

AKTAY TURİZM YATIRIMLARI VE İŞLETMELERİ A.Ş.

30 EYLÜL 2013 İTİBARI İLE DEĞERLEME RAPORU

Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. Yönetim Kurulu'na;

Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.'nin (Şirket) 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla Şirket değerinin tespitine ilişkin raporumuzu hazırlamış bulunmaktayız. Bu raporun amacı, Şirket'in makul piyasa değerinin belirlenmesinde Yönetim Kurulunuza yardımcı olmaktır. Çalışmamız, belirli bir satış veya alım teklifinde bulunmaya değil, Yönetim Kurulunuzun karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir.

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

Değerleme çalışmalarımız genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme danışmanlık çalışması, Şirket yönetimi tarafından sağlanan 30 Eylül 2013 tarihli yasal ve denetlenmemiş mali tablolar ve Şirket'e ilişkin iş planının incelenmesi, değerlendirme tarihinde mevcut olan ekonomik ve piyasa şartlarının değerlendirilmesi, Şirket'in mevcut performansının ve gelecekle ilgili beklentilerinin analiz edilmesi ve tartışılması ile sınırlıdır.

Uluslararası Değerleme Standartları'na göre bir şirketin hisselerinin piyasa değeri, değerlendirme tarihi itibarıyla, herhangi bir etki (baskı) altında olmayan ve piyasa gerçeklerinden haberdar olan, istekli bir alıcı ve istekli bir satıcı arasında el değiştirmeye esas değerdir. Bu raporun amacı, muhtemel bir hisse alışı veya satışı halinde, taraflar arasındaki görüşmelere temel teşkil edebilecek bir değer belirlenmesine dayanak teşkil etmektir. Ancak bir şirketin değerinin, en son istekli bir alıcı ve satıcı ile tarafımızdan hesaba katılamayan diğer etkenlerin ayrı ayrı ve/veya birlikte dikkate alınarak belirleneceği de açıktır.

Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, Şirket yönetiminin sorumluluğundadır.

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

Şirket'in değerlendirme çalışması hem İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi, hem de Net Aktif Değer yöntemi kullanılarak yapılmıştır.

Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.'nin piyasa değeri, raporun ilgili bölümlerinde açıklanan varsayım ve sınırlamaların çerçevesinde **333.982 Bin TL** olarak hesaplanmıştır.

Bu raporun sonuçları başka amaçlı hisse alım veya satımında, halka arzda ve/veya azınlık hisselerinin satışında oluşabilecek değerlere göre önemli farklılık gösterebilir. Bu nedenle raporumuzun amaçlanan kapsamı dışında kullanılması yanıltıcı sonuçlar doğurabilir. Bu tür sonuçlardan Şirketimiz veya çalışanları hiçbir şart ve şekilde sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece yukarıda birinci paragrafta belirtilen amaç ile ilgili olarak bilginiz için hazırlanmış olup başka bir amaç için kullanılamaz. Başka şahıslar tarafından kullanılması durumunda Yeditepe Bağımsız Denetim A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, ilişikteki "Genel Varsayımlar ve Sınırlamalar"a tabidir.

Saygılarımızla,

Yeditepe Bağımsız Denetim Anonim Şirketi

Member Firm of Praxity

Global Alliance of Independent Firms


Okul Sok. No:1 Altunizade Sitesi E Blok D:16 Altunizade
Üsküdar/İST. Tel: (0216) 327 62 62 Fax: (0216) 327 62 63
Üsküdar V.D. 946 022 2817

Mehmet SAAT

Sorumlu Ortak Başdenetçi

23 Ocak 2014, İstanbul, Türkiye

1. GENEL VARSAYIMLAR VE SINIRLAMALAR

Genel Varsayımlar

- a) Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.'nin 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla hisse değeri indirgenmiş "Nakit Akımları Yöntemi" kullanılarak hesaplanırken Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.'nin 2022 yılına kadar yaratacağı nakit akımı belli bir iskonto oranı ile 30 Eylül 2013 tarihine indirgenmiştir.
- b) Şirket'in 2022 yılından sonra, yıllık %3 sabit büyüme oranıyla sonsuza kadar faaliyetlerine devam edeceği varsayılmıştır. "Devam Eden Değer" bu varsayıma göre hesaplanmıştır.
- c) Şirket'in Net Aktif Değer yöntemi kullanılarak değeri hesaplanırken, uzmanlar tarafından Şirket'in sahip olduğu gayrimenkule verilen değer varsayımları kullanılmıştır.
- d) Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu varsayılmaktadır. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu ve üzerlerindeki ipotek, irtifak v.b. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- e) Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- f) Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- g) Finansal projeksiyonlar ve gerçekleşen sonuçlar çoğu zaman birebir uyumsuz, tahmin edilenle farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemez değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerleme çalışmamız 2013 Ekim ayı ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- h) Bu rapor sadece belirtilen amaç için hazırlanmış olup, herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Belirtilen amaç dışı kullanımdan dolayı bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır.
- i) Şirket gerek ortakları arasındaki anlaşmazlıklarla ilgili gerekse de faaliyetleriyle ilgili çeşitli davalara muhataptır. Bir sonraki paragrafta detayı belirtilen davaların Şirket işleyişine ve nakit akımına parasal etkileri gözardı edilmiş, ancak değerleme metodları seçimi ve dolayısıyla nihai Şirket değerinin tespitine etkisi gözönünde bulundurulmuştur.

Şirket ortaklarında Aytur Turizm Yatırım İşletme Sanayi ve Ticaret A.Ş., diğer ortaklar arası toplam %20,2 oranındaki hisse devri iptali için dava açmış ve sözkonusu hisselerin bedeli

mukabilinde kendine devrini talep etmiş ve mahkeme tarafından sözkonusu hisseler üzerinde ihtiyati tedbir kararı verilmiştir ve mahkeme süreci halen devam etmektedir. Nihai mahkeme sürecinde Aytur Turizm Yatırım İşletme Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin davayı kazanması halinde hakim ortaklık yapısının değişeceği, ve bunun Şirket faaliyetlerine ve kiralama sürecine etkisi olabilecektir.

Diğer yandan, sözkonusu ihtilafın sulh yoluyla çözümü yönünde Şirket ortağı Özak GYO A.Ş. 22 Ocak 2014 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'na özel durum açıklaması yaparak davacı ortağın elinde bulunan diğer hisseleri de devralma görüşmeleri yaptığını açıklamıştır.

Projeksiyon Dönemi

- Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 01 Ekim 2013 ile 31 Aralık 2021 dönemi olmak üzere yaklaşık 7 yıl olarak belirlenmiştir.
- Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. yönetimi tarafından verilen finansal ve operasyonel bilgiler ve yönetim tarafından hazırlanan 01 Ekim 2013 ile 31 Aralık 2021 arası finansal projeksiyonlar ile 31 Aralık 2012 ve 30 Eylül 2013 tarihli mali tablolara dayalı olarak yapılmıştır.

Para Birimi

- Aksi belirtilmedikçe, tüm tutarlar TL olarak sunulmuştur. Ancak, İndirgenmiş Nakit Akımları metodunda Şirket gelirinin tamamının USD endeksli olması nedeniyle projeksiyonlar USD bazında yapılmış ve bulunan Şirket değeri 30 Eylül 2013 itibariyle cari kur üzerinden Türk Lirası'na çevrilmiştir.

Diğer Varsayımlar ve Sınırlamalar

- Şirket'in, değerleme çalışmamızda kullanılan 31 Aralık 2012 ve 30 Eylül 2013 tarihli mali tabloları Vergi Usul Kanunu ve ilgili vergi mevzuatına göre hazırlanmış olup bağımsız denetimden geçmemiştir.
- Ekonomik şartlarda olağandışı kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
- Cari mevzuat çerçevesinde, yabancı sermayenin ithalatına engel teşkil eden herhangi bir kısıtlama olmayacağı, bankaların kredi şartlarında önemli oranda bir zorlaştırıcı düzenleme yapılmayacağı varsayılmaktadır.
- Projeksiyon süresince görevde olacak olan Türkiye Hükûmetleri'nin, kararlı bir politika izleyeceği varsayılmıştır.
- Şirket'in asgari olarak mevcut faaliyetlerine aynen devam edeceği varsayılmıştır.
- Bu değerleme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.

- g) Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.
- h) Çalışmamız, hisse değeri, projeksiyonların gerçekleştirilebilirlikleri veya projeksiyonlara temel teşkil eden varsayımların dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir.

2. KULLANILAN KAYNAKLAR

- a) Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.'nin 31 Aralık 2012 ve 30 Eylül 2013 tarihleri itibariyle bağımsız denetimden geçmemiş mali tabloları.
- b) Şirket'in yönetiminden temin edilen operasyonel bilgiler.
- c) Şirket yönetimi tarafından hazırlanmış olan faaliyet projeksiyonları.
- d) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın ilan ettiği hisse senetleri piyasası değerlendirme oranları.
- e) Türkiye'de ve dünyada sektöre ilişkin çeşitli kaynaklardan temin edilen istatistiki ve diğer bilgiler.
- f) Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Türkiye Gümrük ve Ticaret Bakanlığı, Türkiye İstatistik Kurumu ve DPT veri kaynakları.

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

3.1. Genel Bilgi

Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. 03.09.2004 tarihinde kurulmuş olup, İkitelli OSB Mah. Özak Cd. 34 Portall Plaza No:1D/17 Başakşehir/İstanbul adresinde faaliyet göstermektedir. İstanbul ticaret siciline 532169 numarasıyla kayıtlıdır.

Şirket'in faaliyet konusu turistik tesis inşaatı ve işletmesidir.

Şirket'in hisseleri Borsa İstanbul'da işlem görmemektedir.

Tarihi değerlere göre Şirket'in ortaklık yapısı 30 Eylül 2013 tarihi itibariyle aşağıdaki gibidir:

Ortakların Adı Soyadı (Ünvanı)	Hisse Payı	Sermayedeki Payı
Özak GYO A.Ş.	57,00%	42.750.000
Aytur Turizm İşl. San. Tic. A.Ş.	32,00%	24.000.000
Ahmet Akbalık	5,68%	4.262.500
İnt-Er Yapı İnş. Tur.San.Tic. A.Ş.	3,37%	2.530.000
Urfi Akbalık	1,94%	1.457.500
TOPLAM	100%	75.000.000

Şirket ortaklarından Özak GYO A.Ş.'ye ait %20,2 oranındaki hisseler üzerinde yine ortaklardan Aytur Turizm İşl. San. Tic. A.Ş. açtığı dava sonucunda ihtiyati tedbir kararı bulunmaktadır.

Değerleme tarihi itibariyle Şirket'in gelirleri sadece aşağıdaki detayları verilen iki adet gayrimenkul üzerinden elde ettiği kira gelirlerinden müteşekkildir.

1 – Antalya ili Serik ilçesi Belek köyü İskele mevkiinde yeralan 90.150 m² yüzölçümlü “Kamu Arazisinin Turizm Yatırımlarına Tahsisi Hakkında Yönetmelik” 16. Maddesi kapsamında Şirket lehine irtifak hakkı tesis yoluyla kesin tahsisi yapılan 480 numaralı parselle bağlı kullanım (üst) hakkı ve aynı arsa üzerinde bulunan “Ela Quality Resort Hotel” binaları, ve

2 – Antalya ili Serik ilçesi Cumalı köyü Boyalı mezarlık mevkiinde yer alan 5 parsel numaralı 8.562 n2 yüzölçümlü arsa ve üzerindeki personel lojmanı olarak kullanılan tesisler.

480 numaralı parselle bağlı üst hakkı 24.06.2005 tarihinden başlayarak 49 yıl süreyle olup 24.06.2054 tarihinde sona erecektir.

Söz konusu her iki gayrimenkul birlikte olarak kiracı Aktay Otel İşletmeciliği A.Ş. ile yapılan kira sözleşmesi kapsamında 24.02.2011 tarihinden itibaren 2 yıl süreyle kiraya verilmiş, daha sonra bu sözleşme süresi bitim tarihinden itibaren 2 yıl daha aynı şartlarda uzatılarak 24.02.2015 tarihine kadar kira sözleşmesi devam edecektir. Kira bedeli yıllık 7 Milyon USD’dir.

Şirket’in söz konusu bu iki gayrimenkulden başka Aydın Didim’de 163.766 m² parsel alanı üzerinde ve Antalya Demre’de 71.000 m² parsel alanı üzerinde tahsis edilen 2 adet üst hakkı daha bulunmaktadır. Şirket 6 Ocak 2014 tarihli Kamuyu Aydınlatma Platformu’na yaptığı özel durum açıklamasında her iki tahsis için de Yatırım Teşvik Belgesi aldığını açıklamıştır. Ancak değerlendirme tarihi itibarıyla her iki yatırım da başlamadığından herhangi bir rayiç değer tespiti yapılmamıştır.

4. MALİ TABLOLAR VE FİNANSAL ANALİZ

4.1. MALİ TABLOLAR

5.1.1. Şirket Bilançoları

	31.Ara.12	30.Eyl.13
	(Bin TL)	(Bin TL)
VARLIKLAR		
DÖNEN		
VARLIKLAR	27.215	38.130
Nakit ve Benzerleri	26.386	34.380
Ticari Alacaklar	587	3.187
Diğer Dönen Varlıklar	242	564
DURAN		
VARLIKLAR	62.580	63.052
Ticari Alacaklar	0	0
Diğer Alacaklar	0	0
Finansal Yatırımlar	4	10
Maddi Duran Varlıklar	61.613	62.320

Maddi Olmayan Duran Varlıklar	338	345
Diğer Duran Varlıklar	625	376
TOPLAM		
VARLIKLAR	89.795	101.183

	30.Eyl.13 (Bin TL)	30.Eyl.13 (Bin TL)
KAYNAKLAR		
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	3.102	3.449
Finansal Borçlar	9	0
Ticari Borçlar	834	783
Diğer Borçlar	2.259	2.667
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0
ÖZ KAYNAKLAR	86.693	97.733
Sermaye	75.000	75.000
Diğer Sermaye ve Kar Yedekleri	3.956	11.325
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	0	367
Net Dönem Karı/Zararı	7.737	11.040
TOPLAM		
KAYNAKLAR	89.795	101.183

5.1.2. Şirket Gelir Tabloları

	31.Ara 2012	30.Eyl 2013
Satış Gelirleri	15.554	12.970
Satışların Maliyeti (-)	-6.083	-4.578
BRÜT KAR/ZARAR	9.470	8.392
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-5	-5
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.160	-2.168
Diğer Faaliyet Gelirleri	5	588

Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-33	-182
FAALİYET GİDERLERİ (NET)	-1.194	-1.766
FAALİYET KARI/ZARARI	8.276	6.626
Finansal Gelirler	1.457	4.783
Finansal Giderler (-)	-1.997	-368
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	7.737	11.040
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	0	0
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	7.737	11.040
DÖNEM KARI/ZARARI	7.737	11.040

6. İŞ PLANI VARSAYIMLARI VE TAHMİNLER

Şirket'in halen devam etmekte olan faaliyetlerine dair 2013 Ekim ayından başlayarak ciro ve gider tahminleri şirket yönetimince yapılmıştır.

Şirket'in tek gelir kaynağı olan halihazırdaki kira sözleşmesi süresinin aynı şartlarla uzatılacağı varsayılmıştır.

Tahmini projeksiyon dönemi boyunca Kurumlar Vergisi oranı %20 olarak kabul edilmiştir. Ancak, Şirket'in yatırım indirimi gözönünde bulundurulmuştur.

Şirket yönetimi tarafından hesaplanan amortisman tutarlarının doğru olduğu varsayılmıştır.

Şirket'in yıllık yaklaşık USD 1 Milyon tutarında sabit kıymet yenileme harcaması yapacağı varsayılmıştır.

Şirket'in tahsisli arsa için her yıl Milli Emlak Müdürlüğü'ne ödemesi gereken ciro payını kira sözleşmesi gereği kiracıya yüklediğinden bu yükümlülük gözardı edilmiştir.

Şirket'in giderlerinin USD bazında her yıl ortalama %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

Şirket'in otel işletmesinden alacağı %3 ciro payı hesabında otel işletmesine ait gelir tablosu projeksiyonu baz alınmıştır.

7. DEĞERLEME METODOLOJİLERİ VE ANALİZ

Şirket değerlemesi çalışmaları;

- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi
- Net Aktif Değer Yöntemi

kullanılarak aşağıda açıklandığı şekilde gerçekleştirilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yönteminde tüm nakit akımları için projeksiyon oluşturulmuş olup, Şirket'e kalan Serbest Nakit Akımları (FCFF) tespit edilmiştir.

8.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA Yöntemi)

8.1.1. Yöntemin Tanımı

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi'nde, şirketin gelecek yıllarda faaliyetlerinden elde edeceği tahmin edilen serbest nakit akışlarının bugünkü değerlerine ulaşmak için, söz konusu nakit akışları, "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" oranı ile iskonto edilmektedir.

İNA analizinde projeksiyon dönemi, işletmenin istikrarlı kazanç seviyesine ulaşmasına imkan tanıyacak uzunlukta olmalıdır ya da konjonktürel endüstrilerde komple işletme dönemini yansıtacak şekilde olmalıdır. Genellikle 5 yıllık bir tahmini dönem gerekir, ancak bu endüstri ve sektöre göre değişkenlik gösterebilir.

Tahmin süresinin sonunda, şirketin nihai değeri hesaplanarak, serbest nakit akışlarının bugünkü değerine eklenir. Çıkan toplam, şirketin bugünkü değerini gösterir. Nihai değeri hesaplarken, şirketin tahmini dönem sonrasındaki büyüme potansiyeline dikkat edilmesi gerekir. Nihai değer hesaplanma yöntemlerinden biri olan sabit büyüme modelinde, tahmini dönemin en son yılında beklenen nakit akımına daha sonraki yıllar için sabit büyüme seviyesi uygulanarak bu büyüme oranının nihai olarak devam ettiği farz edilir.

Gelecek yıllardaki nakit akımının indirgendiği oran ("İndirgeme Oranı") nakit akımlarının zaman değerini gösterdiği gibi işletmenin gelecek operasyon risklerini de yansıtmalıdır. İNA'nın mantıklı bir değerlendirme figürü üretebilmesi için, söz konusu nakit akımı tahminlerinin kalitesi çok önemlidir. Zira indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup, bu oran mevcut borçlanma yapısına karşılık istenilen/hedeflenen finanse etme yapısını gösterir. Bu indirgeme oranı borçtan arındırılmış nakit akımına uygulanır ve işletmenin değeri bulunur.

Bu yöntemle kullanılan denklem aşağıda gösterilmiştir.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum \frac{CF_i(1+R)^i}{(1+R)^i}$$

CF = (i) yılı için serbest nakit akışı

R = iskonto oranı

G = nakit akışının büyüme hızını göstermektedir.

Yukarıdaki denklem projeksiyon dönemi boyunca oluşan yıllık serbest nakit akışlarının bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamını ifade etmektedir.

8.1.2. İndirgeme Oranının Hesaplanması

İndirgeme Oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti esas alınarak hesaplanmaktadır. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ise aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Risksiz faiz oranı

Risksiz faiz oranı olarak Eylül 2013 itibariyle FED 30 yıllık borçlanma tahvilleri faiz oranı olan 3.70% alınmıştır.

Ülke risk primi olarak piyasada genel kabul gören ve kullanılan 2.8% oranı kabul edilmiştir.

Özsermaye piyasa risk primi

Piyasa risk primi, 2003-2013 yılları arasındaki risksiz getiri ile IMKB (BIST) ortalama getirisinin karşılaştırılması suretiyle bulunmuştur.

Tarih	Tahvil	Vade	Getiri	XU100 getiri endeksi	Risksiz Getiri Endeksi
25.03.2003	TRT030304T26	03.03.2004	70%	10.228	1.000
25.06.2003	TRT070704T10	07.07.2004	51%	12.192	1.178
25.09.2003	TRT220904T27	22.09.2004	34%	15.809	1.333
25.12.2003	TRT260105T12	26.01.2005	26%	20.572	1.448
25.03.2004	TRT240805T17	24.08.2005	22%	23.206	1.543
25.06.2004	TRT051005T16	05.10.2005	27%	20.004	1.632
27.09.2004	TRT120406T14	12.04.2006	24%	25.866	1.748
27.12.2004	TRT050706T10	05.07.2006	21%	28.533	1.855
25.03.2005	TRT270906T12	27.09.2006	17%	29.613	1.949
27.06.2005	TRT240107T12	24.01.2007	16%	32.164	2.037
26.09.2005	TRT070307T11	07.03.2007	15%	40.122	2.121
26.12.2005	TRT270607T14	27.06.2007	14%	46.992	2.203
27.03.2006	TRT190111T13	19.01.2011	14%	51.098	2.280
26.06.2006	TRT190111T13	19.01.2011	21%	39.781	2.358
25.09.2006	TRT190111T13	19.01.2011	21%	44.748	2.484
25.12.2006	TRT130808T17	13.08.2008	21%	47.623	2.614
26.03.2007	TRT190111T13	19.01.2011	19%	52.936	2.754

Tarih	Tahvil	Vade	Getiri	XU100 getiri endeksi	Risksiz Getiri Endeksi
25.06.2007	TRT070312T14	07.03.2012	17%	56.419	2.884
25.09.2007	TRT070312T14	07.03.2012	16%	66.187	3.010
25.12.2007	TRT260912T15	26.09.2012	16%	69.104	3.133
25.03.2008	TRT260912T15	26.09.2012	19%	51.316	3.264
25.06.2008	TRT260912T15	26.09.2012	22%	47.743	3.423
25.09.2008	TRT280813T13	28.08.2013	19%	45.453	3.617
25.12.2008	TRT150212T15	15.02.2012	14%	33.287	3.794
25.03.2009	TRT031110T10	03.11.2010	14%	32.318	3.927
25.06.2009	TRT020211T11	02.02.2011	12%	47.412	4.069
25.09.2009	TRT060814T18	06.08.2014	11%	63.072	4.196
25.12.2009	TRT060814T18	06.08.2014	11%	67.347	4.311
25.03.2010	TRT150120T16	15.01.2020	11%	73.733	4.431
25.06.2010	TRT250112T14	25.01.2012	9%	74.838	4.552
27.09.2010	TRT150120T16	15.01.2020	9%	86.538	4.658
27.12.2010	TRT150120T16	15.01.2020	9%	88.576	4.766
25.03.2011	TRT150120T16	15.01.2020	9%	87.215	4.869
27.06.2011	TRT150120T16	15.01.2020	10%	84.705	4.988
26.09.2011	TRT150120T16	15.01.2020	10%	78.032	5.109
26.12.2011	TRT150120T16	15.01.2020	10%	71.519	5.234
26.03.2012	TRT120122T17	12.01.2022	10%	84.051	5.362
25.06.2012	TRT120122T17	12.01.2022	9%	84.191	5.493
25.09.2012	TRT140922T17	14.09.2022	8%	94.130	5.616
25.12.2012	TRT140922T17	14.09.2022	7%	109.023	5.735
25.03.2013	TRT080323T10	08.03.2023	7%	116.650	5.831
25.06.2013	TRT080323T10	08.03.2023	9%	103.406	5.938
25.09.2013	TRT080323T10	08.03.2023	9%	108.777	6.071

Son 10 yıllık dönemde ortalama piyasa getirisi 25,2%
 Son 10 yıllık dönemde ortalama risksiz getiri 18,7%
Piyasa risk primi 6,50%

Beta

Piyasada gözlemlenen betalar gerçek finansal yapıyı yansıtmaktadır. Bir şirketin İNA analizini yaparken, piyasada gözlemlenen betanın finansal yapı üzerindeki etkisi için önce borcun özsermayeye olan oranı ile

çarpılıp vergiden arındırılması gerekir; sonra da hedef şirketin borcunun özsermayeye olan oranı temel alınan aktif betasının borcun özsermayeye olan oranı ile çarpılıp vergiden arındırılmalıdır.

Şirket'in betası, Borsa İstanbul'da kote 7 adet benzer kira getirisi olan hisse senetlerine ait betalar, kaldıraç oranları ile adapte edilerek aşağıdaki gibi bulunmuştur.

	Finansal Borç	Piyasa Değeri	Beta PD	Borç/PD	Kaldıraçsız Beta PD
SNGYO	1.097	630	1,62	1,74	0,68
PEGYO	59	42	1,11	1,42	0,52
AVGYO	0	40	0,17	0,00	0,17
TSGYO	137	138	0,67	1,00	0,37
YGYO	877	120	1,18	7,31	0,17
AKMGY	4	535	0,92	0,01	0,91
MRYO	114	48	0,74	2,35	0,26
Toplam	2.289	1.553	1,18	1,47	0,54

Şirket'in projeksiyonlarına finansal borç öngörülmediği için Şirket'in betası kaldıraçsız betaya eşit olarak alınmıştır.

Sonuç

2013-2021 yedi yıllık projeksiyon dönemi için %10,03 özsermaye maliyet oranı tahmini olarak hesaplanmıştır. Kullanılan çarpanlar, projeksiyon dönemleri itibarıyla aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

İskonto Oranı

Çalışmamızda kullanılan iskonto oranı, şirketin her yıl için ayrı olarak hesaplanmış ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmıştır.

$$\begin{aligned}
 \text{WACC} &= C_e \times (E/D+E) + C_d \times (D/D+E) \times (1-t) \\
 \text{Öz Sermaye Maliyeti } C_e &= R_f + (\beta \times \text{Pazar Risk Primi}) \\
 \text{Beta (Kaldıraçlı)} &= \beta \times (1 + (D/(D+E) \times (1 - T)))
 \end{aligned}$$

	2013	2014	2015	2016	2017
Risksiz Getiri Oranı (R_f)	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%
Beta Katsayısı (β)	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54
Ülke Risk Primi	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%
Sermaye Piyasası Risk Primi (R_m)	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Öz Sermaye Maliyeti (CoE)	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%

Borçlanma Primi	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Borçlanma Maliyeti (CoD)	6,96%	6,96%	6,96%	6,96%	6,96%
Vergi Oranı (t)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Finansal Borç/Toplam Pasif	0%	0%	0%	0%	0%
Toplam Özkaynaklar /Toplam Pasif	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%

	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>
Risksiz Getiri Oranı (Rf)	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%
Beta Katsayısı (β)	0,54	0,54	0,54	0,54
Ülke Risk Primi	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%
Sermaye Piyasası Risk Primi (Rm)	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Öz Sermaye Maliyeti (CoE)	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%
Borçlanma Primi	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Borçlanma Maliyeti (CoD)	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%
Vergi Oranı (t)	0,2	0,2	0,2	0,2
Finansal Borç/Toplam Pasif	0%	0%	0%	0%
Toplam Özkaynaklar /Toplam Pasif	100%	100%	100%	100%
WACC	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%

Vergi

WACC hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranının uygulanabileceği düşünülmüştür.

Hesaplanmış indirgeme oranı

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("WACC"), bir şirketin borç ve özsermaye maliyetinin finanse edilmesinin, şirketin hedeflediği sermaye yapısındaki borç ve özsermayenin yüzdesiyle ağırlıklandırılarak ölçülür. WACC'in temel alındığı indirgeme oranı, mevcut borçtan arındırılmış nakit akımlarını ve nihai değeri bugünkü değerine getirmek için kullanılmıştır. Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.'in tahmin edilen gelecek nakit akımlarını bugünkü değerlerine indirmek için aşağıdaki tabloda gösterilen değişken indirgeme oranları kullanılmıştır.

Nihai değer

Tahmini dönemin sonunda, Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. tarafından üretilen net karların ve buna ilişkin nakit akımlarının nihai olarak devam edeceği varsayılmıştır.

Nihai değer hesaplanmasında en yaygın yaklaşım, aşağıdaki formül kullanılarak, sabit büyüme modelinin uygulanmasıdır:

Aktay Turizm Yatırımları İNA, USD

	2013 Ekim-Aralık	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	DED
Sabit kira gelirleri	1.750	7.000	7.000	7.000	7.000	7.000	7.000	7.000	7.000	7.000
Değişken kira gelirleri	298	1.226	1.260	1.294	1.330	1.367	1.405	1.444	1.484	1.526
Toplam Gelir	2.048	8.226	8.260	8.294	8.330	8.367	8.405	8.444	8.484	8.526
Faaliyet Giderleri	404	1.829	2.070	2.302	2.510	2.865	3.251	3.382	3.513	3.362
FAVÖK	1.644	6.397	6.189	5.992	5.820	5.502	5.154	5.062	4.971	5.164
FAVÖK Marjı	80,3%	77,8%	74,9%	72,2%	69,9%	65,8%	61,3%	60,0%	58,6%	60,6%
Toplam Amortisman	346	1.261	1.113	976	867	613	332	308	287	287
Esas Faaliyet Karı	1.298	5.136	5.077	5.016	4.953	4.889	4.823	4.754	4.684	4.876
Faiz Gelirleri	142	586	604	622	640	660	679	700	721	877
Faaliyet Karı	1.440	5.722	5.681	5.638	5.594	5.549	5.502	5.454	5.405	5.753
Vergilendirilecek Kar	0	0	0	5.638	5.594	5.549	5.502	5.454	5.405	5.753
Kurumlar Vergisi	0	0	0	-1.128	-1.119	-1.110	-1.100	-1.091	-1.081	-1.151
Yenileme Yatırımı	0	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
İşletme Sermayesi	171	685	688	691	694	697	700	704	707	710
İlave İşletme Sermayesi Gerekсинimi	171	515	3	3	3	3	3	3	3	710
Özkaynağa Serbest Nakit Akımı (TRL)	1.615	5.468	5.790	4.483	4.339	4.049	3.730	3.668	3.608	3.179
Özsermaye Maliyeti	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%
İndirgenmiş Nakit Akımı	1.596	5.090	4.899	3.447	3.032	2.572	2.153	1.924	1.720	32.386

İndirgenmiş Nakit Akımları (2013-2021)	26.433
Devam Eden Değer (2021 sonrası)	32.386
Hazır Değerler	15.990
Mali Borç Öncesi Özkaynak Değeri	74.810
Mali Borçlar	0
Özkaynak Değeri	74.810

– Nihai değerin piyasa değeri = [Son döneme ait borçtan arındırılmış nakit akımı * (1 + büyüme oranı)] / (indirgeme oranı - büyüme oranı)

– Nihai değerin bugünkü değeri = Nihai değerin piyasa değeri / (1+ indirgeme oranı)^{indirgeme dönemi}

Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.’in değerlendirme analizini yaparken, faaliyette bulunduğu sektör, sektördeki pozisyonu ve büyüme potansiyeli göz önünde bulundurulduğunda, nihai büyüme oranı %3 uygulanmıştır.

8.1.3. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Analizi Sonuçları

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine göre elde edilmiş iskonto oranı ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi çalışması ile hesaplanan, Şirket’in toplam değeri aşağıdaki gibidir :

Şirkete nakit akışlarının bugünkü değeri (İNA)	26.433 Bin USD
İndirgenmiş Devam Eden Değer	32.286 Bin USD
Şirket Değeri	58.819 Bin USD
Şirket mali borçlarının bugünkü değeri	- Bin USD
Nakit ve nakit benzerleri	15.990 Bin USD

ŞİRKET HİSSE DEĞERİ (İNA Yöntemine Göre)	74.810 Bin USD
ŞİRKET HİSSE DEĞERİ (İNA Yöntemine Göre)	152.178 Bin TRL

USD’den TRL’ye çevrim değerlendirme tarihi olan 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla yapılmıştır.

8.2. Net Aktif Değer Yöntemine Göre Değerleme

Net Aktif Değer, şirketin varlıklarından borçlarının mahsup edilmesi sonucu ulaşılan şirket değeridir. Yöntem, şirket değerinin özvarlıklar tarafından belirleneceğini varsayım olarak kabul eder. Net Aktif Değer en basit şekilde varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarının bugünkü değeri olarak tanımlanabilir. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılması ile Net Aktif Değere ulaşılmaktadır. Bu değerlemeyi temel alan metodlar, değerlendirilecek şirketi statik olarak ele alırlar. Şirket’in sadece o zaman dilimi itibarıyla kayıtlı özkaynak değerini gösterip, pazar payı, dağıtım ağı, gelecek potansiyeli gibi kayıtlarda yansıtılmayan değerleri dikkate almazlar. İleride sağlayacağı gelir ve karları göz ardı ettiklerinden, zaman içerisinde önemlerini yitirmişlerdir. Bu metodlara göre bulunan değerler, günümüzde artık sadece diğer metodlar yardımı ile bulunan şirket değerlerini destekleyen bir unsur olarak görülmektedir ve tek başına kullanılmamaktadır.

Net Aktif Değer yöntemi için şirketin sahip olduğu arsa, üst hakkı ve yapı değerinin rayiç değeri olarak, Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından 20.12.2013 tarih ve SvP_13_ÖZAKGYO_05 numaralı Değerleme Raporu'nda tespit edilen değerleri olan 480 nolu parsel üst hakkı için 128.734.200 TRL, üzerindeki binalar için 157.680.037 TRL, ve 5 nolu parsel ve üzerindeki binalar için 11.296.406 TRL olmak üzere toplam 297.710.643 TRL değeri kullanılmıştır. Söz konusu değerlerin kaydi değeri ise 61.462.089 TRL'dir. Aradaki fark olan 236.248.554 TRL net aktif değer düzeltmesi olarak eklenmiştir.

Şirket'in 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla Net Aktif Değer Yöntemine göre değeri 333.982 Bin Türk Lirası olarak hesaplanmıştır.

<u>Aktifler</u>	<u>Kaydi Değeri</u>	<u>Düzeltilmeler</u>	<u>Rayiç Değeri</u>
Hazır Değerler	34.380	0	34.380
Ticari Alacaklar	3.187	0	3.187
Diğer aktifler	1.296	0	1.296
Maddi Duran Varlıklar, net	62.320	236.249	298.569
Toplam	101.183	236.249	337.431

<u>Pasifler</u>	<u>Kaydi Değeri</u>	<u>Düzeltilmeler</u>	<u>Rayiç Değeri</u>
Mali Borçlar	0	0	0
Ticari Borçlar	783	0	783
Diğer yükümlülükler	2.667	0	2.667
Toplam	3.449	86.692.926	3.449

ŞİRKET HİSSE DEĞERİ (NET AKTİF DEĞER)	333.982 Bin TRL
--	------------------------

9. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Yapılan değerlemeler sonucunda, Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. 'nin İndirgenmiş Nakit Akımları metoduna ve Net Aktif Değer metoduna göre değerinin hesaplanmasına rağmen; Şirket'in muhatap olduğu davaların Şirket ortaklık yapısı ve gelecekteki kira sözleşmesi şartlarına muhtemel etkilerindeki belirsizlikler nedeniyle İndirgenmiş Nakit Akımları metodu kullanarak elde edilen değer gerçek değeri doğru şekilde yansıtmayacağı, dolayısıyla Şirket değerini gerçeğe en yakın biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz Net Aktif Değer metoduna göre Şirket Değeri'nin **333.982 Bin TL** olduğu tespit edilmiştir.