin Kerim Gökay Caddesi, Okul Sokak, No:1-E, D:16 Altunizade, Üsküdar, İstanbul
Tel: 0216 327 62 62
Faks: 0216 327 62 63
e-mail: bilgi@yeditepedenetim.com

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

1.4.1. Değerlemeyi Gerçekleştirenler:
Adı, Soyadı, Unvanı, Sicil/lisans bilgileri:
Kenan Çılman, Denetçi Yardımcı, 203990
Mehmet Nadi Abbasoğlu, Sorumlu Ortak Baş Denetçi, 800919

1.4.2.Değerlemeyi Gözden Geçirenler:
Adı, Soyadı, Unvanı, Sicil/lisans bilgileri:
Hasan Ersin, Denetçi, 801910
Hüseyin Çetin, Sorumlu Ortak Baş Denetçi, 800843

1.5.Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi

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

Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş. ("Metro Holding")
Cumhuriyet Mah., Reşadiye Cad., No:16, Beykoz, İstanbul

1.5.2. Değerlemesi Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi:

Metro Euphoria Hotel Batumi JSC ("Metro Batumi")
1, Gogoli Street, Batumi, Georgia.
Tel, Faks: +995 422 23 23 23
Web: https://www.euphoriahotel.ge

Metro Batumi, Gürcistan'da kurulmuş, esas faaliyet konusu turizm yatırımları ve turizm işletmeciliği olan bir firmadır.

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

Yeditepe'nin, değerleme çalışmasını talep eden Metro Holding ile veya değerlemesi yapılan şirket Metro Batumi ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Yeditepe tarafından yapılan Metro Batumi için yapılmış bir değerleme çalışması ve değerleme raporu bulunmamaktadır.

1.7.Değerleme tarihi

31 Aralık 2019 tarihi itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

1.8.Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası

13 Ocak 2020 tarihli sözleşme.

2. RAPOR ÖZETİ

2.1.Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı

Sözleşme imzalanan şirket: Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş.

Değerlemesi yapılan şirket: Metro Euphoria Hotel Batumi JSC

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

Bu raporun amacı, Metro Holding'in Metro Batumi'nin makul Pazar Değerinin belirlenmesinde Metro Holding'in Yönetim Kurulu'na yardımcı olmaktır. Çalışmamız, belirli bir satış veya alım teklifinde bulunmaya değil, Yönetim Kurulunun karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir. Metro Holding, Yeditepe'den, Metro Batumi'nin değerinin tespit edilmesini istemiştir.

Bu raporun konusu Metro Holding'in bağlı ortaklığı olan Metro Batumi'nin pazar değerinin tespitinin yapılmasıdır.

Metro Batumi'nin pazar değerinin tespitinin yapılması amacıyla Metro Holding ile 13 Ocak 2020 tarihli "Finansal Danışmanlık Hizmetlerine İlişkin Sözleşme" yapılmıştır.

2.2.Müşteri taleplerinin kapsamı ve varsa getirilen sınırlamalar

Metro Holding tarafından, Yeditepe'den iştiraki olan Metro Batumi'nin pazar değerinin tespiti talep edilmiştir. Değerleme çalışması ile ilgili olarak Metro Holding tarafından getirilmiş bir sınırlama yoktur.

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

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

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

Pazar Değeri'nin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: VIII No: 35 'Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ' hükümlerine uygun hareket edildiğini ve Sermaye Piyasası

Kurulunun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen şartları haiz olduğumuzu beyan ederiz. Yine değerleme çalışmasında Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: III No: 62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"nin 3. maddesi çerçevesinde; Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu beyan ederiz.

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

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

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

Değerleme çalışmasında RSM Georgia tarafından hazırlanmış olan 17 Şubat 2020 tarihli "31 Aralık 2019 JSC Metro Euphoria Hotel Batumi Bağımsız Denetim Raporu" kullanılmıştır. Bağımsız denetim şirketi, Gürcistan'da ilgili otoriteler tarafından yetkilendirilmiş bir kuruluş (Kaynak: https://www.saras.gov.ge/en/Companies/Detail/19; "Service for Accounting, Reporting and Auditing Supervision") olduğu için ve raporda yer alan veriler, şirket tarafından sunulan mali tablolar ile uyumlu olduğu için raporun doğruluğu yönünde kanaat oluşmuştur.

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

Metro Batumi'nin değerlemesinde Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi) ve Maliyet Yaklaşımı (Toplama Yöntemi) kullanılmıştır.

Metro Batumi için yapılan değerleme çalışmasında Metro Batumi'nin faaliyet halinde olması nedeniyle İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Toplama Yöntemi kullanılmıştır. Metro Batumi'nin faaliyet halinde olması nedeniyle bu iki yöntem kullanılmış olup şirketin Borsa'da emsali bir firmanın işlem görmüyor olması nedeniyle Pazar Yaklaşımı kullanılmamıştır.

Değerleme işlemi, elde ettiğimiz finansal ve diğer bilgilerin gözden geçirilip, yönetimin beklentileriyle ilgili düşüncelerinin ve değerleme tarihi itibariyle hâkim olan ekonomik ve finansal şartların analizinden oluşmaktadır.

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

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

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

Bu yöntemler ile elde edilen değerler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Tablodaki para birimi ABD Dolarıdır.

Yöntem	Hesaplanan PD	Ağırlık	Ağırlıklı PD
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	99.375.865	100%	99.375.865
Toplama Yöntemi	23.266.830	0%	0
PAZAR DEĞERİ			**99.375.865**

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

Metro Batumi'nin Pazar Değerinin tespiti sırasında tarafımıza sunulan, tarafımızca hazırlanan verilerin adil, güvenilir ve makul olduğunu beyan ederiz.

3. DEĞERLEME KONUSU VARLIK HAKKINDA BİLGİLER

3.1.Varlığa ilişkin teknik, hukuki ve mali tanıtıcı bilgiler

3.1.1.Metro Batumi

Metro Batumi, 31 Mart 2017 kurulmuş olup Gürcistan'ın Acara Özerk Cumhuriyeti başkenti Batum şehrinde faaliyet göstermektedir. Firma 445504482 kimlik numarasıyla kayıtlıdır. Şirketin faaliyet gösterdiği genel merkezi Gogoli Caddesi No:1, Batum, fiili adresi ise Mtsvane Caddesi No:1 Batum'dur.

Değerlemede esas alınan 31.12.2019 tarihi itibariyle şirketin toplam sermayesi 60.529.922 Gürcistan Larisi olup Metro Holding, Metro Batumi'ye 9 Ağustos 2017 tarihinden itibaren %100 oranında iştirak etmektedir. Metro Batumi'nin ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Hissedar, Adı, Unvanı	Sermaye Payı (%)	Sermaye Tutarı (Lari)
Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş.	100%	60.529.922,00
TOPLAM	**100%**	**60.529.922,00**

Şirketin paylarının bir kısmının Gürcistan Borsasında halka arz edilmesi için çalışmalar başlatılmış olup bu doğrultuda JSC Galt & Taggart (Galt and Taggart) şirketi ile 4 Aralık 2019 tarihinde bir sözleşme imzalanmıştır. Bu durumla ilgili olarak Metro Batumi'nin hisselerinin %100'üne sahip olan Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş. tarafından 4 Aralık 2019 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformunda yapılan özel durum açıklamasında "Şirketimizin %100 oranında paylarının sahibi olduğu Metro Euphoria Hotel Batumi JSC ile JSC Galt & Taggart (Galt and Taggart) şirketi arasında Metro Euphoria Hotel Batumi JSC'nin 60.529.922 GEL ödenmiş sermayesini oluşturan paylarının bir kısmının Gürcistan Borsasında (Georgian Stock Exchange) halka arz edilmesi için 04.12.2019 tarihinde sözleşme imzalanmıştır" denilmiştir.

Metro Batumi, turizm yatırımları ve işletmeciliği işi ile iştigal etmektedir. Bu doğrultuda şirket merkezinin bulunduğu Gürcistan, Batum'da bir otelin gayrimenkulüne sahiptir ve aynı zamanda bu otelin işletmeciliğini de yapmaktadır. Şirket aynı zamanda Metro Grubunun Gürcistan'ın değişik şehirlerinde sahip olduğu diğer otellerin de işletmeciliğini yapmaktadır. Şirketin faaliyetleri aşağıdaki şekildedir.

Euphoria Hotel Batumi:

1 Lech and Maria Kaczynski St, Batumi, Gürcistan adresinde bulunan otel beş yıldız konseptinde hizmet vermektedir. Otelin gayrimenkulü şirkete aittir.
Batum'da Karadeniz kıyısında, Batum'un yeni sahil şeridinde, havalimanından on dakika uzaklıkta konumlanmış olan Euphoria Batumi, şehir merkezine on dakika mesafededir. Lüks ve rahatlığın bir arada yaşandığı tesiste 415 oda bulunmaktadır. Batum'un ilk alışveriş merkezi de otel binasının içerisinde hizmet vermektedir.

Odalarda misafirler için her türlü konfor düşünülmüş olup, minibar, kahve-çay seti, oda servisi, LCD TV, oda kasası hizmete sunulmuştur.
Otelde açık ve kapalı yüzme havuzu, çamaşırhane, market, tekel bayii, otopark, spor salonu, teras, toplantı odaları, Güzellik Salonu, hamam, masaj, sıcak taş masajı, su masajı küveti, vücut bakımı, gece kulübü, havuz barı, otel barı, restoran, oyun salonları bulunmaktadır.

Legend Business Hotel Batumi

1 Lech and Maria Kaczynski St., Batum, Gürcistan adresinde bulunan otel dört yıldız konseptinde hizmet vermektedir. Legend Business Hotel Batumi, Yunus Gösteri Merkezi'ne 3,3 km ve Batum Arkeoloji Müzesi'ne 3,7 km uzaklıktadır. En yakın havalimanı olan Batum Uluslararası Havalimanı ise 3,5 km mesafededir. Otel toplam 109 oda ve 204 yataktan oluşmaktadır. Otelin mülk sahibi Metro Grubunun Gürcistan'da faaliyet gösteren şirketlerinden Metro Biznes Centre JSC şirketi olup otel kirası olarak aylık 30.000 Amerikan Doları karşılığı Gürcistan Larisi ödenmektedir.

Euphoria Batumi Apartments

Toplam 54 apart odadan oluşan otelin gayrimenkulü Metro Grubunun Gürcistan'da faaliyet gösteren şirketlerinden Metro Avrasya Gürcistan Gayrimenkul Yatırım JSC şirketi olup otel kirası olarak haziran, temmuz, ağustos, eylül aylarının her biri için aylık 40.000 Amerikan Doları karşılığı Gürcistan Larisi olmak üzere yıllık 160.000 Amerikan Doları ödenmektedir.

Metro Sky Tower Batumi Otel

7/33 Sheriff Khimshiashvili Street, Batum, Gürcistan adresinde bulunan otel 101 oda 234 yataktan oluşmaktadır. Otelin gayrimenkulü Metro Grubunun Gürcistan'da faaliyet gösteren şirketlerinden Metro Sky Tower Batumi JSC şirketi olup otel kirası olarak yıllık 500.000 Amerikan Doları karşılığı Gürcistan Larisi ödenmektedir.

Metro Intourist Palace Otel

Ninoshvili 11, Batum Gürcistan adresinde bulunan otel 150 oda 206 yataktan oluşmaktadır. Otelin gayrimenkulü Metro Grubunun Gürcistan'da faaliyet gösteren şirketlerinden Metro Intourist Batumi JSC şirketi olup otel kirası olarak yıllık 918.000 Amerikan Doları karşılığı Gürcistan Larisi ödenmektedir.

Metro Batumi'nin 31 Aralık 2019 Tarihli Finansal Tablolarının Değerlendirilmesi:

Metro Batumi'nin UFRS'ye göre hazırlanmış 31 Aralık 2019 tarihli mali tabloları incelendiğinde varlıklarının 87.570.102 Gürcistan Larisi ve özkaynak büyüklüğünün ise 68.431.852 Gürcistan Larisi olduğu görülmektedir.

Şirketin varlıkları incelendiğinde 5.758.794 Gürcistan Larisi tutarında dönen varlıklar, 81.811.308 Gürcistan Larisi de duran varlıklardan oluştuğu görülmektedir.

Şirketin varlıkları içerisinde 2.513.743 Gürcistan Larisi ticari alacaklar, 1.474.176 Gürcistan Larisi nakit ve nakit benzerleri bulunmaktadır.

Metro Batumi'nin duran varlıklarının değeri 64.135.165 Gürcistan Larisi olup, bu tutar şirketin sahip olduğu Euphoria Hotel Batumi'nin gayrimenkulü ve bu otelin demirbaşlarından oluşmaktadır.

Şirketin varlıklarının %93,42'lik kısmı duran varlıklardan, %6,58'lik kısmı dönen varlıklardan oluşmaktadır. Duran Varlıkların ise %84'lük kısmı arazi ve binalardan, %6,45'lik kısmı tesis ve makinelerden, %11,24'lük kısmı ise demirbaşlardan oluşmaktadır.

Şirketin toplam kaynaklarının 68.431.852 Gürcistan Larilik kısmı özkaynaklardan oluşmakta olup, bu tutar kaynakların %78,15'ine isabet etmektedir. Özkaynakların 60.529.922 Gürcistan Larilik kısmı ödenmiş sermeye, 7.901.930 Gürcistan Larilik kısmı ise dağıtılmamış karlardan oluşmaktadır.

Şirketin kısa vadeli borçları 5.492.426 Gürcistan Larisi olup bu tutar toplam kaynaklar içerisinde %6,27 oranında yer almaktadır. Uzun vadeli borçlar ise 13.645.824 Gürcistan Larisi tutarında olup bu tutarın 11.100.698 Gürcistan Larilik kısmı kira karşılıklarından oluşmaktadır. Uzun vadeli borçlar, toplam kaynaklar içerisinde %15,58 oranında yer almaktadır.

Şirketin 2019 yılı satışları toplamı 27.003.948 Gürcistan Larisi olup bu tutar 2018 yılına göre %47,62 oranında artış göstermiştir. Şirketin ana faaliyeti otel yatırımı ve işletmeciliği olup bu kapsamda ana gelir kaynakları da otellerden sağladığı oda gelirleri, tur paketi gelirleri, yiyecek içecek gelirleri ve ürün satış gelirlerinden oluşmaktadır.

Şirketin satışlarının maliyetini ise oda ve yiyecek-içecek giderleri, personel ücretleri, otel sarf malzemesi giderleri, kira giderleri, amortisman giderleri ve yönetim ücretlerinden oluşmaktadır. Bu kapsamda 2019 yılında toplam 21.857.359 Gürcistan Larisi satışların maliyeti oluşmuş olup bu tutar toplam satışların %80,94'üne isabet etmektedir. Aynı oran 2018 yılında %73,36 olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin 2019 yılında genel yönetim giderleri 2.153.025 Gürcistan Larisi olarak gerçekleşmiştir. Bu oran net hasılatın %7,97'sine isabet etmektedir. Aynı harcamalar 2018 yılında %13,3 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket 2019 yılı faaliyetleri sonucunda 2.550.263 Gürcistan Larisi kar elde etmiştir. 2019 yılı karının satış gelirlerine oranı %9,44 olup bu oran 2018 yılında %11,68 olarak gerçekleşmiştir.

Metro Batumi Solo Bilanço (Gürcistan Larisi)

VARLIKLAR	31 Aralık 2019	31 Aralık 2018
Maddi Duran Varlıklar	**64.135.165**	**66.653.350**
Arazi ve binalar	53.927.080	
Tesis ve Makineler	4.136.193	
Demirbaşlar	6.062.782	
Taşıtlar	9.110	
Haklar	**17.676.143**	-
DURAN VARLIKLAR	**81.811.308**	**66.653.350**
İlişkili Taraflardan Alacaklar	**906.066**	-
City Travel Batumi Jsc	118.976	-
Metro Avrasya Investment Georgia Jsc	787.090	-
Stoklar	**864.809**	**711.380**
Hotel Malzemeleri	451.630	310.275
Yiyecek ve İçecek	338.630	367.371
Diğer Stoklar	74.549	33.734
Ticari Alacaklar	**2,513.743**	**3.681.586**
Alıcılar	2.732.284	1.937.566
Diğer Alacaklar	63.458	-
Şüpheli Ticari Alacaklar Karşılığı	- 1.516.765	- 837.223
Verilen Avanslar	1.234.766	2.581.243
Nakit ve Nakit Benzeri	**1.474.176**	**207.260**
Kasa	36.881	34.605
Banka	1.312.492	172.655
Bloke Hesaplar	124.803	-
DÖNEN VARLIKLAR	**5.758.794**	**4.600.226**
TOPLAM VARLIKLAR	**87.570.102**	**71.253.576**

KAYNAKLAR	31 Aralık 2019	31 Aralık 2018
Ödenmiş Sermaye	60.529.922	60.529.922
Dağıtılmamış Karlar	7.901.930	5.369.292
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	**68.431.852**	**65.899.214**
Kısa Vadeli Karşılıklar (Kira Karşılıkları)	**5.492.426**	-
KISA VADELİ BORÇLAR	5.492.426	-
Ticari ve Diğer Borçlar	**2.136.206**	**4.626.500**
Ticari Borçlar	1.222.098	4.174.848
Alınan Avanslar	651.475	320.019
Personele Borçlar	262.633	131.633
Ödenecek Vergi ve Yükümlülükler	**408.920**	**727.862**
Uzun Vadeli Karşılıklar (Kira Karşılıkları)	**11.100.698**	-
UZUN VADELİ BORÇLAR	13.645.824	5.354.362
TOPLAM BORÇLAR	**19.138.250**	**5.354.362**
TOPLAM KAYNAKLAR	**87.570.102**	**71.253.576**

Metro Batumi Solo Gelir Tablosu (Gürcistan Larisi)

	31 Aralık 2019	31 Aralık 2018
Satış Gelirleri	**27.003.948**	**18.292.402**
Oda geliri	21.499.953	8.352.363
Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, yiyecek ve içecek)	2.757.572	7.136.724
Yiyecek ve İçecek Geliri	1.329.250	1.554.748
Mal Satışından Elde Edilen Gelir	673.364	-
Kira geliri	342.591	329.607
Diğer Gelir	401.218	918.960
Satışların Maliyeti	**- 21.857.359**	**- 13.419.475**
Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri	4.818.037	3.538.679
Ücretler ve Maaş	4.310.331	3.204.280
Sarf Malzeme Giderleri	1.958.164	1.217.237
Amortisman	7.508.916	2.649.654
Kira Giderleri	1.089.064	1.699.347
Ürün Satış Maliyeti	855.830	-
Yönetim Ücretleri	525.517	498.051
Diğer Giderler	791.500	612.227
Brüt Kar	5.146.589	4.872.927
Genel Yönetim Giderleri	**- 2.153.025**	**- 2.434.354**
Vergiler (Gelir Vergisi Hariç)	863.789	1.328.358
Şüpheli Alacak Karşılıkları	698.033	837.223
BT Hizmeti	248.880	51.051
Banka Komisyonları	195.661	47.764
Diğer Faaliyet Giderleri	146.662	166.309
Esas Faaliyet Dışı Gelirler/Giderler (Net)	**- 156.225**	**- 227.245**
Esas Faaliyet Dışı Gelirler	13.042	102.818
Esas Faaliyet Dışı Giderler	-169.267	-333.712
Net Finansman Geliri / (Maliyeti)	**- 58.498**	**- 74.006**
Faiz Gelirleri	4.367	24.262

Faiz Giderleri	-2.499	-1.812
Net Kambiyo Kar/Zararı	-60.366	-96.456
Kambiyo Karı	133.024	-
Kambiyo Zararı	-193.390	-96.456
Finansal Borçlanma Faiz Giderleri	- 228.578	-
Vergi Öncesi Kar	**2.550.263**	**2.137.322**
Kurumlar Vergisi	-	-
Net Kar/Zarar	**2.550.263**	**2.137.322**

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

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

4. DEĞERLEMESİ YAPILAN VARLIĞA İLİŞKİN ANALİZ VE ÇALIŞMALAR

4.1.Girdi ve Varsayımlar

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

-Metro Batumi'nin değerleme çalışması sırasında kullanılan finansal veriler, UFRS esaslı hazırlanmış mali tablolar olup RSM Georgia tarafından 17 Şubat 2020 tarihli "JSC Metro Euphoria Hotel Batumi Bağımsız Denetim Raporu"nda yer alan verilerdir. Raporu hazırlayan kurumun yetkili olduğu Gürcistan resmi kurumlarının ilgili internet siteleri üzerinden teyit edilmiştir. (Kaynak: https://www.saras.gov.ge/en/Companies/Detail/19; "Service for Accounting, Reporting and Auditing Supervision")

-Şirketin otellerindeki fiyat artışları için ABD enflasyon verisi baz alınmıştır (Ocak 2020, ABD Consumer Price Index "CPI", Resmi Kaynak: https://www.bls.gov/cpi/ , "U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS").

- Değerleme ABD Doları bazında yapıldığı için "Risksiz Faiz Oranı" olarak değerleme tarihindeki (31 Aralık 2019) ABD 10 yıllık devlet tahvil faizi (Kaynak: https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019, U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY) baz alınmıştır.

- Değerleme çalışmasında Sermaye Piyasası Risk Primi %2,96 olarak alınmıştır. (Kaynak: Damodaran, Adres: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

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

Metro Batumi'nin değerleme çalışmasında aşağıdaki yöntemler ve varsayımlar kullanılmıştır:

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi: Metro Batumi'nin gelirleri hesaplanırken şirketin gelecek 5 yıllık satış gelirleri tahmin edilmiş ve giderleri de bu çerçevede tahmin edildikten sonra oluşan serbest nakit akışlarının bugünkü değeri hesaplanmıştır. Bu nakit akışları şirketin varsayımları yanında piyasa koşulları da dikkate alınarak oluşturulmuştur. Bu kapsamda Pazar Değeri hesaplanırken;

1. İndirgeme Oranı hesaplanırken, para birimi ABD Doları olduğu için 31 Aralık 2019 tarihli ABD risksiz faiz oranı (10 yıllık ABD tahvili: %1,92) baz alınmıştır.
2. Ülke risk primi olarak Gürcistan'ın risk primi (%2,96) baz alınmıştır.
3. Nakit Akışları hesaplanırken şirketin gelirleri ABD enflasyon oranı (%2,3) ve şirketin doluluk oranı tahminleri üzerinden artırılmıştır.
4. Satışların Maliyeti (amortisman ve kira giderleri hariç) hesaplanırken 2019 yılı gerçekleşmeleri oteller bazında ilgili otellerin satış hacmindeki artışlar ile aynı oranda artırılmıştır. Kira giderleri ise sözleşmelerde yer alan tutarlar dikkate alınarak dolar bazında ABD enflasyon verileri üzerinden artırılmıştır.
5. Faaliyet giderleri şirketin gelirleri ile doğrudan ilişkili olup bu kapsamda 2019 yılı gerçekleşen tutarları şirketin gelirleri üzerinden artırılmıştır.
6. Kurumlar vergisinin her yıl için %0 olacağı varsayılmıştır.
7. Devam Eden Değer Büyüme Oranı (2025 yılı ve sonrası yıllar için) ihtiyatlılık gereği %1,5 olarak varsayılmıştır.
8. İşletme sermayesi hesaplanırken, 2019 yılı fiili oranları olan, ortalama ticari alacak devir süresi 35,5 gün, ortalama stok devir süresi 13,2 gün ve ortalama ticari borç devir süresi 43,6 gün olarak alınmıştır.
9. Şirketin yatırım harcamalarının ciro artışı ile aynı oranda artacağı varsayılmıştır.

Toplama Yöntemi: Metro Batumi'nin 31 Aralık 2019 tarihli mali tabloları UFRS esaslı hazırlanmıştır (Eklerde detayları gösterilmiştir.). Özkaynaklar hesaplanırken ödenmiş sermaye ve dağıtılmamış karların toplamı dikkate alınmış ve gayrimenkul değer artışı vb. eklemeler olmamıştır. Gayrimenkullerin değerleri maliyet esaslı alınmıştır. Gayrimenkuller için değerleme raporu kullanılmamıştır. Ayrıca UFRS esaslı olması nedeniyle ilgili tüm reeskont işlemleri de yapılmıştır. Bu nedenle Toplama Yöntemi'ne göre değerleme yapılırken şirketin varlıkları ve yükümlülükleri reeskont edilmemiş ve tüm varlık ve yükümlülüklerin gerçeğe uygun şekilde tutulduğu varsayılarak şirketin Pazar Değeri, UFRS esaslı özkaynak değeri olarak atanmıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki sınırlamalara tabidir:

1. Metro Batumi'nin, değerleme çalışmasında kullanılan 31 Aralık 2018 ve 31 Aralık 2019 tarihli mali tabloları UFRS esaslarına göre hazırlanmıştır.
2. Gürcistan'daki ekonomik şartlarda olağandışı kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
3. Gürcistan'daki cari mevzuat çerçevesinde, yabancı sermayenin ithalatına engel teşkil eden herhangi bir kısıtlama olmayacağı, bankaların kredi şartlarında önemli oranda bir zorlaştırıcı düzenleme yapılmayacağı varsayılmaktadır.
4. Şirketin varlığını sürdürdüğü süre içerisinde görevde olacak olan Gürcistan Hükümeti'nin kararlı politikalar izleyeceği varsayılmıştır.
5. Metro Batumi'nin asgari olarak mevcut durumunu (K-City oteli faaliyetleri hariç) aynen devam ettireceği varsayılmıştır.
6. Şirketin Metro Holding bünyesinden çıkmayacağı ve el değiştirmeyeceği varsayılmıştır.

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

Metro Batumi'nin değerleme çalışması sırasında kullanılan finansal veriler, UFRS esaslı hazırlanmış mali tablolar olup RSM Georgia tarafından 17 Şubat 2020 tarihli "JSC Metro Euphoria Hotel Batumi Bağımsız Denetim Raporu"nda yer alan verilerdir. Raporu hazırlayan kurumun yetkili olduğu Gürcistan resmi

kurumlarının ilgili internet siteleri üzerinden teyit edilmiştir. (Kaynak: https://www.saras.gov.ge/en/Companies/Detail/19; "Service for Accounting, Reporting and Auditing Supervision")

4.1.4. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi

Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi ABD Dolarıdır.

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

Değerleme çalışmasında ABD Dolarının yanında Gürcistan para birimi olan Gürcistan Larisi ("GEL") kullanılmıştır.

Gelir tablosu verileri yıl içerisinde gerçekleşen sonuçları ifade ettiği için 2019 yılı ortalama USD/GEL kuru (2,817989) ve bilanço için ise 31 Aralık 2019 tarihli ortalama USD/GEL kuru (2,94118) kullanılmıştır (Kaynak: Bloomberg).

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

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

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

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

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

Değerleme konusu varlığın değerleme işlemleri Yeditepe tarafından yapılmıştır. Değerleme çalışması ile ilgili özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Rapor Tarihi	Rapor Dönemi	Değerleme Uzmanı	Bulunan Değer	Para Birimi
15 Şubat 2019	31 Aralık 2018	Hüseyin Çetin	101.775.960	ABD Doları

4.2.Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

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

4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler:

Olumlu Faktörler:

-Metro Batumi'nin faaliyet gösterdiği ülke ve bölgenin turizm potansiyeli,
-Gürcistan'da Casino sektörünün serbest olması,

-Gürcistan'da kurumlar vergisi oranının %0 olması ve bu kapsamda ülkede artan yatırımlar,
-Gürcistan'ın Rusya pazarına yakın olması.

Olumsuz Faktörler:

-Gürcistan ve Rusya arasında devam eden kriz ve bu kriz etkisi ile Rus turistlerin rezervasyonlarında görünen azalmalar.

4.2.1.2. Değerlemede Kullanılacak Yöntemlerin Belirlenmesi:

Değerleme Yaklaşımları:

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

-Pazar Yaklaşımı

-Gelir Yaklaşımı

-Maliyet Yaklaşımı

Pazar Yaklaşımı:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

-Güncel işlemlere yönelik bilgilerin güvenilir olmaması,

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

Gelir Yaklaşımı:

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

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

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

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

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

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

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

- Değerleme konusu varlıkla ilgili bilgiye erişimsizliğin bulunması,

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

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

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

Maliyet Yaklaşımı:

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

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

-Katılımcıların değerleme konusu varlıkla önemli ölçüde aynı faydaya sahip bir varlığı yasal kısıtlamalar olmaksızın yeniden oluşturabilmesi ve varlığın katılımcıların değerleme konusu varlığı bir an evvel kullanabilmeleri için önemli bir prim ödemeye razı olmak durumunda kalmayacakları kadar kısa bir sürede yeniden oluşturulabilmesi,

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

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

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

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

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

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

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

Yapılan değerleme çalışmasında Metro Batumi için iki değerleme yöntemi (Toplama Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi) kullanılmıştır.

Şirketin faaliyet halinde olması nedeniyle indirgenmiş nakit akışları yöntemi değerlemeye uygun bir yöntemdir. Yine şirketin faaliyette bulunması nedeniyle toplama yöntemi de değerlemede kullanılmıştır. Toplama Yöntemi hem faaliyette olan hem de faaliyet halinde olmayan şirketler için kullanılan bir yöntemdir.

Şirketle aynı ülkede bulunup benzer faaliyet sürdüren ve halka açık olan veya bilgileri kamuya açık ve yakın zamanda el değiştirmiş herhangi bir firma bulunmadığı için Pazar Yaklaşımı kullanılmamıştır.

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

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: VIII No: 35 'Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ' hükümlerine uygun hareket edildiğini ve Sermaye Piyasası Kurulunun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen şartları haiz olduğumuzu beyan ederiz. Yine değerleme çalışmasında Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: III No: 62.1 ''Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ''nin 3. maddesi çerçevesinde: Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu beyan ederiz.

4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları

Yapılan değerleme çalışmasında Metro Batumi için iki değerleme yöntemi (Toplama Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi) kullanılmıştır.

Şirketin faaliyet halinde olması nedeniyle indirgenmiş nakit akışları yöntemi değerlemeye uygun bir yöntemdir. Yine şirketin faaliyette bulunması nedeniyle toplama yöntemi de değerlemede kullanılmıştır. Toplama Yöntemi hem faaliyette olan hem de faaliyet halinde olmayan şirketler için kullanılan bir yöntemdir.

4.3.1. Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

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

İNA yönteminin temel adımları:

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

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

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

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

(e) uygun indirgeme oranının belirlenmesi, ve

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

şeklindedir.

Varsayımlar ve Tahminler:

Metro Batumi için İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ile yapılan değerleme çalışmasında Metro Batumi yönetimi tarafından sunulan veriler yorumlanarak aşağıdaki varsayımlar ve tahminler oluşturulmuştur.

Şirketin işletmekte olduğu toplam 6 tane otel bulunmaktadır. Bunlar:

1. Euphoria Batumi
2. K-Apartments
3. K-Business Legend
4. K-City
5. K-Intourist
6. K-Sky

Değerleme çalışmasında her bir otel için farklı projeksiyonlar yapılmış, doluluk oranları ve ortalama fiyat artışları tahmin edilerek nakit akış tabloları oluşturulmuştur. Her otel için 2019 yılında gerçekleşmiş olan doluluk oranları, satış gelirleri, satışların maliyetleri vb. nakit akışı etkileyen unsurlar baz alınarak gelecek 5 yıllık projeksiyon oluşturulmuştur.

Otel bazında 2019 yılında gelirler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Para Birimi: GEL	Euphoria Batumi	K-Business Legend	K-Apartments	K-Intourist	K-Sky	K-City	Toplam
Oda Geliri	12.599.625	945.043	492.479	4.529.789	2.705.957	227.060	21.499.953
Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, Yiyecek ve İçecek)	2.756.816	756	-	-	-	-	2.757.572
Yiyecek ve İçecek Geliri	885.704	12	-	301.764	141.472	298	1.329.250
Mal Satışından Elde Edilen Gelir	673.364	-	-	-	-	-	673.364
Kira Geliri	227.725	-	-	114.866	-	-	342.591

Diğer Gelir	222.971	2.118	1.761	131.816	42.013	539	401.218
Toplam Gelirler	**17.366.205**	**947.929**	**494.240**	**5.078.235**	**2.889.442**	**227.897**	**27.003.948**

Kaynak: JSC Metro Euphoria Hotel Batumi Bağımsız Denetim Raporu

Buradaki otel gelirleri 2019 yılı ortalama USD/GEL kuru üzerinden ABD Dolarına çevrilmiştir. 2019 yılı için ortalama USD/GEL kuru 2,817989 olarak hesaplanmıştır (Kaynak: Bloomberg). Bu hesaplama sonrasında şirket gelirleri oteller bazında aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi şekillenmiştir:

Para Birimi: USD	Euphoria Batumi	K-Business Legend	K-Apartments	K-Intourist	K-Sky	K-City	Toplam
Oda Geliri	4.471.141	335.361	174.763	1.607.454	960.244	80.575	7.629.538
Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, Yiyecek ve İçecek)	978.292	268,2764198	-	-	-	-	978.560
Yiyecek ve İçecek Geliri	314.304	4,25835587	-	107.085	50.203	105,74917	471.702
Mal Satışından Elde Edilen Gelir	238.952	-	-	-	-	-	238.952
Kira Geliri	80.811	-	-	40.762	-	-	121.573
Diğer Gelir	79.124	752	625	46.777	14.909	191,27115	142.377
Toplam Gelirler	**6.162.623**	**336.385**	**175.387**	**1.802.078**	**1.025.356**	**80.872**	**9.582.702**

Yukarıdaki otel bilgileri, şirket tarafından sunulan "Satılan oda sayısı" ve "otel kapasitesi" verileri ile birleştirilince 2019 yılında doluluk oranları, ortalama oda fiyatları (tüm yıl) aşağıdaki gibi oluşmuştur:

Otel	Oda Doluluk Oranı	Ortalama Oda Fiyatı	Satılan Oda Sayısı	Net Satışlar
Euphoria Batumi	52,6%	62,41 USD	71.642 oda	6.162.623
K-Business Legend	21,2%	39,81 USD	8.431 oda	336.385
K-Apartments	78,1%	11,36 USD	15.390 oda	175.387
K-Intourist	38,7%	67,25 USD	14.278 oda	1.025.356
K-Sky	45,7%	64,21 USD	25.035 oda	1.802.078
K-City	10,5%	21,02 USD	3.833 oda	80.872
Toplam/Ortalama	**42,8%**	**69,14 USD**	**138.608 oda**	**9.582.702**

Otel bazında giderler (amortisman hariç) aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Para Birimi: GEL	Euphoria Batumi	K-Business Legend	K-Apartments	K-Intourist	K-Sky	K-City	Toplam
Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri	3.517.238	63.693	480.377	462.257	268.893	25.579	**4.818.037**
Ücretler ve Maaş	2.957.651	55.896	35.116	850.614	387.069	23.985	**4.310.331**
Sarf Malzeme Giderleri	1.218.409	57.372	-	490.158	176.139	16.086	**1.958.164**
Kira Giderleri	119.081	-	174.006	470.747	-	325.230	**1.089.064**
Ürün Satış Maliyeti	855.830	-	-	-	-	-	**855.830**

Yönetim Ücretleri	525.517	-	-	-	-	-	525.517
Diğer Giderler	629.413	42.926	1.517	72.210	31.754	13.680	791.500
TOPLAM (Amortisman Hariç)	**9.823.139**	**219.887**	**691.016**	**2.345.986**	**863.855**	**404.560**	**14.348.443**

Kaynak: JSC Metro Euphoria Hotel Batumi Bağımsız Denetim Raporu

Buradaki otel giderleri 2019 yılı ortalama USD/GEL kuru üzerinden ABD Dolarına çevrilmiştir. Bu hesaplama sonrasında şirket giderleri oteller bazında aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi şekillenmiştir:

Para Birimi: USD	Euphoria Batumi	K-Business Legend	K-Apartments	K-Intourist	K-Sky	K-City	Toplam
Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri	1.248.138	22.602	170.468	164.038	95.420	9.077	**1.709.743**
Ücretler ve Maaş	1.049.561	19.835	12.461	301.851	137.356	8.511	**1.529.577**
Sarf Malzeme Giderleri	432.368	20.359	-	173.939	62.505	5.708	**694.880**
Kira Giderleri	42.257	-	61.748	167.051	-	115.412	**386.469**
Ürün Satış Maliyeti	303.702	-	-	-	-	-	**303.702**
Yönetim Ücretleri	186.487	-	-	-	-	-	**186.487**
Diğer Giderler	223.355	15.233	538	25.625	11.268	4.855	**280.874**
TOPLAM (Amortisman Hariç)	**3.485.868**	**78.030**	**245.216**	**832.504**	**306.550**	**143.563**	**5.091.731**

Yapılan değerleme çalışmasında tüm oteller bazında doluluk oranları ve ortalama oda satış fiyatları tahmin edilmiştir. Oda fiyatları için ABD enflasyon oranı üzerinden bir artış olacağı öngörülmüştür. ABD doları enflasyonu, değerleme raporumuzun hazırlandığı dönemde en son Ocak ayında açıklanmış olup %2,3 seviyesindedir (Ocak 2020 ABD Consumer Price Index "CPI", Resmi Kaynak: https://www.bls.gov/cpi/ , "U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS").

Bu çerçevede,

1. **Euphoria Batumi:** 2019 yılı ortalama doluluk oranı %52,6 olarak gerçekleşmiştir. Ortalama oda fiyatı ise 62,41 dolar olmuştur. Ortalama oda fiyatlarının yıllık olarak ABD doları enflasyonu kadar (%2,3) artacağı varsayılmıştır. Oda doluluk oranlarının ise her yıl lineer olarak %3 oranında artarak 2023 yılında %64,6 olacağı ve daha sonra %65 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır.
   Bu varsayımlar çerçevesinde oda gelirleri hesaplanmış ve oda gelirleri dışında kalan gelirlerin ise oda gelirlerindeki ile aynı oranda artacağı varsayılmıştır.

Dönem	2019G	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Oda Doluluk Oranı	**52,6%**	**55,6%**	**58,6%**	**61,6%**	**64,6%**	**65,0%**
Ortalama Oda Fiyatı	62,41 USD	63,85 USD	65,31 USD	66,82 USD	68,35 USD	69,92 USD
Satılan Oda Sayısı	71.642 oda	92.299 oda	97.282 oda	102.264 oda	107.246 oda	107.949 oda
Net Satışlar	**6.162.623**	**8.122.198**	**8.757.523**	**9.417.777**	**10.103.769**	**10.403.886**
Oda geliri	4.471.141	5.892.862	6.353.807	6.832.837	7.330.542	7.548.285
Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, yiyecek ve içecek)	978.292	1.289.367	1.390.222	1.495.035	1.603.953	1.651.575
Yiyecek ve İçecek Geliri	314.304	414.245	446.648	480.322	515.308	530.615
Mal Satışından Elde Edilen Gelir	238.952	314.933	339.568	365.169	391.767	403.404
Kira geliri	80.811	106.507	114.838	123.496	132.492	136.427
Diğer Gelir	79.124	104.284	112.441	120.918	129.726	133.579

Satışların maliyeti hesaplanırken kira giderleri dışında kalan diğer tüm giderlerin oda gelirlerindeki artış ile aynı doğrultuda artacağı varsayılmıştır. Euphoria Batumi, şirketin kendi mülkiyetinde olup ödediği kira tutarları ise otele ait olmayan AVM içerisindeki pastane ve ofis için ödenen kiralardır. Giderler aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir:

Dönem	2019G	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	**3.485.868**	**4.581.831**	**4.937.838**	**5.307.798**	**5.692.164**	**5.860.931**
Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri	1.248.138	1.645.017	1.773.692	1.907.415	2.046.352	2.107.135
Ücretler ve Maaş	1.049.561	1.383.297	1.491.500	1.603.948	1.720.780	1.771.893
Sarf Malzeme Giderleri	432.368	569.852	614.426	660.749	708.878	729.934
Kira Giderleri	42.257	43.229	44.224	45.241	46.281	47.346
Ürün Satış Maliyeti	303.702	400.273	431.583	464.121	497.927	512.718
Yönetim Ücretleri	186.487	245.785	265.011	284.990	305.749	314.831
Diğer Giderler	223.355	294.377	317.404	341.334	366.197	377.074

2. **K-Business Legend:** Bu otelin 2019 yılı doluluk oranı %21,2 ve oda ortalama fiyatı ise 39,81 dolar olmuştur. Ortalama oda fiyatlarının yıllık olarak ABD doları enflasyonu kadar (%2,3) artacağı varsayılmıştır. Oda doluluk oranlarının ise her yıl lineer olarak %8,8 oranında artarak 2024 yılında %65 olacağı ve daha sonra %65 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır.
Bu varsayımlar çerçevesinde oda gelirleri hesaplanmış ve oda gelirleri dışında kalan gelirlerin ise olmayacağı ve sıfır kalacağı varsayılmıştır.

Dönem	2019G	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Oda Doluluk Oranı	**21,2%**	**30,0%**	**38,7%**	**47,5%**	**56,2%**	**65,0%**
Ortalama Oda Fiyatı	39,81 USD	40,72 USD	41,66 USD	42,62 USD	43,60 USD	44,60 USD
Satılan Oda Sayısı	8.431 oda	11.917 oda	15.403 oda	18.889 oda	22.374 oda	25.860 oda
Net Satışlar	**336.385**	**485.308**	**641.695**	**805.019**	**975.516**	**1.153.430**
Oda geliri	335.361	485.308	641.695	805.019	975.516	1.153.430
Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, yiyecek ve içecek)	268	0	0	0	0	0
Yiyecek ve İçecek Geliri	4	0	0	0	0	0
Mal Satışından Elde Edilen Gelir	0	0	0	0	0	0
Kira geliri	0	0	0	0	0	0
Diğer Gelir	752	0	0	0	0	0

Satışların maliyeti hesaplanırken kira giderleri dışında kalan diğer tüm giderlerin oda gelirlerindeki artış ile aynı doğrultuda artacağı varsayılmıştır. Kira giderlerinde ise dolar enflasyonu baz alınmıştır.

Dönem	2019G	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	**438.030**	**481.199**	**526.056**	**572.723**	**621.258**	**671.722**
Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri	22.602	32.708	43.248	54.256	65.747	77.738
Ücretler ve Maaş	19.835	28.704	37.954	47.614	57.698	68.221
Sarf Malzeme Giderleri	20.359	29.462	38.956	48.871	59.222	70.023
Kira Giderleri	360.000	368.280	376.750	385.416	394.280	403.349
Ürün Satış Maliyeti	0	0	0	0	0	0
Yönetim Ücretleri	0	0	0	0	0	0
Diğer Giderler	15.233	22.044	29.147	36.566	44.310	52.391

3. **K-Apartments:** Bu otelde 2019 yılında doluluk oranı %78,1 ve ortalama oda fiyatı ise 11,36 dolar olarak gerçekleşmiştir. Yapılan değerleme çalışmasında oda doluluk oranının %78,1'de sabit kalacağı ve ortalama oda fiyatının ise ABD enflasyonu doğrultusunda artacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede oda gelirleri hesaplanmış olup oda dışında kalan "Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir", "Yiyecek ve İçecek Geliri", "Mal Satışından Elde Edilen Gelir" ve "Kira Geliri"nin sıfır olacağı varsayılmıştır. Diğer gelirler ise oda gelirleri ile aynı oranda artacak varsayımı ile tahmin edilmiştir.

Dönem	2019G	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Oda Doluluk Oranı	**78,1%**	**78,1%**	**78,1%**	**78,1%**	**78,1%**	**78,1%**
Ortalama Oda Fiyatı	11,36 USD	11,62 USD	11,88 USD	12,16 USD	12,44 USD	12,72 USD
Satılan Oda Sayısı	15.390 oda	15.390 oda	15.390 oda	15.390 oda	15.390 oda	15.390 oda
Net Satışlar	**175.387**	**179.421**	**183.548**	**187.770**	**192.088**	**196.506**
Oda geliri	174.763	178.782	182.894	187.101	191.404	195.806
Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, yiyecek ve içecek)	0	0	0	0	0	0
Yiyecek ve İçecek Geliri	0	0	0	0	0	0
Mal Satışından Elde Edilen Gelir	0	0	0	0	0	0
Kira geliri	0	0	0	0	0	0
Diğer Gelir	625	639	654	669	684	700

Gider kalemleri, oda gelirleri ile aynı oranda artırılmıştır. Kira giderlerinde ise farklı bir yol izlenmiştir. Bu otelin 2019 yılı içerisinde kiralanmış olması nedeniyle kira kontratında geçen yıllık kira bedelinin tamamı 2019 yılı içerisinde gerçekleşmemiştir. Yıllık kira bedeli 160.000 dolar olup enflasyon ile aynı oranda artırıldığında 2020 yılında 163.680 dolar kira ödeyeceği ve sonraki yıllarda ise enflasyon beklentisi (%2,3) ile aynı oranda artacağı varsayılmıştır.

Dönem	2019G	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	**245.216**	**351.367**	**359.449**	**367.716**	**376.174**	**384.826**
Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri	170.468	174.389	178.400	182.503	186.700	190.995
Ücretler ve Maaş	12.461	12.748	13.041	13.341	13.648	13.962
Sarf Malzeme Giderleri	0	0	0	0	0	0
Kira Giderleri	61.748	163.680	167.445	171.296	175.236	179.266
Ürün Satış Maliyeti	0	0	0	0	0	0
Yönetim Ücretleri	0	0	0	0	0	0
Diğer Giderler	538	551	563	576	590	603

4. **K-Sky:** 2019 yılında ortalama doluluk oranı %38,7 ve ortalama oda fiyatı 67,25 dolar olarak gerçekleşmiştir. Yapılan değerleme çalışmasında doluluk oranlarının her yıl %5,25 artarak 2024 yılında %65 seviyesine ulaşacağı ve ortalama oda birim fiyatlarının ise her yıl enflasyon oranı olan %2,3 artacağı varsayılmıştır. "Yiyecek ve İçecek Geliri" ve "Diğer Gelir"in oda gelirleri ile aynı oranda artacağı ve kalan gelirlerin ise sıfır olacağı varsayılmıştır.

Dönem	2019G	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Oda Doluluk Oranı	**38,7%**	**44,0%**	**49,2%**	**54,5%**	**59,7%**	**65,0%**
Ortalama Oda Fiyatı	67,25 USD	68,80 USD	70,38 USD	72,00 USD	73,66 USD	75,35 USD
Satılan Oda Sayısı	14.278 oda	16.215 oda	18.152 oda	20.089 oda	22.025 oda	23.962 oda
Net Satışlar	**1.025.356**	**1.191.231**	**1.364.193**	**1.544.482**	**1.732.342**	**1.928.027**
Oda geliri	960.244	1.115.585	1.277.564	1.446.404	1.622.335	1.805.594

Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, yiyecek ve içecek)	0	0	0	0	0	0
Yiyecek ve İçecek Geliri	50.203	58.325	66.793	75.620	84.818	94.399
Mal Satışından Elde Edilen Gelir	0	0	0	0	0	0
Kira geliri	0	0	0	0	0	0
Diğer Gelir	14.909	17.321	19.836	22.457	25.189	28.034

Giderler hesaplanırken kira hariç tüm giderlerin oda gelirleri ile aynı oranda artacağı varsayılmıştır. Bu otel için kira kontratında öngörülen tutar yıllık 500.000 dolar olup 2020 ve sonrası için bu tutar enflasyon oranında artırılmıştır.

Dönem	2019G	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	**306.550**	**867.642**	**931.117**	**997.053**	**1.065.529**	**1.136.628**
Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri	95.420	110.857	126.953	143.730	161.213	179.423
Ücretler ve Maaş	137.356	159.577	182.747	206.898	232.064	258.278
Sarf Malzeme Giderleri	62.505	72.617	83.161	94.151	105.603	117.532
Kira Giderleri		511.500	523.265	535.300	547.611	560.207
Ürün Satış Maliyeti	0	0	0	0	0	0
Yönetim Ücretleri	0	0	0	0	0	0
Diğer Giderler	11.268	13.091	14.992	16.973	19.038	21.188

5. **K-Intourist:** Bu otelin 2019 yılı doluluk oranı %45,7 ve ortalama oda fiyatı 64,21 dolardır. Yapılan gelir projeksiyonunda oda fiyatlarının enflasyon oranında (%2,3) ve doluluk oranının ise yıllık %3,85 oranında artacağı ve doluluk oranının 2024 yılında %65 seviyesine ulaşacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede oda gelirleri hesaplandıktan sonra oda dışında kalan gelir çeşitlerinin de oda gelirleri ile aynı oranda artacağı varsayılmıştır.

Dönem	2019G	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Oda Doluluk Oranı	**45,7%**	**49,6%**	**53,4%**	**57,3%**	**61,1%**	**65,0%**
Ortalama Oda Fiyatı	64,21 USD	65,69 USD	67,20 USD	68,74 USD	70,32 USD	71,94 USD
Satılan Oda Sayısı	25.035 oda	27.146 oda	29.256 oda	31.367 oda	33.477 oda	35.588 oda
Net Satışlar	**1.802.078**	**1.998.938**	**2.203.901**	**2.417.235**	**2.639.216**	**2.870.130**
Oda geliri	1.607.454	1.783.054	1.965.881	2.156.175	2.354.183	2.560.158
Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, yiyecek ve içecek)	0	0	0	0	0	0
Yiyecek ve İçecek Geliri	107.085	118.783	130.962	143.639	156.830	170.552
Mal Satışından Elde Edilen Gelir	0	0	0	0	0	0
Kira geliri	40.762	45.215	49.851	54.676	59.697	64.920
Diğer Gelir	46.777	51.887	57.207	62.744	68.506	74.500

Giderler hesaplanırken kira dışındaki giderlerin oda gelirleri ile aynı oranda artacağı varsayılmıştır. Kira giderleri ise 2019 yılı için kontratta 900.000 dolarlık gider belirlenmiş olup bu tutar 2020 ve sonrası için her yıl enflasyon beklentisi ile aynı doğrultuda artırılmıştır.

Dönem	2019G	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	**832.504**	**1.677.262**	**1.774.548**	**1.875.422**	**1.979.998**	**2.088.392**
Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri	164.038	181.958	200.615	220.034	240.240	261.260
Ücretler ve Maaş	301.851	334.826	369.158	404.891	442.074	480.752

Sarf Malzeme Giderleri	173.939	192.940	212.723	233.315	254.741	277.029
Kira Giderleri	167.051	939.114	960.714	982.810	1.005.415	1.028.539
Ürün Satış Maliyeti	0	0	0	0	0	0
Yönetim Ücretleri	0	0	0	0	0	0
Diğer Giderler	25.625	28.424	31.338	34.372	37.528	40.812

6. **K-City:** Bu otel 2019 yılında işletilmiş olup 2020 yılında ise bu otelden vazgeçilmiştir. Bu nedenle bu otel ile ilgili gelir ve giderlerin tamamı sıfır varsayılmıştır.

Faaliyet giderleri hesaplanırken amortisman giderleri hariç olarak tahmin yapılmıştır. Bu kapsamda şirketin amortisman hariç faaliyet giderleri 2.153.025 GEL olup ortalama USD/GEL kuru (2,817989) üzerinden dolara çevrilmiş ve 764.029 dolar faaliyet giderine ulaşılmıştır. Faaliyet giderlerinin her yıl satış gelirleri ile aynı oranda artacağı varsayılarak projeksiyon oluşturulmuştur.

Net işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken öncelikle ortalama alacak tahsil süresi, ortalama stok devir süresi ve ortalama ticari borç ödeme süresi tahmin edilmiştir. Şirketin net işletme sermayesi ihtiyaç tutarı tahmin edilirken 2019 yılındaki ortalama alacak tahsil süresi, ortalama stok devir süresi ve ortalama ticari borç ödeme süresi baz alınmıştır.

Net işletme sermayesi hesaplamasında şirketin UFRS esaslı hesaplanmış mali tabloları kullanılmış olup bu çerçevede ticari alacaklar, stok ve ticari borçlar aşağıda yer almaktadır:

Dönem	**31 Aralık 2018**	**31 Aralık 2019**
Ticari Alacaklar	3.681.586	2.513.743
Stoklar	711.380	864.809
Ticari Borçlar	4.626.500	2.136.206

Şirketin net işletme sermayesi ihtiyacında kullanılan ortalama ticari alacak devir süresi, ortalama stok devir süresi ve ortalama ticari borç devir süresi aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Net İşletme Sermayesi	
Ortalama Ticari Alacaklar	3.097.665
KDV Oranı	18,0%
KDV Hariç Ortalama Ticari Alacaklar	2.625.139
Ticari Alacak Devir Hızı	10,3
Ticari Alacak Devir Süresi (gün)	35,5
Ortalama Stoklar	788.095
Stok Devir Hızı	27,7
Stok Devir Süresi (gün)	13,2
Ortalama Ticari Borçlar	3.381.353,00
KDV Oranı	18,0%
KDV Hariç Ortalama Ticari Borçlar	2.865.553
Ticari Borç Devir Hızı	8,4
Ticari Borç Devir Süresi (gün)	43,6

Tabloda da görüldüğü gibi şirketin 2019/12 dönemi ortalama ticari alacak devir süresi 35,5 gün, ortalama stok devir süresi 13,2 gün ve ortalama ticari borç devir süresi 43,6 gündür. Şirketin gelecek 5 yıl için de ortalama

ticari alacak devir süresi, ortalama stok devir süresi ve ortalama ticari borç devir süresinin bu seviyede kalacağı varsayılmış ve bu süreler üzerinden ortalama ticari alacak, ortalama stok ve ortalama ticari borç hesaplanmıştır. Ortalama ticari alacak ve ortalama stok tutarı toplamından ortalama ticari borç tutarı çıkarılarak şirketin net işletme sermayesi ihtiyaç tutarı tespit edilmiş ve iki dönem arasındaki net işletme sermayesi ihtiyacı farkı, "Net İşletme Sermayesi Değişimi" adı altında serbest nakit akışlarından mahsuplaştırılmıştır.

Dönem	2019G	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Ortalama Ticari Alacak Devir Süresi	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*
Ortalama Stok Devir Süresi	*13,2 gün*	*13,2 gün*	*13,2 gün*	*13,2 gün*	*13,2 gün*	*13,2 gün*
Ortalama Ticari Borç Devir Süresi	*43,6 gün*	*43,6 gün*	*43,6 gün*	*43,6 gün*	*43,6 gün*	*43,6 gün*
Ortalama Ticari Alacaklar	931.565	1.164.332	1.278.437	1.397.175	1.520.699	1.609.070
Ortalama Stoklar	196.569	286.983	307.524	328.859	351.012	365.700
Ortalama Ticari Borçlar	650.645	949.914	1.017.907	1.088.524	1.161.852	1.210.471
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	**477.489**	**501.400**	**568.054**	**637.510**	**709.859**	**764.300**
Net İşletme Sermayesi Değişimi		**23.911**	**66.654**	**69.455**	**72.350**	**54.441**

Yatırım giderleri 2019 yılında 536.619 GEL olarak gerçekleşmiş (Kaynak: JSC Metro Euphoria Hotel Batumi Bağımsız Denetim Raporu) olup ortalama kur üzerinden 190.426 dolar olarak projeksiyona eklenmiştir. Gelecek yıllar için yatırım giderlerinin her yıl net satışlardaki değişim ile aynı oranda artacağı varsayılmıştır.

Amortisman giderlerinin her yıl aynı kalacağı varsayılmıştır. Nakit akışları hesaplaması amortisman hariç hesaplandığı ve ülkede vergi oranı %0 olduğu için amortisman giderleri doğrudan veya dolaylı olarak nakit akışlarında kullanılmamıştır.

İNA Değerleme:

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

Şirketin nakit akışlarının hesaplanmasında şu ana kategoriler baz alınır:

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

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

İndirgenmiş nakit akışları yönteminde şirketin öngörülebilir geleceğindeki nakit akışları tahmin edildikten sonra, sonsuza kadar yaşayacağı varsayılan şirketin ilerleyen yıllarda ise belli bir oranda ("*Devam Eden Değer*

Büyüme Oranı" olarak adlandırılmaktadır) sonsuza kadar nakit akışı üreteceği varsayılır. Tüm bu nakit akışları bugüne indirgendikten sonra mevcut net nakit (veya net borç) ve diğer esas faaliyet dışı bazı unsurları da mahsuplaştırılarak şirketin Pazar Değerine ulaşılır.

Metro Batumi için oluşturulan indirgenmiş nakit akışları yönteminde Metro Batumi'nin serbest nakit akışları tespit edilmiştir. Bu nakit akışlarının yıllara göre tutarları hesaplanmış ve her yılın nakit akışı bugüne indirgenmiştir. Oluşan değerden ise Metro Batumi'nin mevcut bazı varlık ve yükümlülükleri de mahsuplaştırılarak Pazar Değerine ulaşılmıştır.

Değerleme çalışmasında Metro Batumi'nin sonsuza kadar faaliyet göstereceği varsayılmıştır.

Değerlemede kullanılan indirgeme oranı olan "***Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)***", şirketlerin finansal borçlanma oranları ile özsermaye maliyetleri oranının bir bileşimidir. Adından da anlaşılacağı gibi bu iki temel kaynağın ağırlıklı ortalamasını yansıtır. Formülü ise aşağıdaki gibidir:

$$AOSM = k_e x \frac{E}{E+D} + k_d x \frac{D}{E+D}$$

E: Özsermaye $(Equity)$

D: Toplam Finansal Borç $(Debt)$

k_d: Borçlanma Maliyeti (veya Finansal Borçlanma Maliyeti $-$ cost of debt)

k_e: Özsermaye Maliyeti $(cost\ of\ equity)$

Özsermaye maliyetleri ve borçlanma maliyetleri ise aşağıdaki gibi hesaplanır:

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

R_f: Risksiz Getiri Oranı

R_m: Sermaye Piyasası Getiri Beklentisi

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

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

Değerleme çalışmasında Sermaye Piyasası Risk Primi %2,96 olarak alınmıştır. (Kaynak: Damodaran, Adres: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

$$k_d = (Şirketin\ Finansal\ Borçlanma\ Faiz\ Oranı) * (1 - T)$$

T: Ülkedeki kurumlar vergisi oranı

Yukarıda gösterilen formüller, belli bir çalışma düzenine kavuşmuş ve sürdürülebilir bir ilerleme kaydeden firmalar için geçerlidir.

Özsermaye maliyetinin formülü aşağıdaki gibidir:

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

Değerleme ABD Doları bazında yapıldığı için "Risksiz Faiz Oranı" olarak değerleme tarihindeki (31 Aralık 2019) ABD 10 yıllık devlet tahvil faizi (Kaynak: https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019, U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY) baz alınmıştır. Bu oran, 31 Aralık 2019 tarihinde %1,92 seviyesindedir.

Şirketin herhangi bir borsada işlem görmüyor olması ve Gürcistan'da emsal alınabilecek bir firmanın da bulunmuyor olması nedeniyle beta hesaplaması yapılmamış ve beta değeri olarak piyasa ortalaması olan "1" değeri atanmıştır.

Şirketin özsermaye maliyeti hesaplanırken ayrıca ihtiyatlılık gereği şirket risk primi de eklenmiştir. Şirket risk primi olarak %1,25 alınmıştır.

Şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi %6,13 olarak hesaplanmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Özsermaye Maliyeti	
Risksiz Getiri Oranı	1,92%
Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	2,96%
Şirket Risk Primi	1,25%
K_e	**6,13%**
Borçlanma Maliyeti	
Borç Maliyeti	0,00%
Vergi Oranı	0,00%
K_d	**0,0%**
Borç / (Borç + Özkaynak)	0,0%
AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)	**6,13%**

İndirgenmiş nakit akışları yönteminde şirket tarafından hazırlanmış olan verilerden yararlanılmıştır. Bu çerçevede Metro Batumi'nin sunmuş olduğu bilgiler piyasa koşulları çerçevesinde yorumlanmış ve geleceğe dönük tahminler oluşturulmuştur.

Değerleme çalışmasında Metro Batumi'nin 2024 yılına kadar elde edeceği nakit akışları tahmin edilmiştir. Sonraki dönemler için ise sabit bir getiri oranı üzerinden Metro Batumi'nin sonsuza kadar nakit akışı üreteceği varsayılmıştır.

Metro Batumi'nin 31 Aralık 2019 dönemi satış gelirleri 27.003.948 GEL (9.582.702 USD) seviyesinde gerçekleşmiştir. Değerleme tarihi 31 Aralık 2019 olup bu tarihten sonra gerçekleşecek olan nakit akışları tahmin edilmiş ve projeksiyona eklenmiştir.

Şirketin net satışları tahmin edilirken her otel için ayrı bir projeksiyon yapılmış ve satış gelirleri tahmin edilmiştir. Tahminler otellerin doluluk oranları ve ortalama oda fiyatları üzerinden yapılan varsayımlar doğrultusunda oluşturulmuştur. Böylece şirketin gelecek 5 yıllık net satışları oluşturulmuştur.

Satışların maliyetinin net satışlara oranı gelecek 5 yıl için 2019 yılı oranı baz alınmış ve bu oran üzerinden şirketin satışlarının maliyeti tahmin edilmiştir. Kira giderleri dışında kalan tutarlar varsayımlar bölümünde de görüleceği gibi genellikle gelirler ile aynı oranda artırılmış ve kira giderleri ise enflasyon oranında artırılmıştır.

Faaliyet giderleri 2019 yılı verileri baz alınarak ciro artışı üzerinden artırılmıştır.

Vergi hesaplamasında vergi oranı kurumlar vergi oranı olan %0 olarak alınmıştır. Vergi oranı ile birlikte ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de yeniden hesaplanmıştır.

Yukarıdaki işlemler sonucunda Metro Batumi'nin 2024 yılına kadarki nakit akışları hesaplanmıştır. Bu nakit akışları, Metro Batumi'nin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olan %6,13 üzerinden bugüne indirgenmiştir.

İndirgenme tarihi 31 Aralık 2019 olarak dikkate alınmıştır. Böylece nakit akışlarının bugünkü değeri 16.711.811 Dolar olarak hesaplanmıştır.

Değerlemede 2024 yılından sonra ise her yıl belli bir büyüme oranı üzerinden sonsuza kadar faaliyetlerini sürdüreceği varsayılmıştır. Devam Eden Değer Büyüme oranı %1,5 olarak alınmıştır. Bu büyüme oranı üzerinden aşağıdaki formül kullanılarak şirketin Devam Eden Değeri hesaplanmıştır.

Devam Eden Değer Büyüme Oranı (2025 yılı ve sonrası yıllar için) ihtiyatlılık gereği %1,5 olarak varsayılmıştır. ABD'de enflasyon %2,3; 10 yıllık hazine tahvili %1,92 ve 30 yıllık hazine tahvili ise %2,39 (Kaynak: https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019) olup Gürcistan'ın Rusya ile olan ilişkilerinden doğan riskler ve şirketin de riskleri bir arada düşünülerek şirketin devam eden değeri için büyüme oranı %1,5 olarak atanmıştır.

Devam eden değer aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$Devam\ Eden\ Değer = \frac{NA * \frac{1+g}{i-g}}{(1+i)^n}$$

NA: Nakit akışı (2024 yılı)

g: Devam eden değer büyüme oranı (%1,5)

i: İndirgeme Oranı (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)

n: Dönem (5. yıla iskonto edildiği için n=5 alınmıştır.)

$$Devam\ Eden\ Değer = \frac{5.036.013 * \frac{1+\%1,5}{\%6,13-\%1,5}}{(1+\%6,13)^5} = 81.993.805\ USD$$

Bu tutar, Metro Batumi'nin Pazar Değerine eklenmiştir.

Nakit akışlarının bugünkü değeri ve devam eden değer bulunduktan sonra Metro Batumi'nin diğer bazı varlık ve yükümlülükleri ise Pazar Değerinden muhasaplaştırılmıştır. Şirketin mali tabloları UFRS esaslı olup para birimi ise GEL olduğu için bilançoda yer alan varlık ve yükümlülükler 31 Aralık 2019 tarihli kur üzerinden çevrilmiştir. Bu tarih itibariyle 1 GEL = 0,34 USD olarak hesaplanmış ve bilanço buna göre ABD Dolarına çevrilmiştir.

Bu kapsamda:

1. Metro Batumi'nin nakit ve nakit benzeri, Pazar Değerine eklenmiştir. Bunun toplam tutarı 501.220 dolar seviyesindedir.
2. Finansal borçlar sıfırdır.
3. "İlişkili Taraflardan Alacaklar" toplam 308.062 dolar olarak Pazar Değerine eklenmiştir.
4. "Ödenecek Vergi ve Yükümlülükler" toplam 139.033 dolar olup Pazar Değerinden düşülmüştür.

Aşağıda yer aldığı gibi 31 Aralık 2019 tarihi baz alınarak oluşturulan İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine göre Metro Batumi'nin Pazar Değeri 99.375.865 ABD DOLARI hesaplanmıştır.

Metro Batumi, USD

		2018G	2019G	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
EUPHORIA BATUMİ	**Oda Doluluk Oranı**	**37,1%**	**52,6%**	**55,6%**	**58,6%**	**61,6%**	**64,6%**	**65,0%**
	Ortalama Oda Fiyatı		62,41 USD	63,85 USD	65,31 USD	66,82 USD	68,35 USD	69,92 USD
	Satılan Oda Sayısı		71.642 oda	92.299 oda	97.282 oda	102.264 oda	107.246 oda	107.949 oda
	Net Satışlar		**6.162.623**	**8.122.198**	**8.757.523**	**9.417.777**	**10.103.769**	**10.403.886**
	Oda geliri		4.471.141	5.892.862	6.353.807	6.832.837	7.330.542	7.548.285
	Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, yiyecek ve içec		978.292	1.289.367	1.390.222	1.495.035	1.603.933	1.651.575
	Yiyecek ve İçecek Geliri		314.304	414.245	446.648	480.322	515.308	530.615
	Mal Satışından Elde Edilen Gelir		238.952	314.933	339.568	365.169	391.767	403.404
	Kira geliri		80.811	106.507	114.838	123.496	132.492	136.427
	Diğer Gelir		79.124	104.284	112.441	120.918	129.726	133.579
	Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)		**3.485.868**	**4.581.831**	**4.937.838**	**5.307.798**	**5.692.164**	**5.860.931**
	Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri		1.248.138	1.645.017	1.773.692	1.907.415	2.046.352	2.107.135
	Ücretler ve Maaş		1.049.561	1.383.297	1.491.500	1.603.948	1.720.780	1.771.893
	Sarf Malzeme Giderleri		432.308	569.852	614.426	660.749	708.878	729.934
	Kira Giderleri		42.257	43.229	44.224	45.241	46.281	47.346
	Ürün Satış Maliyeti		303.702	400.273	431.583	464.121	497.927	512.718
	Yönetim Ücretleri		186.487	245.785	265.011	284.990	305.749	314.831
	Diğer Giderler		223.355	294.377	317.404	341.334	366.197	377.094
	Operasyonel Kar		**2.676.755**	**3.540.367**	**3.819.685**	**4.109.979**	**4.411.605**	**4.542.955**
K-BUSINESS LEGEND	**Oda Doluluk Oranı**	**14,4%**	**21,2%**	**30,0%**	**38,7%**	**47,5%**	**56,2%**	**65,0%**
	Ortalama Oda Fiyatı		39,81 USD	40,72 USD	41,66 USD	42,62 USD	43,60 USD	44,60 USD
	Satılan Oda Sayısı		8.431 oda	11.917 oda	15.403 oda	18.889 oda	22.374 oda	25.860 oda
	Net Satışlar		**336.385**	**485.308**	**641.695**	**805.019**	**975.516**	**1.153.430**
	Oda geliri		335.361	485.308	641.695	805.019	975.516	1.153.430
	Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, yiyecek ve içec		268,3	0	0	0	0	0
	Yiyecek ve İçecek Geliri		4,3	0	0	0	0	0
	Mal Satışından Elde Edilen Gelir		0,0	0	0	0	0	0
	Kira geliri		0	0	0	0	0	0
	Diğer Gelir		752	0	0	0	0	0
	Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)		**438.030**	**481.199**	**526.056**	**572.723**	**621.258**	**671.722**
	Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri		22.602	32.708	43.248	54.256	65.747	77.738
	Ücretler ve Maaş		19.835	28.704	37.954	47.614	57.698	68.221
	Sarf Malzeme Giderleri		20.359	29.462	38.956	48.871	59.222	70.023
	Kira Giderleri		360.000	368.280	376.750	385.416	394.280	403.349
	Ürün Satış Maliyeti		0	0	0	0	0	0
	Yönetim Ücretleri		0	0	0	0	0	0
	Diğer Giderler		15.233	22.044	29.147	36.566	44.310	52.391
	Operasyonel Kar		**-101.645**	**4.110**	**115.639**	**232.296**	**354.258**	**481.708**
K-APARTMENTS	**Oda Doluluk Oranı**	**29,7%**	**78,1%**	**78,1%**	**78,1%**	**78,1%**	**78,1%**	**78,1%**
	Ortalama Oda Fiyatı		11,36 USD	11,62 USD	11,88 USD	12,16 USD	12,44 USD	12,72 USD
	Satılan Oda Sayısı		15.390 oda	15.390 oda	15.390 oda	15.390 oda	15.390 oda	15.390 oda
	Net Satışlar		**175.387**	**179.421**	**183.548**	**187.770**	**192.088**	**196.506**
	Oda geliri		174.763	178.782	182.894	187.101	191.404	195.806
	Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, yiyecek ve içec		0	0	0	0	0	0
	Yiyecek ve İçecek Geliri		0	0	0	0	0	0
	Mal Satışından Elde Edilen Gelir		0	0	0	0	0	0
	Kira geliri		0	0	0	0	0	0
	Diğer Gelir		625	639	654	669	684	700
	Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)		**345.216**	**351.367**	**359.449**	**367.716**	**376.174**	**384.826**
	Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri		170.468	174.389	178.400	182.503	186.700	190.995
	Ücretler ve Maaş		12.461	12.748	13.041	13.341	13.648	13.962
	Sarf Malzeme Giderleri		0	0	0	0	0	0
	Kira Giderleri		61.748	163.680	167.445	171.296	175.236	179.266
	Ürün Satış Maliyeti		0	0	0	0	0	0
	Yönetim Ücretleri		0	0	0	0	0	0
	Diğer Giderler		518	551	563	576	590	603
	Operasyonel Kar		**-69.829**	**-171.946**	**-175.901**	**-179.947**	**-184.085**	**-188.319**

K-SKY	**Oda Doluluk Oranı**	**38,7%**	**44,0%**	**49,2%**	**54,5%**	**59,7%**	**65,0%**
	Ortalama Oda Fiyatı	67,25 USD	68,80 USD	70,38 USD	72,00 USD	73,66 USD	75,35 USD
	Satılan Oda Sayısı	14.278 oda	16.215 oda	18.152 oda	20.089 oda	22.025 oda	23.962 oda
	Net Satışlar	**1.025.356**	**1.191.231**	**1.364.193**	**1.544.482**	**1.732.342**	**1.928.027**
	Oda geliri	960.244	1.115.585	1.277.564	1.446.404	1.622.335	1.805.594
	Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, yiyecek ve içec	0	0	0	0	0	0
	Yiyecek ve İçecek Geliri	50.203	58.325	66.793	75.620	84.818	94.399
	Mal Satışından Elde Edilen Gelir	0	0	0	0	0	0
	Kira gelri	0	0	0	0	0	0
	Diğer Gelir	14.909	17.321	19.836	22.457	25.189	28.034
	Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	**306.550**	**867.642**	**931.117**	**997.053**	**1.065.529**	**1.136.626**
	Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri	95.420	110.857	126.983	143.730	161.213	179.423
	Ücretler ve Maaş	137.356	159.577	182.747	206.898	232.064	258.278
	Sarf Malzeme Giderleri	62.505	72.617	83.161	94.151	105.603	117.532
	Kira Giderleri		511.500	523.265	535.300	547.611	560.207
	Ürün Satış Maliyeti	0	0	0	0	0	0
	Yönetim Ücretleri	0	0	0	0	0	0
	Diğer Giderler	11.268	13.091	14.992	16.973	19.038	21.188
	Operasyonel Kar	**718.806**	**323.589**	**433.077**	**547.429**	**666.813**	**791.399**
K-INTOURIST	**Oda Doluluk Oranı**	**45,7%**	**49,6%**	**53,4%**	**57,3%**	**61,1%**	**65,0%**
	Ortalama Oda Fiyatı	64,21 USD	65,69 USD	67,20 USD	68,74 USD	70,32 USD	71,94 USD
	Satılan Oda Sayısı	25.035 oda	27.146 oda	29.256 oda	31.367 oda	33.477 oda	35.588 oda
	Net Satışlar	**1.802.078**	**1.998.938**	**2.203.901**	**2.417.235**	**2.639.216**	**2.870.130**
	Oda geliri	1.607.454	1.783.054	1.965.881	2.156.175	2.354.183	2.560.158
	Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, yiyecek ve içer	0	0	0	0	0	0
	Yiyecek ve İçecek Geliri	107.085	118.783	130.962	143.639	156.830	170.552
	Mal Satışından Elde Edilen Gelir	0	0	0	0	0	0
	Kira gelri	40.762	45.215	49.851	54.676	59.697	64.920
	Diğer Gelir	46.777	51.887	57.207	62.744	68.506	74.500
	Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	**832.504**	**1.677.262**	**1.774.548**	**1.875.422**	**1.979.998**	**2.088.392**
	Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri	164.038	181.958	200.615	220.034	240.240	261.260
	Ücretler ve Maaş	301.851	334.826	369.158	404.891	442.074	480.752
	Sarf Malzeme Giderleri	173.939	192.940	212.723	233.315	254.741	277.029
	Kira Giderleri	167.051	939.114	960.714	982.810	1.005.415	1.028.539
	Ürün Satış Maliyeti	0	0	0	0	0	0
	Yonetim Ucretleri	0	0	0	0	0	0
	Diğer Giderler	25.625	28.424	31.338	34.372	37.528	40.812
	Operasyonel Kar	**969.574**	**321.677**	**429.353**	**541.813**	**659.219**	**781.738**
K-CITY	**Oda Doluluk Oranı**	**10,5%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**
	Ortalama Oda Fiyatı	21,02 USD	0,00 USD	0,00 USD	0,00 USD	0,00 USD	0,00 USD
	Satılan Oda Sayısı	3.833 oda	0 oda	0 oda	0 oda	0 oda	0 oda
	Net Satışlar	**80.572**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
	Oda geliri	80.575	0	0	0	0	0
	Tur Paketlerinden Elde Edilen Gelir (Oda, yiyecek ve içe	0	0	0	0	0	0
	Yiyecek ve İçecek Geliri	106	0	0	0	0	0
	Mal Satışından Elde Edilen Gelir	0	0	0	0	0	0
	Kira gelri	0	0	0	0	0	0
	Diğer Gelir	191	0	0	0	0	0
	Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	**143.563**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
	Oda ve Yiyecek & İçecek Giderleri	9.077	0	0	0	0	0
	Ücretler ve Maaş	8.511	0	0	0	0	0
	Sarf Malzeme Giderleri	5.708	0	0	0	0	0
	Kira Giderleri	115.412	0	0	0	0	0
	Ürün Satış Maliyeti	0	0	0	0	0	0
	Yönetim Ücretleri	0	0	0	0	0	0
	Diğer Giderler	4.855	0	0	0	0	0
	Operasyonel Kar	**-62.691**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

Net İşletme Sermayesi							
	Ortalama Ticari Alacak Devir Süresi	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*	*35,5 gün*
	Ortalama Stok Devir Süresi	*13,2 gün*	*13,2 gün*	*13,2 gün*	*13,2 gün*	*13,2 gün*	*13,2 gün*
	Ortalama Ticari Borç Devir Süresi	*43,6 gün*	*43,6 gün*	*43,6 gün*	*43,6 gün*	*43,6 gün*	*43,6 gün*
	Ortalama Ticari Alacaklar	931.565	1.164.332	1.278.437	1.397.175	1.520.699	1.609.070
	Ortalama Stoklar	196.569	286.983	307.524	328.859	351.012	365.700
	Ortalama Ticari Borçlar	650.645	949.914	1.017.907	1.088.524	1.161.852	1.210.471
	Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	**477.489**	**501.400**	**568.054**	**637.510**	**709.859**	**764.300**
	Net İşletme Sermayesi Değişimi		**23.911**	**66.654**	**69.455**	**72.350**	**54.441**
	Faaliyet Giderleri		764.029	838.504	916.820	997.876	1.053.864
	Yatırım Giderleri		190.426	209.088	228.508	248.710	263.163
	Amortismanlar		945.581	945.581	945.581	945.581	945.581
	Nakit Akışı		3.039.431	3.907.206	4.036.788	4.588.875	5.036.012
	AOSM	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%
	İskonto Katsayısı	1,00	0,94	0,89	0,84	0,79	0,74
	AOSM						
	İndirgenmiş Nakit Akımı		**2.863.875**	**3.113.759**	**3.376.925**	**3.617.042**	**3.740.210**

İndirgenmiş Nakit Akışları Toplamı	**16.711.811**
Devam Eden Değer	**81.993.805**
Nakit ve Nakit Benzeri	**501.220**
Toplam Finansal Borç	**0**
İlişkili Taraflardan Alacaklar	**308.062**
Ödenecek Vergi ve Yükümlülükler	**-139.033**
İNA Değeri	**99.375.865**

4.3.2. Maliyet Yaklaşımı

Toplama Yöntemi:

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

Toplama yönteminin temel adımları:

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

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

şeklindedir.

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

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

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

Metro Batumi'nin mali tablolarının UFRS esaslı tutulmuştur. UFRS esaslı tutulmuş olması nedeniyle varlıklar ve yükümlülükler için uygun düzeltme kayıtları yapılmıştır. RSM Georgia tarafından 17 Şubat 2020 tarihli "JSC Metro Euphoria Hotel Batumi Bağımsız Denetim Raporu"na göre şirketin 31 Aralık 2019 özkaynak tutarı 68.431.852 GEL'dir.

Bu rapora göre şu hususlar dikkatimizi çekmiştir:

1. Özkaynaklar hesaplanırken ödenmiş sermaye ve dağıtılmamış karların toplamı dikkate alınmış ve gayrimenkul değer artışı vb. eklemeler olmamıştır.
2. Gayrimenkullerin değerleri maliyet esaslı alınmıştır. Gayrimenkuller için değerleme raporu kullanılmamıştır.
3. Kira sözleşmeleri ile ilgili "Haklar" bölümünde 17.676.143 GEL kadarlık bir değer yazılmıştır. Bunun karşılığı olarak kısa vadeli karşılıklar ve uzun vadeli karşılıklar ayrılmıştır (Mali tablolarda "Kira Karşılıkları" olarak gösterilmiştir.).

Yukarıda yer alan nedenlerden ötürü Toplama yöntemine göre yapılan değerlemede herhangi bir düzeltme işlemine gerek duyulmamış ve şirketin özkaynak tutarı, Toplama Yöntemine göre yapılan değerlemede Pazar Değeri olarak atanmıştır. Şirketin özkaynak tutarı 68.431.852 GEL olup 0,34 GEL/USD çevirme oranı üzerinden özkaynakları 23.266.830 dolar hesaplanmıştır.

Bu çerçevede Toplama Yöntemine göre *Metro Batumi'nin* Pazar Değeri 23.266.830 ABD Doları hesaplanmıştır.

Metro Batumi'nin Pazar Değeri hesaplamasında şirket tarafından sunulan gayrimenkul değerleme raporları bulunmasına rağmen bu raporlar değerleme çalışmamızda kullanılmamıştır. Şirket tarafından sunulmuş olan Metro Euphoria Hotel Batumi için hazırlanan "VALUATION OF THE 5 STAR HOTEL WITH RESTAURANT & CONFERENCE VENUE WITH TOTAL AREA EXTENDING TO 60,000 SQ.M" raporu incelenmiş ve bu raporda yer alan verilerin doğruluğu teyit edilemediği için bu rapor Toplama yöntemine göre yapılan değerlemede kullanılmamıştır.

Raporda teyit edilememiş hususlar şu şekildedir:

1. Otel doluluk oranının gelecek 5 yıl içerisinde %74,5 seviyesine çıkacağı öngörülmüş olup otelin geçmişinde böyle bir orana ulaşılmamış olması ve aynı şekilde yer alan emsal sayılabilecek farklı otellerin böyle bir doluluk oranına ulaşıp ulaşmadığı teyit edilememiştir.
2. Raporda oda birim fiyatları ilk yıl için 121,92 dolar olarak öngörülmüştür. Bu bilginin doğruluğu teyit edilememiştir.

Yukarıdaki sebeplerden ötürü ilgili gayrimenkul değerleme raporu Toplama Yönteminde kullanılmamıştır.

5. SONUÇ

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

Metro Batumi Pazar Değeri

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

Yöntem	Hesaplanan PD	Ağırlık	Ağırlıklı PD
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	99.375.865	100%	99.375.865
Toplama Yöntemi	23.266.830	0%	0
PAZAR DEĞERİ			**99.375.865**

Yapılan değerleme çalışması sonucunda **Metro Batumi'nin Pazar Değeri 99.375.865 ABD Doları olarak tespit edilmiştir.**

5.2. Kullanılan değer esası

Metro Batumi'nin değerlemesinde Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi) ve Maliyet Yaklaşımı (Toplama Yöntemi) kullanılmıştır. Metro Batumi'nin faaliyet halinde olması nedeniyle bu iki yöntem kullanılmış olup şirketin Borsa'da emsali bir firmanın işlem görmüyor olması nedeniyle Pazar Yaklaşımı kullanılmamıştır.

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

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

YEDİTEPE BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.

Mehmet Nadi Abbasoğlu
Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM
20 Şubat 2020, İstanbul, Türkiye

Kenan Çılman
Denetçi Yardımcısı

6. RAPOR EKLERİ

- Beyan
- Bağımsız Denetim Raporu
- Değerleme Sözleşmesi
- Kira sözleşmeleri
- Gayrimenkul Değerleme Raporu

Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.

PRAXITY
Empowering Business Globally

BEYAN

Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı ile oluşturulan *"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar"*da belirtilen gayrimenkul dışındaki varlıkları değerlemeye yetkili kuruluşlara ilişkin aşağıda sayılan nitelikleri sağladığımızı beyan ederiz.

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar

I- Gayrimenkul dışındaki varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki değerleme hizmeti aşağıdaki kuruluşlar tarafından yerine getirilir:

1. Denetçi yardımcıları hariç olmak üzere en az 15 adet denetim personeli ve değerlemeyi gerçekleştirecek en az 1 adet "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip personeli bulunan sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşları veya bu nitelikteki bağımsız denetim kuruluşlarının üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 personeli bulunan danışmanlık şirketleri (Danışmanlık Şirketi).
2. Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilen ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 çalışanı olan aracı kurumlar.
3. Değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 5 personeli bulunan kalkınma ve yatırım bankaları.

II- Yukarıda belirtilen koşulları sağlayan kurum ve kuruluşların sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki değerleme hizmetini yerine getirebilmesi için;

i) Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip olması,
ii) Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunması,
iii) Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olması,
iv) Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunması,
v) Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olması, zorunludur.

Mehmet Nadi Abbasoğlu

Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM

20 Şubat 2020, Istanbul, Turkiye

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Tarih : 28.05.2010

No : 800919

SERMAYE PİYASASINDA BAĞIMSIZ DENETİM LİSANSI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VIII, No:34 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i uyarınca

Mehmet Nadi ABBASOĞLU

Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Lisansını almaya hak kazanmıştır.

İlkay ARIKAN
GENEL SEKRETER

E.Nevzat ÖZTANGUT
BAŞKAN

SPL
Sermaye Piyasası

Tarih : 10.06.2015 No : 203990

SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ
DÜZEY 3 LİSANSI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i (VII-128.7) uyarınca

Kenan ÇILMAN

Sermaye Piyasası Faaliyetleri [illegible] Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Levent HANLIOĞLU
LİSANSLAMA VE SİCİL MÜDÜRÜ

Tuba ERTUGAY YILDIZ
GENEL MÜDÜR (V)