

AKTAY Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.

30 Haziran 2014 itibariyle Hisse Değeri Tespit
Raporu

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

Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri Anonim Şirketi'nin (Şirket) 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla Şirket değerinin tespitine ilişkin raporumuzu hazırlamış bulunmaktayız. Bu raporun amacı, Şirket'in muhtemel hisse devrine yönelik makul piyasa değerinin belirlenmesinde Yönetim Kurulunuza yardımcı olmaktır. Çalışmamız, belirli bir satış veya alım teklifinde bulunmaya değil, karar vermenize yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir.

Şirket Değerlemesi'nde, Uluslararası Denetim Standartları (UDES) 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. Raporda sunulan bulgular Değerleme Uzmanının sahip olduğu tüm bilgiler çerçevesinde doğrudur.

Değerleme çalışmalarımız genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme danışmanlık çalışması, Şirket yönetimi tarafından sağlanan 31 Aralık 2012, 31 Aralık 2013 ve 30 Haziran 2014 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.

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 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararında belirtilen şartları haiz olduğumuzu beyan ederiz.

Değerleme ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirilmiştir. Değerleme Uzmanı, mesleki eğitim şartlarına haiz olup, değerlendirme yapılan şirketin türü ve faaliyeti konusunda daha önceden deneyimi vardır. Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimse bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmamıştır. Şirketimizin değerlendirme çalışmasını talep eden şirket ile veya değerlendirme yapılan şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayıp, aynı dönemde denetim hizmeti verilmemiştir.

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 gerçekleşebilirliği yine raporda açıklanan varsayımların gerçekleşmesine bağlıdır.

Şirket'in değerleme çalışması İndirgenmiş Nakit Akımları Metodu ve Net Aktif Değer Metodu kullanılarak yapılmıştır.

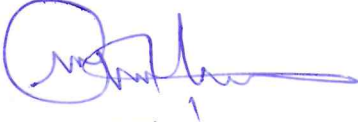
Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.'nin 30 Haziran 2014 itibarıyla piyasa değeri, raporun ilgili bölümlerinde açıklanan varsayım ve sınırlamaların çerçevesinde 334.601 Bin Türk Lirası olarak hesaplanmıştır.

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. Yeditepe Bağımsız Denetim A.Ş.'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 Bağımsız Denetim A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

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

Saygılarımızla,



Hüseyin ÇETİN

Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM

21 Kasım 2014, İstanbul, Türkiye

1. GENEL VARSAYIMLAR VE SINIRLAMALAR

Genel Varsayımlar

- a) Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.'nin 30 Haziran 2014 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 Haziran 2014 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. Bu değerlerin USB bazında sabit olduğu varsayılmıştır.
- 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 uyuşmaz, 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 2014 Temmuz 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.

Projeksiyon Dönemi

- a) Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 01 Temmuz 2014 ile 31 Aralık 2021 dönemi olmak üzere yaklaşık 7 yıl olarak belirlenmiştir.
- b) Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. yönetimi tarafından verilen finansal ve operasyonel bilgiler ve yönetim tarafından hazırlanan 01

Temmuz 2014 ile 31 Aralık 2021 arası finansal projeksiyonlar ile 31 Aralık 2012, 31 Aralık 2013 ve 30 Haziran 2014 tarihli mali tablolara dayalı olarak yapılmıştır.

Para Birimi

- a) Aksi belirtilmedikçe, tüm tutarlar TL olarak sunulmuştur. Ancak, indirgenmiş Nakit Akımları metodunda Şirket gelirinin tamamının USD endeksli olması nedeniyle projeksiyonlar USD bazında yapılmış ve bulunan Şirket değeri 30 Haziran 2014 itibarıyla cari kur üzerinden Türk Lirası'na çevrilmiştir.

Diğer Varsayımlar ve Sınırlamalar

- a) Şirket'in, değerlendirme çalışmamızda kullanılan 31 Aralık 2012, 31 Aralık 2013 ve 30 Haziran 2014 tarihli mali tabloları Vergi Usul Kanunu ve ilgili vergi mevzuatına göre hazırlanmış olup bağımsız denetimden geçmemiştir.
- b) Ekonomik şartlarda olağandışı kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
- c) Cari mevzuat çerçevesinde, yabancı sermayenin ithalatına engel teşkil eden herhangi bir kısıtlama olmayacağı, bankaların kredi şartlarında önemli oranda bir zorlaştırıcı düzenleme yapılmayacağı varsayılmaktadır.
- d) Projeksiyon süresince görevde olacak olan Türkiye Hükûmetleri'nin, kararlı bir politika izleyeceği varsayılmıştır.
- e) Şirket'in asgari olarak mevcut faaliyetlerine aynen devam edeceği varsayılmıştır.
- f) Bu değerlendirme 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, 31 Aralık 2013 ve 30 Haziran 2014 tarihleri itibarıyla 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) www.federalreserve.gov

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 Haziran 2014 tarihi itibarıyla aşağıdaki gibidir:

Ortakların Adı Soyadı (Ünvanı)	Hisse Payı	Sermayedeki Payı
Özak GYO A.Ş.	96,63%	72.470.000
İnt-Er Yapı İnş. Tur.San.Tic. A.Ş.	3,37%	2.530.000
TOPLAM	100%	75.000.000

Değerleme tarihi itibarıyla 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 m² 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 olup, 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 8 Milyon USD'dır.

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 değerleme tarihi itibarıyla her iki yatırım da başlamadığından herhangi bir rayiç değer tespiti yapılmamıştır.

Şirket'in yeni gayrimenkul alımları için 2014 yılı zarfında vermiş olduğu avanslar, yeni tarihli olması ve 30 Haziran 2014 itibarıyla henüz tapu devri gerçekleşmediği için kaydi değeriyle değerlendirilmiştir.

4. MALİ TABLOLAR VE FİNANSAL ANALİZ

4.1. MALİ TABLOLAR

5.1.1. Şirket Bilançoları

	31.Ara.12 (Bin TL)	31.Ara.13 (Bin TL)	30.Haz.14 (Bin TL)
VARLIKLAR			
DÖNEN			
VARLIKLAR	27.215	42.454	2.864
Nakit ve Benzerleri	26.386	40.000	816
Ticari Alacaklar	587	2.062	304
Diğer Dönen Varlıklar	242	393	1.744
DURAN			
VARLIKLAR	62.580	62.404	98.722
Ticari Alacaklar	0	0	0
Diğer Alacaklar	0	0	0
Finansal Yatırımlar	4	10	10
Maddi Duran Varlıklar	61.613	61.655	82.695
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	338	317	15.622
Diğer Duran Varlıklar	625	421	394
TOPLAM			
VARLIKLAR	89.795	104.858	101.585

	31.Ara.11 (Bin TL)	31.Ara.12 (Bin TL)	31.Ara.13 (Bin TL)
KAYNAKLAR			
YÜKÜMLÜLÜKLER	3.102	2.932	14.905
Finansal Borçlar	9	0	0
Ticari Borçlar	834	620	752
Diğer Borçlar	2.259	2.312	14.153
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	0
ÖZ KAYNAKLAR	86.693	101.926	86.680
Sermaye	75.000	75.000	75.000
Diğer Sermaye ve Kar Yedekleri	3.956	11.325	3.649
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	0	0	0
Net Dönem Karı/Zararı	7.737	15.601	8.031
TOPLAM			
KAYNAKLAR	89.795	104.858	101.585

5.1.2. Şirket Gelir Tabloları

	31.Ara 2012	31.Ara 2013	30.Haz 2014
Satış Gelirleri	15.554	16.601	11.130
Satışların Maliyeti (-)	-6.083	-5.738	-3.235
BRÜT KAR/ZARAR	9.470	10.863	7.895
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-5	-7	-4
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.160	-2.548	-958
Diğer Faaliyet Gelirleri	5	7.062	2.561
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-33	-586	-1.324
FAALİYET GİDERLERİ (NET)	-1.194	3.921	275
FAALİYET KARI/ZARARI	8.276	14.784	8.169
Finansal Gelirler	1.457	874	132
Finansal Giderler (-)	-1.997	-57	-270
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	7.737	15.601	8.031
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	0	0	0
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	7.737	15.601	8.031
DÖNEM KARI/ZARARI	7.737	15.601	8.031

6. İŞ PLANI VARSAYIMLARI VE TAHMİNLER

Şirket'in halen devam etmekte olan faaliyetlerine dair 2014 Temmuz 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 %5 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 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.

$$\text{Şirket Değeri} - \sum \frac{CF_x(1+G)^{(i-1)}}{(1+R)^i}$$

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 30 Haziran 2014 itibarıyla FED 30 yıllık borçlanma tahvilleri faiz oranı olan 3.34% alınmıştır.

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

Özsermaye piyasa risk primi

Piyasa risk primi, 2003-2014 yılları arasındaki risksiz getiri ile IMKB (BIST) ortalama getirisinin karşılaştırılması suretiyle bulunmuştur.

Tarih	Tahvil	Vade	Getiri	VKG	XU100 getiri endeksi	Risksiz Getiri Endeksi
25.03.2003	TRT030304T26	03.03.2004	70%	344	10.228	1.000
25.06.2003	TRT070704T10	07.07.2004	51%	378	12.192	1.178
25.09.2003	TRT220904T27	22.09.2004	34%	363	15.809	1.333
25.12.2003	TRT260105T12	26.01.2005	26%	398	20.572	1.448
25.03.2004	TRT240805T17	24.08.2005	22%	517	23.206	1.543
25.06.2004	TRT051005T16	05.10.2005	27%	467	20.004	1.632
27.09.2004	TRT120406T14	12.04.2006	24%	562	25.866	1.748
27.12.2004	TRT050706T10	05.07.2006	21%	555	28.533	1.855
25.03.2005	TRT270906T12	27.09.2006	17%	551	29.613	1.949
27.06.2005	TRT240107T12	24.01.2007	16%	576	32.164	2.037
26.09.2005	TRT070307T11	07.03.2007	15%	527	40.122	2.121
26.12.2005	TRT270607T14	27.06.2007	14%	548	46.992	2.203
27.03.2006	TRT190111T13	19.01.2011	14%	1759	51.098	2.280
26.06.2006	TRT190111T13	19.01.2011	21%	1668	39.781	2.358
25.09.2006	TRT190111T13	19.01.2011	21%	1577	44.748	2.484

Tarih	Tahvil	Vade	Getiri	VKG	XU100 getiri endeksi	Risksiz Getiri Endeksi
25.12.2006	TRT130808T17	13.08.2008	21%	597	47.623	2.614
26.03.2007	TRT190111T13	19.01.2011	19%	1395	52.936	2.754
25.06.2007	TRT070312T14	07.03.2012	17%	1717	56.419	2.884
25.09.2007	TRT070312T14	07.03.2012	16%	1625	66.187	3.010
25.12.2007	TRT260912T15	26.09.2012	16%	1737	69.104	3.133
25.03.2008	TRT260912T15	26.09.2012	19%	1646	51.316	3.264
25.06.2008	TRT260912T15	26.09.2012	22%	1554	47.743	3.423
25.09.2008	TRT280813T13	28.08.2013	19%	1798	45.453	3.617
25.12.2008	TRT150212T15	15.02.2012	14%	1147	33.287	3.794
25.03.2009	TRT031110T10	03.11.2010	14%	588	32.318	3.927
25.06.2009	TRT020211T11	02.02.2011	12%	587	47.412	4.069
25.09.2009	TRT060814T18	06.08.2014	11%	1776	63.072	4.196
25.12.2009	TRT060814T18	06.08.2014	11%	1685	67.347	4.311
25.03.2010	TRT150120T16	15.01.2020	11%	3583	73.733	4.431
25.06.2010	TRT250112T14	25.01.2012	9%	579	74.838	4.552
27.09.2010	TRT150120T16	15.01.2020	9%	3397	86.538	4.658
27.12.2010	TRT150120T16	15.01.2020	9%	3306	88.576	4.766
25.03.2011	TRT150120T16	15.01.2020	9%	3218	87.215	4.869
27.06.2011	TRT150120T16	15.01.2020	10%	3124	84.705	4.988
26.09.2011	TRT150120T16	15.01.2020	10%	3033	78.032	5.109
26.12.2011	TRT150120T16	15.01.2020	10%	2942	71.519	5.234
26.03.2012	TRT120122T17	12.01.2022	10%	3579	84.051	5.362
25.06.2012	TRT120122T17	12.01.2022	9%	3488	84.191	5.493
25.09.2012	TRT140922T17	14.09.2022	8%	3641	94.130	5.616
25.12.2012	TRT140922T17	14.09.2022	7%	3550	109.023	5.747
25.03.2013	TRT080323T10	08.03.2023	7%	3635	116.650	5.889
25.06.2013	TRT080323T10	08.03.2023	9%	3543	103.406	5.982
25.09.2013	TRT080323T10	08.03.2023	9%	3451	108.777	6.094
25.12.2013	TRT270923T11	27.09.2023	10%	3563	99.778	6.234
25.03.2014	TRT270923T11	27.09.2023	11%	3473	91.496	6.384
25.06.2014	TRT200324T13	20.03.2024	9%	3556	113.940	6.563

Son 10 yıllık dönemde ortalama piyasa getirisi 23,9%
 Son 10 yıllık dönemde ortalama risksiz getiri 18,2%
 Piyasa risk primi 5,69%

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
MRGYO	114	48	0,74	2,35	0,26
Toplam	2.289	1.553	1,18	1,47	0,54

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

Sonuç

2014-2021 yedi yıllık projeksiyon dönemi için %9,22 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.

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

	2014	2015	2016	2017	2018
Risksiz Getiri Oranı (Rf)	3,34%	3,34%	3,34%	3,34%	3,34%
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 (Rm)	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%
Öz Sermaye Maliyeti (CoE)	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%

Borçlanma Primi	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Borçlanma Maliyeti (CoD)	6,67%	6,67%	6,67%	6,67%	6,67%
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	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%

	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>
Risksiz Getiri Oranı (Rf)	3,34%	3,34%	3,34%	3,34%
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)	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%
Öz Sermaye Maliyeti (CoE)	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%
Borçlanma Primi	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Borçlanma Maliyeti (CoD)	8,91%	8,91%	8,91%	8,91%
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	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%

Vergi

WACC hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranının uygulanabileceği düşünülmüştür. Ancak Şirket'in sahip olduğu yatırım indirimi nedeniyle 2016 yılına kadar kurumlar vergisi matrahı çıkmayacağı varsayılmıştır.

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:

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

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

Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.'in değerleme 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)	30.649 Bin USD
İndirgenmiş Devam Eden Değer	17.863 Bin USD
Şirket Değeri	48.512 Bin USD

Şirket mali borçlarının bugünkü değeri	- Bin USD
Nakit ve nakit benzerleri	383 Bin USD

ŞİRKET HİSSE DEĞERİ (İNA Yöntemine Göre)	48.895 Bin USD
ŞİRKET HİSSE DEĞERİ (İNA Yöntemine Göre)	104.010 Bin TRL

USD'den TRL'ye çevrim değerleme tarihi olan 30 Haziran 2014 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. Bu rakamın rapor tarihi olan 20.12.2013 itibariyle Amerikan Doları karşılığı 144.463.627 USD olup 30 Haziran 2014 itibariyle cari olan kur ile çevrildiğinde 307.303.027 TRL olmaktadır. Söz konusu değerlerin 30 Haziran 2014 tarihli mali tablolarındaki kaydi değeri ise 59.382.926 TRL'dir. Aradaki fark olan 247.920.101 TRL net aktif değer düzeltmesi olarak eklenmiştir.

Şirket'in 30 Haziran 2014 tarihi itibariyle Net Aktif Değer Yöntemine göre değeri **334.601 Bin Türk Lirası** olarak hesaplanmıştır.

Aktifler	Kaydi Değeri	Düzeltilmeler	Rayiç Değeri
Hazır Değerler	816	0	816
Ticari Alacaklar	304	0	304
Diğer aktifler	17.771	0	17.771
Maddi Duran Varlıklar, net	82.695	247.920	330.615
Toplam	101.585	247.920	349.506

	Kaydi Değeri	Düzeltilmeler	Rayiç Değeri
Yükümlülükler	14.905	0	14.905
Mali Borçlar	0	0	0
Ticari Borçlar	752	0	752
Diğer yükümlülükler	14.153	0	14.153
Özvarlıklar	86.680	247.920	334.601
Sermaye	75.000	0	75.000
Diğer özkaynaklar	11.680	247.920	259.601
Toplam pasifler	101.585	247.920	349.506

ŞİRKET HİSSE DEĞERİ (NET AKTİF DEĞER)(Bin TRL)	334.601
---	----------------

9. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Yapılan değerlemeler sonucunda, Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. 'nin indirgenmiş Nakit Akımları metoduna ve Net Aktif Değer metoduna göre değerinin hesaplanmasına rağmen; Şirket'in varlıklarının Net Aktif Değer metoduna göre hesaplanan bedelden daha az olamayacağından hareketle, indirgenmiş 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 **334.601 Bin Türk Lirası** olduğu tespit edilmiştir.

Aktay Turizm Yatırımları İNA, Bin USD

	2014 Temmuz-Aralık	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	DED
Sabit kira gelirleri	4.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
Değişken kira gelirleri	1.022	2.099	2.157	2.217	2.278	2.341	2.406	2.474	2.543
Toplam Gelir	5.022	10.099	10.157	10.217	10.278	10.341	10.406	10.474	8.526
Faaliyet Giderleri	915	2.070	2.302	2.510	2.865	3.251	3.382	3.513	3.362
FAVÖK	4.107	8.029	7.855	7.707	7.413	7.091	7.025	6.961	5.164
FAVÖK Marjı	81,8%	79,5%	77,3%	75,4%	72,1%	68,6%	67,5%	66,5%	60,6%
Toplam Amortisman	630	1.113	976	867	613	332	308	287	287
Esas Faaliyet Karı	3.477	6.916	6.879	6.840	6.800	6.759	6.717	6.673	4.876
Faiz Gelirleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Faaliyet Karı	3.477	6.916	6.879	6.840	6.800	6.759	6.717	6.673	5.753
Vergilendirilecek Kar	0	0	5.638	5.594	5.549	5.502	5.454	5.405	5.753
Kurumlar Vergisi	0	0	-1.128	-1.119	-1.110	-1.100	-1.091	-1.081	-1.151
Yenileme Yatırımı	500	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
İlave İşletme Sermayesi Gereksinimi	257	3	3	3	3	3	3	3	710
Özkaynağa Serbest Nakit Akımı	3.350	7.026	5.724	5.585	5.300	4.987	4.931	4.876	36.992
Özsermaye Maliyeti	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%
İndirgenmiş Nakit Akımı	3.276	6.292	4.694	4.193	3.643	3.138	2.841	2.572	17.863

İndirgenmiş Nakit Akımları (2014-2021)	30.649
Devam Eden Değer (2022 sonrası)	17.863
Hazır Değerler	383
Mali Borç Öncesi Özkaynak Değeri	48.895
Mali Borçlar	0
Özkaynak Değeri (Bin USD)	48.895