



**AKTAY TURİZM YATIRIMLARI VE İŞLETMELERİ A.Ş.**  
**DEĞERLEME RAPORU**

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

16.12.2011 tarih ve 2011/014/ ÖZAK/AKTAY TURİZM sayılı "Şirket Değerleme Raporu" tarafımızca yapılmıştır. Bu rapor, Müşteri'nin talebi üzerine, **AKTAY TURİZM YATIRIMLARI ve İŞLETMELERİ A.Ş.** ("Aktay Yatırım/Şirket")nin Şirket (hisse senetleri ve iştirak payı) değerinin tespiti amacıyla yönelik olarak hazırlanmış olup değerlendirme çalışmalarında genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır. Bu çalışma, karar alıcılara yardımcı olacak bilgileri sağlamayı amaçlamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı ilke kararları doğrultusunda gerçekleştirilen değerlendirme çalışması ile ilgili olarak şirketimizin,

- Ayri bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip olduğunu;
- Değerleme çalışması sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu şirket genelgesi, el kitabı veya benzeri dokümanlara sahip olduğunu;
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri ve benzeri dokümanlara sahip olduğunu;
- Değerleme çalışmasının teknik alt yapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunduğunu;
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğunu;
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında değerlendirme hizmet sözleşmesi bulunduğunu;
- Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2003/34 sayılı haftalık bülteninin "E-Duyurular" bölümünde belirtilen değerlendirme hizmeti yapabilme niteliklerine sahip olduğumuzu ilgili duyuru gereği beyan ederiz.

Bir şirketin hisselerinin piyasa değeri, herhangi bir baskı altında olmaksızın ve piyasa gerçeklerinden haberdar olan, istekli bir alıcı ve istekli bir satıcı arasında el değiştirdiği bir ortamda oluşur. Ancak bir şirketin değerinin, en son istekli bir alıcı ve satıcı ile tarafımızdan hesaba katılmayan diğer etkenlerin ayrı ayrı ve/veya birlikte dikkate alınarak belirleneceği de açıktır.

Değerleme danışmanlık çalışmalarımız genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre birdenetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme danışmanlık çalışması değerlemeye söz konusu şirket yönetimleri tarafından sağlanan denetimden geçmiş mali tablolar, finansal ve diğer bilgiler ile şirket yönetimleri ile şirketlerin mevcut operasyonel performansının ve değerlendirme tarihinde mevcut olan ekonomik ve piyasa koşullarının değerlendirilmesiyle sınırlıdır. Şirketler tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, şirket yönetimlerinin sorumluluğundadır.

DT Bağımsız Denetim A.Ş.  
Tayfun ŞENOL  
Sorumlu Ortak Başdenetçi  
16.12.2011



**Merkez**  
EGS Blokları B-2 K:12 Havalimanı Kavşağı  
Yeşilköy - İstanbul  
Tel: (212) 465 88 33 Faks: (212) 465 88 38  
[l.ofis@denetimturkeybd.com](mailto:l.ofis@denetimturkeybd.com)

**İzmir Ofis**  
Ankara Cad. No:22/1 K:4  
Bornova - İzmir  
Tel: (232) 486 59 00 Faks: (232) 486 95 55  
[iz.ofis@denetimturkeybd.com](mailto:iz.ofis@denetimturkeybd.com)

**Kahramanmaraş Ofis**  
Öğretmenler Cad. Parlakhan No:3  
Kahramanmaraş  
Tel: (344) 221 30 36 Faks: (344) 221 30 25  
[k.ofis@denetimturkeybd.com](mailto:k.ofis@denetimturkeybd.com)

<b>1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER</b> .....	<b>2</b>
1.1. DEĞERLEME TARİHİ .....	2
1.2. RAPOR TARİHİ VE NUMARASI .....	2
1.3. RAPOR TÜRÜ .....	HATA! YER İŞARETİ TANIMLANMAMIŞ.
1.4. RAPORU HAZIRLAYANLAR.....	HATA! YER İŞARETİ TANIMLANMAMIŞ.
<b>2. ŞİRKET VE MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER</b> .....	<b>2</b>
2.1. DEĞERLEMİYİ YAPAN ŞİRKET UNVANI VE İLETİŞİM BİLGİLERİ .....	2
2.2. DEĞERLEME TALEBİNDE BULUNAN MÜŞTERİ UNVANI VE İLETİŞİM BİLGİLERİ .....	2
2.3. DEĞERLEME KONUSU ŞİRKET .....	2
<b>3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM VE İLKELERİ</b> .....	<b>3</b>
3.1. RAPORUN AMACI .....	3
3.2. SINIRLAYICI KOŞULLAR.....	3
3.3. ETİK İLKELER .....	4
3.4. RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR .....	4
3.5. ŞİRKET DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ .....	5
3.5.1. Piyasa Çarpanları Yaklaşımı .....	5
3.5.2. Öz varlık Yöntemi (Tasfiye Değeri) .....	6
3.5.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi .....	6
<b>4. TURİZM SEKTÖRÜ ANALİZİ</b> .....	<b>9</b>
4.1. DÜNYADA VE AB ÜLKELERİNDE GENEL DURUM VE EĞİLİMLER .....	9
4.2. TÜRKİYE'DE TURİZM GENEL DURUMU .....	11
4.2.1. Turizm Gerçekleşmeleri.....	13
<b>5. AKTAY TURİZM YATIRIMLARI VE İŞLETMELERİ A.Ş.'NİN ŞİRKET VE FAALİYET BİLGİLERİ</b> .....	<b>17</b>
5.1. GENEL BİLGİLER .....	17
5.1.1. Şirket Ortaklık Yapısı.....	17
5.1.2. Kiralama Sözleşmesi Bilgileri.....	17
5.1.3. Şirket'in Amortisman ve Finansman Gideri Bilgileri .....	18
5.1.4. Şirketin 08.11.2010 Tarihi İtibari İle Banka Borçları Hakkında Bilgi (Para Cinsi, Oran, Vade, Ödeme Koşulları).....	18
5.1.5. Şirketin Gerçekleştirdiği Yatırımlar Ve Son Durumları Hakkında Bilgi .....	18
5.2. ŞİRKET BÜNYESİNDE YER ALAN GAYRİMENKULLER.....	19
5.2.1. ELA QUALITY RESORT HOTEL PAZAR BİLGİLERİ .....	20
5.2.2. ELA QUALITY RESORT HOTEL'in Rekabet Ettiği Diğer Oteller .....	20
5.2.3. ELA QUALITY RESORT HOTEL Satış Stratejileri .....	21
5.2.4. ELA QUALITY RESORT HOTEL Yıllar İtibariyle Doluluk Oranları .....	21
<b>6. AKTAY TURİZM YATIRIMLARI VE İŞLETMELERİ A.Ş. MALİ TABLOLARI</b> .....	<b>20</b>
6.1. ŞİRKET BİLANÇOLARI.....	20
6.2. ŞİRKET GELİR TABLOLARI.....	22
<b>7. ŞİRKET DEĞERLEME ÇALIŞMALARI</b> .....	<b>25</b>
7.1. PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ .....	25
7.1.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı .....	25
7.1.2. Fiyat / Kazanç Oranı .....	26
7.1.3. Temettü Verim Oranı.....	24
7.1.4. Piyasa Çarpanı Yaklaşımı Özet Sonuçları .....	26
7.2. ÖZ VARLIK YÖNTEMİ .....	27
7.2.1. Standart Mali Tablolar Esas Alınmak Suretiyle Hesaplanan Öz Varlık Değeri.....	27
7.2.2. Düzeltilmiş Mali Tablolar Esas Alınmak Suretiyle Hesaplanan Öz Varlık Değeri.....	28
7.3. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI (DCF-İNA) ANALİZİ.....	31
7.3.1. Varsayımlar .....	32
7.3.2. İNA Analizi Sonuçları .....	44
<b>8. FARKLI YÖNTEMLERLE BULUNAN DEĞERLERİN TOPLU SUNUMU VE NİHAİ DEĞER TAKTİRİ</b> ..	<b>48</b>
<b>9. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ</b> .....	<b>49</b>

## 1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

### 1.1. Değerleme Tarihi

15.12.2011

### 1.2. Rapor Tarihi ve Numarası

16.12.2011 - 2011/014/ ÖZAK/AKTAY TURİZM

### 1.3. Rapor Türü

Şirket Değerleme Raporu

### 1.4. Raporu Hazırlayanlar

DT Bağımsız Denetim A.Ş.  
Tayfun ŞENOL  
Sorumlu Ortak Başdenetçi

## 2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

### 2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

Denetim Turkey - Nexia DT Bağımsız Denetim A.Ş.  
EGS Blokları B2 Kat 12 Yeşilköy - İstanbul  
Tel : + 90 212 465 88 33  
Fax : + 90 212 465 88 38

### 2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.  
Göztepe Mahallesi Namık Kemal Caddesi Karanfil Sokak No: 68 Kat: 5 / 3 Bağcılar - İstanbul  
Tel: 0212-446 01 00 (pbx) Faks: 0212- 446 01 09

### 2.3. Değerleme Konusu Şirket

AKTAY TURİZM YATIRIMLARI ve İŞLETMELERİ A.Ş.

Göztepe Mahallesi Namık Kemal Caddesi Karanfil Sokak No: 68 Kat: 5 / 3 Bağcılar - İstanbul  
Tel: 0212-446 01 00 (pbx) Faks: 0212- 446 01 09



### 3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

#### 3.1. Raporun Amacı

Bu rapor, Müşteri'nin talebi üzerine, AKTAY TURİZM YATIRIMLARI ve İŞLETMELERİ A.Ş. (Aktay/Şirket)'nin Şirket (hisse senetleri ve iştirak payı) değerinin tespiti amacıyla hazırlanmış olup değerlendirme çalışmalarında genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır. Bu çalışma, karar alıcılara yardımcı olacak bilgileri sağlamayı amaçlamaktadır.

Rapor'un izleyen bölümlerinde **Müşteri** Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve **Şirket** Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş., birlikte "**Şirketler**" olarak anılacaktır.

Şu bilinen bir gerçektir ki, adil piyasa fiyatı (fair market value), herhangi bir etki altında olmaksızın ve bilinen tüm bilgilerin ışığında hareket eden istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında, değişime esas olarak kabul edilen değerdir. Bu raporda bulunan değer(ler) ise, şirket hisselerinin değerinin tespiti amacıyla hesaplanmıştır.

#### 3.2. Sınırlayıcı Koşullar

Bu değerlendirme Raporu ("**Rapor**") Denetim Turkey - Nexia DT Bağımsız Denetim A.Ş. ("**Denetim**") tarafından münhasıran **Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** yönetimi için, iştiraki olan Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.'nin (Şirket'in) değerinin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

İşbu Rapor, **Şirketler** tarafından **Denetim**'e verilen ve kamuya mal olmuş / genel olarak bilinen bilgiler tarafımızdan kullanılarak hazırlanmıştır. Verilen ve kamuya mal olmuş bilgilerin doğruluğu, **Denetim** tarafından özel / bağımsız olarak teyit edilmemiş / araştırılmamıştır. Ayrıca, **AKTAY**'dan bu bilgilerin doğruluğunun teyit edilmesi talep edilmemiştir. Dolayısıyla, bu Rapor'un hazırlanmasında, özel / bağımsız doğrulamaya başvurulmadan, **Şirketler** tarafından verilen tüm finansal ve diğer bilgilerin veya - tüm tahminler dahil olmak üzere - kamuya mal olmuş tüm bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü esas alınarak görüş bildirilmiştir.

Bu sebeple, bu Rapor'un hazırlanmasında **Denetim** verilen bilgilerin bütünlüğü ve doğruluğu veya işbu Rapor ile ilgili olarak yapılmış olan herhangi bir yazılı veya sözlü iletişime veya ürünler / hizmetler ile ilgili olarak **Şirketler** tarafından yapılmış olan herhangi bir araştırma için, açık veya üstü kapalı olarak hiçbir şekilde kefil olamaz, garanti veremez, ayrıca bu çalışmanın yapılmış olması **Şirket** mali tablolarının bağımsız denetimden geçirildiği anlamına gelmez.

Bu Rapor'da varılmış olan sonuçlar ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan diğer koşullar esas alınarak belirlenmiştir. **Şirketler** tarafından bize sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum Rapor'daki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir. Bu halde **Denetim** hiçbir şekilde herhangi bir sorumluluk kabul etmeyecektir. Rapor, hâlihazırda mevcut uygulama, ekonomik, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve işbu tarih itibari ile bize verilen bilgiler ışığında hazırlanmış olsa dahi, sonra meydana gelebilecek olan gelişmelerin bu Rapor üzerinde maddi etkileri olabilecektir.

Bu Rapor, **Denetim** tarafından hazırlanmıştır ve **AKTAY**'ın söz konusu Rapor içerisinde müspet gösterilen veya tanımlanan işlemleri yerine getirmesi için bir tavsiye niteliğinde değildir. Rapor, **Şirketler**'in münhasır ve münferit kullanımı için hazırlanmıştır. Rapor'un teslimi ile **Şirketler**, Rapor içerisinde verilen bilgilerin gizli tutulacağını **Denetim**'e taahhüt eder. Rapor, hiçbir zaman **Denetim**'in yazılı ön izni olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılmaz veya kopya edilemez.

### 3.3. Etik İlkeler

Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun Değerleme işlemlerinin temeli, peşin hüküm ve bencillikten uzak, raporları açık ve yanlış yönlendirmelere yol açmayan, değerlendirme anlayışına temel teşkil eden tüm konuları açıklayan, dürüst ve ehil profesyonel Değerleme Uzmanları tarafından yapılmasıdır. Değerleme Uzmanları, değerlendirme mesleğine olan kamu güvenini sürekli olarak arttırmalı ve korumalıdır.

Değerleme Uzmanları, yasalar ve hukuki düzenlemeler uyarınca, müşteriler, gelecekteki kullanıcılar, ulusal kurum veya kuruluşların talebi üzerine veya kendi seçimleri ile bu standartlara uyarlar. Değerleme faaliyetlerini Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yürüten bir Değerleme Uzmanı bu Davranış Kurallarına uymakla mükelleftir.

Bu kurallar yasaların üzerinde olmadığı gibi, Değerleme Uzmanının çalışmalarının gözetim ve denetimini üstlenen ulusal kurum veya kuruluşların kuralları, tüzükleri ve yönetmeliklerini tamamlamaktan başka bir maksadı yoktur.

Bu standartlara göre hazırlanmış değerlemeler, ancak değerlemede kalite, ehliyet, deneyim, ahlaka uygunluk ve aleniyet kurallarını uygulatan genel kabul gören ulusal meslek örgütlerinin eğitimli uzman üyeleri tarafından hazırlandıkları takdirde nihai kullanıcı nezdinde kabul görür.

### 3.4. RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR

%	Yüzde
000	Bin
ABD\$	Amerikan Doları
€	Avro
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
A.Ş.	Anonim Şirketi
B	Finansal Borcun Değeri
CF	Serbest Nakit Akımı
G	Büyüme Oranı
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
FVÖKM	Faiz ve Vergi Öncesi Kar Marjı
F / NA	Fiyat / Nakit Akımı Oranı
F / K	Fiyat / Kazanç Oranı
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
Kd	Borçlanma Maliyeti
ke	Sermaye Maliyeti
Km	Kilometre
KDV	Katma Değer Vergisi
NOPLAT	Net Faaliyet Karı
Mn	Milyon
m(b)	Borç Maliyeti
m(ö)	Öz sermaye Maliyeti
MTV	Motorlu Taşıtlar Vergisi
Ö	Öz sermaye
PD / DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
R	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
R(f)	Risksiz Sermaye Maliyeti
R(m)	Sermaye Piyasası Getirisi
Rm-Rf	Risk Primi
SMM	Satılan Mal Maliyeti
S	Sermayenin Piyasa Değeri
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
t	Efektif Vergi Oranı



TCMB	Türkiye Merkez Bankası
TSKB	Türkiye Sanayi ve Kalkınma Bankası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
V	Vergi
Ykr	Yeni Kuruluş
YMM	Yeminli Mali Müşavirlik
TL	Türk Lirası
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

3.5.

### 3.6. Şirket Değerlemesi Yöntemleri

Şirket değerlemesi (Şirket'in olması gereken değerinin tespiti çalışmaları), genelde üç ana yöntem altında toplanabilecek tekniklerle yapılmaktadır.

- i. **Piyasa Çarpanları Yöntemi**
- ii. **Öz varlık Yöntemi**
- iii. **İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi**

#### 3.6.1. Piyasa Çarpanları Yaklaşımı

Bu yöntemle Şirket değerleme veya başka bir deyişle hisse senedi fiyatlamasında genel olarak, değerlemeye konu Şirket'in, başta gerçekleşmiş / kamuya açıklanmış ekonomik finansal, sektörel (ayrıca yasal, kurumsal) verilerinden yola çıkarak, benzer sektörlerde veya işlem göreceği / satışa sunulacağı piyasalarda yer alan ve fiyatı oluşmuş hisse senetlerine göre "**beklenen hisse senedi fiyatı**" tahmin edilmektedir. Bu belirlemede, daha yakın tahmini değerler vermesi beklenen sektörel ortalamalar kullanılmakta veya veri azlığı, piyasa sığılığı v.b. sebeplerde genel piyasa ortalamalarına başvurulmaktadır.

Belli bir anda birden çok şirket için oluşmuş hisse senedi fiyatlarıyla, bu şirketlere ait veriler arasında ilişki kurarak oluşturulan modeller, genel olarak piyasa çarpanları yöntemi olarak adlandırılmaktadır. Yaygın olarak kullanılan piyasa çarpanlarına,

- i. **Fiyat / Kazanç Oranı,**
- ii. **Piyasa Fiyatı / Defter Değeri,**
- iii. **Fiyat / Nakit Akımları**

yöntemleri örnek gösterilebilir.

Ayrıca, yine piyasa verilerinden yola çıkarak değişkenlerin tek başına fiyatı belirleyemeyeceği düşüncesiyle, birden fazla değişkenin aynı anda fiyat üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik olarak kurulan ekonometrik modeller de mevcuttur. (Yatay kesit regresyon analizleri gibi)

Ancak, genel olarak bu yaklaşımlar, Şirket'in mevcut durumunu göz önüne almakta, beklenen gelişmeleri fiyatlamalara yansıtılmamaktadır.

Bu sebeplerle, Şirket değerlemesinde kullanılan ikinci ana yöntem, **İndirgenmiş Nakit Akımları Analizidir.**

### 3.6.2. Öz varlık Yöntemi (Tasfiye Değeri)

Öz varlık Değeri, şirketin varlıklarından borçlarının mahsup edilmesi sonucu ulaşılan şirket değeridir. Yöntem, şirket değerinin öz varlıklar tarafından belirleneceğini varsayım olarak kabul eder. Öz varlık Değeri en basit şekilde, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları ve borçların ödenmesi durumunda elde edilebilecek net nakit miktarı olarak tanımlanabilmekte diğer bir değişle şirket'in tasfiye değerini içermektedir.

Tasfiye değeri, bir işletmenin işleyen teşebbüs değeri kavramından farklı bir değer kavramıdır. Sürekli büyüyen ve karlı bir sektörde **tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değerinden daha küçük olmaktadır.** Çünkü işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değerinden farklı olarak işletmedeki entelektüel sermaye, şirket imajı, marka değeri gibi maddi olmayan unsurların değerini de içermektedir. Tasfiye değeri, şirketin bir bütün olarak işleyişinin içinde anlamı olan, para ile ifade edilemeyen organizasyon sermayesinin değerini ihmal eder. Çünkü Tasfiye Değeri, şirketi işleyen bir teşebbüs olarak değerlendirmekten ziyade parça parça satılacak varlıklar toplamı olarak değerlemektedir.

Yöntemin Uluslar arası değerlendirme standartlarına daha uygun olan bir uygulaması da, "**düzeltilmiş öz varlık değeri**" yöntemidir. Bu yöntemde, Şirket mali tabloları Uluslararası Finansal Raporlama Standartları" (UFRS) na uygun olarak rayiç değerlerle ifade edilir ve öz varlıklar bu düzeltilmiş mali tablolar esas alınmak suretiyle hesaplanır. Bu yöntemin uygulamasında, özellikle Şirket aktifinde yer alan ve tarihi değerlerle ifade edilmiş varlıkların Uluslar arası standartlara uygun olarak, yetkili kuruluşlarca değerlemeye tabi tutulması önem arz etmektedir.

### 3.6.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İndirgenmiş nakit akımları analizi, özü itibariyle, **Şirketin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının iskonto edilerek net bugünkü değeriyle ifadesidir.** Şirketin gelişme trendini fiyatlara yansıtıyor olması sebebiyle, diğer yaklaşımlara göre üstünlükleri bulunmakta olup, tüm dünyada genel kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan bir analiz yöntemidir.

Bu analiz yöntemleri kullanılarak şirket değerlemesi gerçekleştirilmesine yönelik uygulamalarda, üç temel girdi (yeya bağımsız değişken) kullanılmaktadır.

Bunlar;

- 1-Şirket'in gelecek yıllarda gerçekleştireceği nakit akımları,
- 2-İndirgeme oranı,
- 3-Devam Eden Değer(DED veya Terminal Değer)'dir.

**Devam eden değer,** Şirket'in nakit akımlarının tahmin edildiği dönem (genellikle 5 yıl) den sonra, sonsuza kadar alacağı değerdir.

Her türlü Şirket yatırımının Şirket'e nakit olarak dönüşünün uzun yıllara yayılması, Devam eden değer Şirket değeri içerisinde (çoğu analizlerde %50'lere varan) yüksek değerlere ulaşması sonucunu doğurmakta, bu husus ise analizlerde DED'in tahminini en az iskonto oranı kadar önemli kılmaktadır. Bu sebeple, teoride DED'in hesaplanmasında, "*Sürekli ve Sabit Büyüme Modeli*", "*Değer Sürücüsü Modeli*" ve "*Ekonomik Kar Yöntemi*" gibi ayrı modeller geliştirilmiş, hatta, DED'i dikkate almayan bazı İNA yaklaşımları da (Tasfiye Değeri Yöntemi ve Karşılaştırmalı Değerleme Yöntemi gibi) geliştirilmiştir.



**DED**'in hesaplanmasında sürekli ve sabit büyümeyi esas alan İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre, bir şirketin değeri, o şirketin gelecek yıllardaki faaliyetleri sonucunda yaratacağı serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamına eşit olup aşağıda sunulan denklem, serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamını ifade etmektedir.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{i=1}^N \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{CF * (1+g)}{(r-g) * (1+r)^n}$$

CF (Cash Flow)	=	Serbest Nakit Akımı
r (AOSM)	=	İskonto Oranı (enflasyon + risk seviyesini yansıtan reel getiri)
g (Büyüme)	=	Nakit Akımlarının (n + 1 ) yılından itibaren büyüme hızı

Şirket'in gelecekte yaratması beklenen değer belirlenmesi için yapılan uzun dönemli projeksiyonlar sonunda, şirketin **devam eden değeri** hesaplanarak nakit akımlarının bugünkü değerine ilave edilmekte ve şirket'in bugünkü değeri hesaplanmaktadır.

Şirketin, gelecekte yaratması beklenen **Serbest nakit akımlarının** belirlenebilmesi için beş yada on yıl gibi uzun dönemli projeksiyonlar yapılmakta ve elde edilen nakit akımları, şirketin, sektörün ve ekonominin taşıdığı risk seviyesine göre belirli bir ıskonto oranı ile indirgenerek, şirketin bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Nakit Akımı Modelinde, ıskonto edilen **nakit akımı** aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.

Faaliyet	=	+	Faaliyet Karı
Nakit Akımı			(Earning Before Interest and Taxes - EBIT)
		+	Cari Yıl Amortisman Masrafı
		-	Nakit Akımlarının Ait Olduğu Dönemde Ödenen Vergi
		+	Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Giderler
		-	Sabit Kıymet Yatırımları
		- / +	Net İşletme Sermayesindeki Artış ya da Azalış

İskonto Oranı, girişimcilerin yaptıkları yatırım karşılığında talep ettikleri reel getiri oranı ile enflasyon oranının bileşik toplamını temsil etmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca yaratılacak nakit akımlarının günümüz değerine getirilmesinde kullanılan ıskonto oranı, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) esas alınarak hesaplanmakta ve AOSM aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} = \text{AOSM} = \frac{K_e * S}{(B+S)} + \frac{K_d * (1-t) * B}{(B+S)}$$

$K_e$	Sermaye Maliyeti
$K_d$	Borçlanma Maliyeti
$B$	Finansal Borcun Piyasa Değeri
$S$	Sermayenin Piyasa Değeri
$t$	Efektif Vergi Oranı

Yukarıda yer alan ifadeden de anlaşılacağı gibi AOSM, sermaye maliyeti ile borç maliyetinin ağırlıklı ortalamasıdır. Bu ifade de yer alan borçlanma maliyeti, şirketin mevcut borçlanma maliyeti olabileceği gibi, eğer gelecek yıllarda şirketin tahmini borçlanma maliyetinin mevcut borçlanma maliyetinden farklı olacağı düşünülüyorsa, tahmini borçlanma maliyeti ile de ifade edilebilir.

Sermaye maliyeti ise şirketin içerisinde bulunduğu ülkenin, sektörün ve şirketin risk seviyesine göre aşağıda sunulan tanım esas alınarak hesaplanan maliyettir.

$$\text{Sermaye Maliyeti (K}_e\text{)} = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$\beta$	Beta Katsayısı
$R_f$	Risksiz Getiri Oranı
$R_m - R_f$	Risk Primi

İNA uygulamasında Ekonomik Kar Yöntemi(EVA) , gerek tahmin dönemine ilişkin nakit akımlarının, gerekse DED'in hesaplanmasında **yatırılan sermayenin Şirket değerine katkısını** esas almaktadır. Yöntem, en basit ifade ile şirketin yatırımları üzerinden meydana getirdiği vergi sonrası nakit akımı ile firmada kullanılan sermayeye yüklenen maliyet arasındaki farkı, diğer bir deyişle **yatırılan sermayenin getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki farkın, yatırılan sermaye tutarı ile çarpımı sonucu bulunan değeri hesaplamaktadır.**

$$\text{EVA} = \text{NOPLAT} - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{AOSM}) \text{ ya da } \text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{AOSM}) \times \text{Yatırılan Sermaye}$$

NOPLAT	= Düzeltilmiş Vergiler Düşüldükten Sonraki Net Faaliyet Karı
ROIC	= Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri
AOSM	= Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Günümüz koşullarında TL esas alınarak yapılacak İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde, ülkemizdeki enflasyon ve reel getiri oranları göz önüne alındığında geleceğe (sonsuz kadar) yönelik olarak iskonto ve büyüme oranının tespiti açısından önemli riskler içermektedir. Bu sebeple, TL olarak hesaplamalardan kaynaklanan sapmaların önlenmesi amacıyla, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nin uluslar arası kabul gördüğü üzere, ABD Doları bazlı yapılması yaygın uygulamadır.

ABD Doları bazlı hesaplanan Şirket değerinin işleme konu olacağı tarih itibari ile geçerli olan kurla TL 'ye dönülmesi gerekmektedir.

Ülkemizde yabancı para cinsinden Risksiz getiri oranının belirlenmesinde, Türkiye Cumhuriyeti'nin döviz cinsinden uzun vadeli (genellikle 30 yıllık) ortalama Eurobond getiri oranları esas alınmaktadır.

Risk primi ise piyasada elde edilen ortalama getiri oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki fark ile ifade edilmektedir.

#### 4. TURİZM SEKTÖRÜ ANALİZİ

##### 4.1. Dünyada ve AB Ülkelerinde Genel Durum ve Eğilimler

Dünyadaki gelişme ve değişmelere paralel olarak turizmde de yeni bir dünya düzeni kurulması yönünde yeni bir sürece girildiğine ilişkin saptama, son dönemde daha yüksek sesle dile getirilmektedir.

Uluslararası seyahat endüstrisi bugün itibarıyla Avrupa merkezli olup Dünya turizm pazarı da Almanya ve İngiltere olmak üzere başını iki Avrupa ülkesinin çektiği Akdeniz bölgesi odaklı bir pazardır. Bu tablo aynı zamanda günümüzde dünya turizm hareketi ve düzeninin ifadesidir. Ancak bu düzen hızla değişmektedir. Son 2 yılda, özellikle turist girişlerinde, Avrupa merkezli dünya seyahat endüstrisi pazarında görülen yavaşlama ve gerilemenin karşısında Çin, Hindistan ve Rusya pazarlarından dışarı yönelen talebin güçlü artış kaydetmesi dikkatlerin buralara yöneltilmesini gerektirmektedir.

Dünya Turizm Örgütü (UNWTO)'nün hazırladığı raporlarda, dünya turizm hareketinin merkezinin Avrupa'dan Asya'ya kayma sürecinin hızla devam ettiğini açıklamaktadır.

Günümüz dünya turizminin merkezi olan Avrupa'da önemli gelişmeler yaşanmakta olup Yunanistan başta olmak üzere bazı Avrupa Birliği ülkelerinde yaşanan ekonomik sıkıntıların neden olduğu protestolar, siyasal gelişmeleri de etkileyen sosyal patlama düzeyine ulaşmıştır. AB'nin lokomotifini Almanya'nın bütün çabalarına karşın, Avrupa Para biriminin içine girdiği belirsizlik süreci denetim altına alınamamaktadır. Avro'nun geleceği tartışılmaktadır. Avrupa, hatta dünyanın yurtdışına en çok turist gönderen iki ülkesi İngiltere ve Almanya'nın yurtdışı çıkış vergileri ile ilgili yaptıkları düzenlemeler tüketicilere ek maliyetler getirmektedir.

Dünya, bölgeler ve tek tek ülkelerdeki durum incelendiğinde, turizmde yeni bir dünya düzeni kurulma sürecine girildiği ve yeni bir dönemin başladığı açıkça görülmektedir. Aşağıdaki tabloda dünya turizmi büyüklüğünü gösteren özet tablo yer almaktadır.

	2010	2011
Turist Sayısı (milyon)	925	966
Turist sayısında büyüme ve beklentiler (%)	4 - 6	4 - 5
Turizm Harcamaları (milyar ABD \$)	880	909
Turizm harcamasında büyüme ve beklentiler (%)	3 - 4	3 - 4

##### *Dünya Turizminin Üçte Biri Akdeniz'de*

Dünya turizm hareketinin merkezi Akdeniz bölgesi hem ziyaretçi hem de turizm gelirinden en büyük payı almaktadır. Dünya Turizm Örgütü (UNWTO) verileri baz alınarak yapılan araştırma sonuçlarına göre, Akdeniz bölgesinde yer alan 21 ülke 1990'lı yılların başında dünya turist sayısının % 20- 22'sini çekerken, aradan geçen 10 yıl içinde bu pay yüzde 31'e yükselmiştir.

1991 yılından bu yana bölgeye gelen turist sayısı, yüzde 15 artışla, 149 milyondan 250 milyonu aşan bir seviyeye ulaşmış olup bu sayı dünya genelinde turist sayısının yüzde 31'i, turizm gelirlerinin yüzde 26'sı, yatak arzının ise yüzde 25'ine eşit gelmektedir.

Ülke	Gelen Ziyaretçi Sayısı		Değişim %
	2000	2009	
Fransa	75.121.000	78.500.000	4,50%
İspanya	53.600.000	52.231.099	-2,50%
İtalya	35.000.000	42.000.000	20,00%
<b>Türkiye</b>	<b>17.517.610</b>	<b>27.077.114</b>	<b>54,50%</b>
Yunanistan	15.000.000	16.151.336	7,70%
Mısır	8.103.610	12.800.000	57,60%
Hırvatistan	7.912.000	9.320.000	17,80%
Tunus	5.998.449	6.901.406	15,00%
Fas	4.293.240	8.341.000	94,30%
G. Kıbrıs	2.349.012	2.141.187	-8,80%
İsrail	1.505.000	2.670.216	77,40%

Akdeniz bölgesi, ayrıca toplam turist akınının yüzde 50'sinden fazlasını alan Avrupa'dan sonra en çok turist çeken ikinci büyük bölge konumundadır. Öte yandan Akdeniz bölgesi, yüzde 25'lik payı ile Avrupa ve Amerika'dan sonra dünyada en fazla yatak kapasitesine sahip olup bir başka deyişle, Avrupa'daki toplam yatak kapasitesinin yarısı Akdeniz'de bulunmaktadır.

Ülkeler	Yatak Sayısı (bin)		Bölgedeki Payı (%)	
	1995	1999	1995	2009
İtalya	1.739	2.087	29,50%	24,50%
Fransa	1.190	1.256	20,20%	14,70%
Yunanistan	537	716	9,10%	8,40%
İspanya	1.032	1.685	17,50%	19,80%
Türkiye	336	610	5,70%	7,10%
Mısır	120	361	2,00%	4,20%
Tunus	163	275	2,70%	3,20%

Turizm, birçok ülkede ekonomik, sosyal ve çevresel gelişmenin önemli bir nedeni olmakla birlikte temel amaç, gelişmenin sürdürülebilir olması, kaynakların doğru kullanımı ile bugünkü ve gelecekteki toplumların yaşam kalitesinin iyileştirilmesidir. Mevcut durum, sürdürülebilir kalkınmaya ilişkin belirlenmiş gelişmişlik göstergelerine göre analiz edilerek eylem kararlarının alınması önem taşımaktadır.

Gelecek yılların eğilimleri ve tüketici profiline ilişkin olarak Dünya Turizm Örgütü tarafından hazırlanan "Tourism 2020 Vision" araştırmasından elde edilen bulgulara göre:

- Bireylerin eğitim ve refah düzeyindeki yükselme artarak devam edecek ve deneyimli gezgin grubu büyüyecektir,
- Varış noktaları seçimi ve rezervasyon süreçlerinde, elektronik teknoloji bir önem kazanacaktır,
- Ortalama insan ömrünün artmasına paralel olarak emeklilik süresi uzayacak ve tatile daha çok zaman ile daha fazla kaynak ayrılacak, 65 ve üstü yaş grubundakilerin toplam turizm aktiviteleri içerisindeki yeri artacaktır,
- Bekar ve çocuksuz çiftler seyahate ve eğlenceye daha fazla zaman ve kaynak ayıracaklardır,
- Ortalama çalışma süreleri kısalarak, tatile ayrılan süreler artacaktır,
- Tüketicinin bilgilendirilmesi ve korunması evrensel sistemlere bağlanacak, kalıcı ve dengeli bir turizm gelişimi için sürdürülen kampanyaların etkisi artacaktır,
- Uluslararası turizm talebindeki büyüme devam edecektir,
- Turist hareketlerinde kutuplaşma olacak, turistlerin bazıları rahatlık ve konfor ararken bazıları da macera arayacaktır,
- Varış noktaları birer moda unsuru gibi algılanacaktır,
- Hedeflenen turistik ürün, eğlendirici, çevreyi koruyan ve eğitici unsurlardan birine veya tümüne dayalı olarak geliştirilecektir,
- Turistik ürün çeşitlendirilmesi ve güçlendirilmesi için imaj oluşturma pek çok varış noktası için önde gelen koşul olacaktır,
- Asyalı turistler turizm işletmecilerinin gözdesi haline gelecektir,
- Turizm sektöründe temiz ticaret ve sürdürülebilir turizm gelişimine yönelik tüketici kampanyaları artacaktır,
- Yıl içerisinde seyahat sayısı ve uzun mesafeli seyahatler artış gösterecektir,
- Doğu Avrupa'da son yıllarda ortaya çıkan ekonomik, siyasi ve sosyal gelişmeler uluslararası turizm hareketlerinde değişime ve çeşitliliğe yol açacaktır,
- Avrupa Birliği'ndeki oluşumlar ve Birliğe katılan ülke sayısındaki artış, uluslararası turizm hareketlerine etki edecektir,
- Diğer sektörlerde olduğu gibi turizmde de artan rekabet, teknolojik yenilik, hizmet kalitesi, tüketici bilinci ve tatmini gibi kavramları da beraberinde getirerek turizm sektörünün kendini yenilemesine neden olacaktır,
- Çevreye duyarlı turizm etkinliklerinin geliştirilmesi ve sürdürülebilir turizm kavramının daha sık olarak gündeme gelmesi söz konusu olacaktır.

#### 4.2. Türkiye'de Turizm Genel Durumu

Dünyada değişen turist talebine uygun büyük bir potansiyele sahip bulunan Türkiye, artık sıradan bir turistik varış noktası olmaktan çıkıp, bütün varlık ve kurumlarıyla Akdeniz ve Avrasya'nın en önemli bir turizm ülkelerinden biri olmuştur.

Deniz, güneş, kum gibi geleneksel turizm denince akla ilk gelen üç unsur açısından bakıldığında, Akdeniz'de sıradan bir ülke konumunda olan Türkiye, tarih, kültür, sanat, doğal güzellikler, gastronomi, folklor, sıcak ve sevecen insanları söz konusu olduğunda, aynı coğrafyada eşsiz bir üstünlüğe sahiptir.

Diğer bir deyişle Türkiye 21.inci yüzyılın farklı renk ve tatlar arayan, değişen turist profiline talep ettiği tüm özellikleri barındırmaktadır. Ülkemizin bu eşsiz potansiyelini, sürdürülebilirlik özelliğini göz ardı etmeden, turizmin hizmetine taşıyabilmek, ciddi, bilinçli ve bilimsel çalışma ve planlamayı gerekli kılmaktadır. Ekonomik, sosyal, kültürel, çevresel gelişmelerin izlenmesi, dış dünya ile verimli ilişkiler, turizm varlıklarının rasyonel kullanımı ve turizm gelirlerinin maksimizasyonu ancak turizmde etkin bir planlama ile sağlanabilmektedir.

Tarih ve kültür mirası ile birlikte doğal değerleri de büyük bir zenginlik ve çeşitlilik gösteren Türkiye'nin, turizm potansiyelinin değerlendirilebilmesi amacı ile turizm yatırım ve girişimlerine sağlanan destekler ve tanıtım çabaları sonucunda turizm sektörü, ekonomik ve sosyal yaşamda ağırlıklı olarak yer almaya başlamıştır.

Türkiye'de turizm endüstrisinin gelişimi, planlı dönem öncesi (1923-1963) ve 1963'ten günümüze planlı dönem olmak üzere iki ana kategoride değerlendirilebilir. Planlı dönem öncesinde turizm sektörü ile ilgili gelişme son derece sınırlı olmakla birlikte, turizmin devletin gündeminde yer aldığı görülmektedir.

1963-1983 döneminde turizm politikasının temel hedefi, turizm gelirleriyle ödemeler dengesine katkıda bulunmak; döviz gelirlerini arttırmak; yeni iş alanları yaratmak ve Türk vatandaşlarına tatil olanakları sağlamaktır. Söz konusu hedefleri gerçekleştirebilmek için organizasyonlar, yasal ve finansal düzenlemeler, özel projeler olmak üzere birçok araç kullanılmıştır. Turizm Bakanlığı bu dönemin en önemli organizasyonel kuruluşudur.

1980-1990 dönemi, ülkemizde turizm sektörünün en hızlı gelişme gösterdiği yıllardır. 1982 yılında sektördeki darboğazı gidermek ve gerekli yasal düzenlemeleri yapmak için çıkarılan 2634 sayılı "Turizmi Teşvik Yasası"na bağlı kamu arazilerinin, turizm yatırımları için yatırımcılara tahsisi, turizmi geliştirme fonundan yararlanma, düşük faizli ve uzun dönemli turizm kredileri, yabancı personel ve sanatkar çalıştırabilme, gümrük muafiyeti, yatırım indirimi, teşvik kredileri, vergi indirimi, finansman fonu, teşvik primleri sektöre sağlanan teşviklerin başlıcalarıdır. Turizmin geliştirilmesi için alınan tedbirlerin, daha çok "özel sektörün teşvik edilmesi" gibi ülkenin liberal ekonomik tercihlerini yansıtan veya alt ve üst yapının oluşturulmasına ilişkin konularda yoğunlaştığı ve bütün planlarda yer aldığı görülmektedir.

Ayrıca, söz konusu dönemde yatak sayısı 56.000'den 173.000'e ulaşmış, ülkeye gelen turist sayısı ise 1,2 milyondan 5,3 milyona yükselmiştir. Aynı şekilde, turizm sektörünün diğer alt sektörlerinde de önemli gelişmeler olmuş, Türkiye'nin Batı Avrupa ülkelerinde "moda ülke" olması ve arz-talep dengesinin arz lehine oluşması ile Türkiye turizmi gelişme göstererek, turizmin ülke ekonomisine olan katkısı artmış ve turizm önemli bir istihdam alanı haline gelmiştir.

Türkiye'de turizm sektörü 1991 yılından itibaren iki dönem halinde incelenebilir:

- a) **1991-1997 dönemi:** Birinci Körfez Savaşı ile birlikte başlayan fiyat düşürme ile ilgili gelişmeler, turizm işletmelerinin, rakip ülkeler düzeyindeki fiyatları genel kabul olarak benimsemeleri sonucunu doğurmuştur. Bu dönemin ikinci belirgin gelişimi, 1990 yılı öncesinde gündemde olmayan iç turizmin, ciddi bir pazar olarak ortaya çıkması ve turizm işletmeleri tarafından kabul görmesidir. Söz konusu yıllarda, iç turizm etkinliklerine katılanların sayısı milyonlarla ifade edilmeye başlamıştır.
- b) **1998 ve sonrası:** Türkiye'de turizm sektöründe işletme anlayışı, çevre ile ilgili konulara gösterilen duyarlılık ve yatırımların yönlendirilmesinde farklılıklar görülmektedir. Başlangıçta, genellikle inşaat sektöründe faaliyet gösteren firmaların yatırımcı olarak turizme girmesine tanık olunurken, son yıllarda bu eğilimlerde azalma gözlenmektedir. 1998 yılını izleyen dönemin bir başka özelliği de, "her şeyi devletten bekleme" döneminin turizm sektörü için ortadan kalkmaya başlamasıdır. Ancak, devlet ile özel sektör arasındaki rol paylaşımının detaylı olarak tespit edilmemesi, sektördeki verimliliğin düşmesine yol açmaktadır.

#### 4.2.1. Turizm Gerçekleşmeleri

##### Turizm Tesisleri

"Turizm Yatırım Belgesi" tesis sayısının değişimi 2010 yılı itibari ile - % 2 olup Akdeniz bölgesinde bulunan "Turizm Yatırım Belgesi" tesis sayısı toplam tesisin yaklaşık % 51 üne ve Antalya bölgesinde yer alan tesis sayısı ise toplamın % 23 üne denk gelmektedir.

#### Yıllara Göre Turizm Belgesi Konaklama Tesislerinin Sayısı (1970 - 2010)

Yıllar	Turizm Yatırımı Belgesi				Turizm İşletmesi Belgesi			
	Tesis Sayısı	Oda Sayısı	Yatak Sayısı	YoY (5 Yıl)	Tesis Sayısı	Oda Sayısı	Yatak Sayısı	YoY (5 Yıl)
2000	1.300	113.452	243.794		1.824	156.367	325.168	
2001	1.237	106.683	229.047		1.998	177.371	368.819	
2002	1.138	102.972	222.876		2.124	190.327	396.148	
2003	1.130	111.894	242.603		2.240	202.339	420.697	
2004	1.151	118.883	259.424		2.357	217.664	454.290	
2005	1.039	128.005	278.255	3%	2.412	231.123	483.330	8%
2006	869	123.326	274.687	4%	2.475	241.702	508.632	7%
2007	776	112.541	254.191	3%	2.514	251.987	532.262	6%
2008	772	113.487	258.287	1%	2.566	268.633	567.470	6%
2009	754	103.119	231.456	-2%	2.625	289.383	608.765	6%
2010	877	114.771	252.984	-2%	2.647	299.621	629.465	5%

<b>Akdeniz</b>	205	37.640	82.703		794	150.132	319.630
<b>Antalya</b>	129	25.942	57.365		686	143.784	306.535

"Turizm İşletmesi Belgesi" tesis sayısının değişimi, 2010 yılı itibari ile % 5 olup Akdeniz bölgesinde bulunan "Turizm İşletmesi Belgesi" tesis sayısı toplam tesisin yaklaşık % 51 ine ve Antalya bölgesinde yer alan tesis sayısı ise toplamın % 49 üne denk gelmektedir.

##### Gelen Ziyaretçiler Sayısı :

2011 yılı Ekim ayında itibari ile yabancı sayısı geçen yılın aynı ayına göre %7,03 artış göstermiş olup yabancı ziyaretçi sayısı ise 3.039.754 kişi olmuştur. Gelen ziyaretçilerin % 9,97 diğer bir deyişle 303.189 kişi günübürlüktür.

#### Türkiye'ye Gelen Yabancı Ziyaretçilerin Yıllara Ve Aylara Göre Dağılımı

Aylar	Yıllar			% Değişim Oranı	
	2009	2010	2011*	2010/2009	2011/2010
Ocak	751.817	809.974	975.723	7,74	20,46
Şubat	898.927	953.848	1.079.505	6,11	13,17
Mart	1.207.729	1.414.616	1.617.782	17,13	14,36
Nisan	1.750.281	1.744.628	2.290.722	-0,32	31,3
Mayıs	2.718.788	3.148.337	3.283.125	15,8	4,28
Haziran	3.263.089	3.500.024	3.780.637	7,26	8,02
Temmuz	4.343.025	4.358.275	4.597.475	0,35	5,49
Ağustos	3.760.372	3.719.180	4.076.783	-1,1	9,62
Eylül	3.136.010	3.486.319	3.923.546	11,17	12,54
Ekim	2.617.193	2.840.095	3.039.754	8,52	7,03
Kasım	1.403.740	1.491.005		6,22	
Aralık	1.226.143	1.165.903		-4,91	
<b>Toplam</b>	<b>27.077.114</b>	<b>28.632.204</b>		<b>5,74</b>	
<b>10 Aylık Toplam</b>	<b>24.447.231</b>	<b>25.975.296</b>	<b>28.665.052</b>	<b>6,25</b>	<b>10,36</b>

(\*): Veriler geçicidir.

Ekim ayı itibari ile yabancı ziyaretçilerin en çok giriş yaptıkları sınır kapılarının bağlı olduğu iller sıralamasında ilk 5 il aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir.

1- ANTALYA	%34,18	(1.039.042)
2- İSTANBUL	%27,42	(833.551)
3- MUĞLA	%9,27	(281.785)
4- EDİRNE	%6,44	(195.710)
5- İZMİR	%4,52	(137.538)

2011 yılı Ocak-Ekim döneminde Ülkemizi ziyaret eden yabancı sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %10,36 artarak 28.665.052 kişi olmuştur.

Ocak-Ekim döneminde Ülkemize gelen yabancı ziyaretçilerin en çok giriş yaptıkları sınır kapılarının bağlı olduğu iller sıralamasında ilk 5 il aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir.

1- ANTALYA	%35,06	(10.051.043)
2- İSTANBUL	%24,11	(6.911.746)
3- MUĞLA	%10,65	(3.053.299)
4- EDİRNE	%8,18	(2.344.070)
5- İZMİR	%4,44	(1.272.580)

*Gelen Ziyaretçilerin Milliyetlerine Göre Dağılımları :*

2011 yılı Ocak-Ekim döneminde Ülkemize en çok ziyaretçi gönderen ülkeler sıralamasında Almanya %15,35 (4.400.064) ile birinci, Rusya Fed. %11,74 (3.364.387) ile ikinci, İngiltere %8,67 (2.484.618) ile üçüncü sırada bulunmakta ve İngiltere'yi İran, Bulgaristan, Hollanda, Fransa, Gürcistan, Suriye ve A.B.D. izlemektedir.

**2009-2011(\*) Yılları Ocak-Ekim Döneminde Ülkemize Gelen  
Yabancıların Milliyetlere Göre Dağılımı - İlk 10 Ülke**

Ülkeler	2011*	Mil.Pay%	2010	Mil.Pay%	2009	Mil.Pay%
Almanya	4.400.064	15,35	3.987.136	15,35	4.038.566	16,52
Rusya Fed.	3.364.387	11,74	2.996.560	11,54	2.581.244	10,56
İngiltere	2.484.618	8,67	2.592.658	9,98	2.337.902	9,56
İran	1.662.481	5,80	1.649.148	6,35	1.150.771	4,71
Bulgaristan	1.246.806	4,35	1.191.479	4,59	1.176.046	4,81
Hollanda	1.161.591	4,05	1.014.736	3,91	1.057.054	4,32
Fransa	1.044.123	3,64	850.393	3,27	852.048	3,49
Gürcistan	963.865	3,36	918.218	3,53	877.151	3,59
Suriye	828.456	2,89	748.035	2,88	390.666	1,60
A.B.D.	675.070	2,36	574.741	2,21	584.670	2,39
Diğer	10.833.591	37,79	9.452.192	36,39	9.401.113	38,45
<b>Genel Toplam</b>	<b>28.665.052</b>	<b>100</b>	<b>25.975.296</b>	<b>100</b>	<b>24.447.231</b>	<b>100</b>

(\*): Veriler geçicidir.



*Gelen Ziyaretçi Profili :*

Turizmde 3. atılım dönemi sürecine giren Türkiye’de çok hızlı bir değişim ve önemli gelişmeler yaşamakta olup bu kapsamda müşteri kitlesi, talep yapısı, pazar dağılımı, yatırımlar gibi ana konularda önemli değişim süreçlerinden geçmektedir. Türkiye’ye gelen yabancı ziyaretçilerin gelir durumuna göre dağılımı incelendiğinde, son 10 yılda orta gelire mensup grubun toplam girişlerdeki payı gerilerken yüksek gelir grubuna mensup kişilerin oranı artmaktadır.

2001 yılında Türkiye’ye gelen yabancı ziyaretçilerin yüzde 13.39’unu düşük gelirli kesim oluştururken, bu oran 2009’da yüzde 12.27’ye düşmüştür. Buna karşılık aynı dönemde yüksek gelir grubuna mensup kişilerin toplam içindeki oranı yüzde 13.63’ten yüzde 18.17’ye yükselmiştir.

**Türkiye’ye Gelen Yabancı Ziyaretçilerin Gelir Grubuna Göre Dağılımı (Yüzde)**

Gelir Grubu	2001 payı (%)	2009 payı (%)	Artış (milyon kişi)
Düşük	13,39%	12,27%	1,2
Orta	72,98%	69,55%	7,2
Yüksek	13,63%	18,17%	2,5

Türkiye’ye gelenlerin en büyük bölümünü oluşturan orta gelirli olanların toplam içindeki oranı ise yüzde 72.98’den yüzde 65.55’e düşmüştür. Bu arada Türkiye’ye gelenlerin meslek gruplarına göre dağılımı incelendiğinde de yabancı ziyaretçilerde ilk sırayı yüzde 48 ile ücretli çalışanların aldığı, bu grubu yüzde 19 ile kendi hesabına çalışanlar ve işverenlerin izlediği görülmektedir. Gelenlerin yüzde 11’i emekli iken, yüzde 5’i de işsiz konumundaki kişilerden oluşmaktadır.

*Kişi Başı Turizm Geliri :*

Son 10 yıllık süreç içinde turizm sektöründe gözlenen bir diğer eğilim de kişi başına harcamaların azalmasıdır. 2001-2010 döneminde yabancı ziyaretçiden elde ettiği geliri 7-8 milyar dolardan 15-16 milyar dolara çıkaran Türkiye, kişi başı gelirlerde ise 700 dolarlardan 512 dolara kadar düşen bir dönem geçirmiştir. 2010 yılının sonlarına gelirken de bu rakamın 520 dolara indiği gözlenmektedir.

Yıllar	TOPLAM			Yabancı			Vatandaş		
	Turizm Geliri (1000 \$)	Ziyaretçi Sayısı	Ort. Harcama	Turizm Geliri (1000 \$)	Ziyaretçi Sayısı	Ort. Harcama	Turizm Geliri (1000 \$)	Ziyaretçi Sayısı	Ort. Harcama
2001	10.067.155	13.450.121	748	7.386.246	11.276.532	655	2.680.908	2 173 589	1.233
2002	11.900.925	15.214.516	782	9.009.677	12.921.981	697	2.891.247	2 292 535	1.261
2003	13.203.144	16.302.050	810	9.676.623	13.701.418	706	3.526.520	2 600 632	1.356
2004	15.887.699	20.262.640	784	12.124.059	17.202.996	705	3.763.639	3 059 644	1.230
2005	18.153.504	24.124.501	752	13.929.300	20.522.621	679	4.224.203	3 601 880	1.173
2006	16.850.947	23.148.669	728	12.556.829	19.275.948	651	4.294.117	3 872 721	1.109
2007	18.487.008	27.214.988	679	13.989.952	23.017.081	608	4.497.055	4 197 907	1.071
2008	21.950.807	30.979.979	709	16.801.618	26.431.124	636	5.149.189	4 548 855	1.132
2009	21.249.334	32.006.149	664	15.853.074	27.347.977	580	5.396.260	4 658 172	1.158
2010	20.806.708	33.027.943	630	15.577.357	28.510.852	546	5.229.352	4 517 091	1.158
2011	17.811.488	28.727.581	620	14.009.448	24.922.819	562	3.802.040	3 804 762	999

Not : Dokuz aylık geçici veriler. ( Ocak - Eylül)

*Turizm Gelirlerinin GSYH İçindeki Payı :*

Turizm gelirleri GSYH içindeki pay yıllar itibari ile azalmakta olup turizm gelirlerinin GSYH içindeki payı 2000 yılında % 5,1 iken 2010 yılında % 2,80 olmuştur.

<b>Turizm Gelirlerinin GSYH İçindeki Payı</b>			
<b>Yıllar</b>	<b>GSYH</b>	<b>Gelir</b>	<b>Pay</b>
2001	196.736	10.067	5,10%
2002	230.494	11.901	5,20%
2003	304.901	13.203	4,30%
2004	390.387	15.888	4,10%
2005	481.497	18.154	3,80%
2006	526.429	16.851	3,20%
2007	648.754	18.487	2,80%
2008	742.094	21.951	3,00%
2009	616.703	21.249	3,40%
2010	735.828	20.807	2,80%



## 5. AKTAY TURİZM YATIRIMLARI VE İŞLETMELERİ A.Ş.'NİN ŞİRKET VE FAALİYET BİLGİLERİ

### 5.1. Genel Bilgiler

#### 5.1.1. Şirket Ortaklık Yapısı

Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeciliği A.Ş.'nin değerlendirme tarihi itibari ile sermaye dağılımı aşağıda sunulmuştur.

Hissedarlar	Hisse Oranı-(%)	Hisse Tutarı-TL
Aytur Turizm AŞ.	40,0%	30.000.000
Özak GYO AŞ.	57,0%	42.750.000
İnter Yapı AŞ.	0,9%	690.000
Ahmet Akbalık	1,6%	1.162.500
Ürfi Akbalık	0,5%	397.500
		<b>75.000.000</b>

#### 5.1.2. Kiralama Sözleşmesi Bilgileri

Aktay Otel İşletmeciliği A.Ş. ile Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. arasında imzalanan sözleşmeye ilişkin özet bilgiler aşağıda sunulmuştur.

**Sözleşme Tarihi** : 28 Şubat 2011

**Sözleşme Tarafları** : Aktay Otel İşletmeleri A.Ş. (**Kiracı**) ve Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. (**Kiralayan**)

**Sözleşme Konusu** : "Kamu Arazilerinin Turizm Yatırımlarına Tahsisi Hakkında Yönetmeliğin 16'nci maddesi gereğince Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. lehine irtifak hakkı tesisi yoluyla kesin tahsis yapılan 480 numaralı parselle bağlı üst hakkı ve bu parsel üzerinde konumlandırılan ELA QUALITY RESORT HOTEL binaları ile 5 numaralı parsel üzerinde konumlandırılan personel lojmanı olarak kullanılan tesislerin ve her iki Tesise ait tüm ünitelerin, Makine, Tesisat ve Teçhizatı, Mobilya, Mefruşat ve Teçhizatı, İşletme Teçhizatı, tüm demirbaşlar ve teçhizatları ile birlikte 5 yıldızlı otel olarak işletmek üzere kiralanmasıdır.

**Süre** : Sözleşme otelin kiracıya fiilen teslimi ile başlayacak olup 2 yıl süreli olarak akdedilmiştir.  
Kiracı sözleşmeyi hitam tarihinden evvel (90) gün içinde yenilemeyeceğini bildirmediği takdirde sözleşme yukarıda yazılı süre kadar uzatılır.

**Kira Bedeli** : İlk yıl için kira bedeli 6.000.000,-ABD \$  
İkinci yıl için asgari kira bedeli 7.000.000,-ABD \$

**Kira Ödemesi** : Her yıl Haziran – Eylül – Aralık aylarının en geç son günü olmak üzere üç eşit taksitte ödenecektir.

5.1.3. Şirket'in Amortisman ve Finansman Gideri Bilgileri

Şirket'in yıllar itibari ile amortisman ve finansman gideri bilgileri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Yıllar	Amortisman Gideri , TL			Finansman Gideri , TL		
	MDV	MODV	Toplam	Anapara Ödemesi	Faiz Ödemesi	Toplam
2007	6.122.177	4.618.884	10.741.060	18.665.500	3.071.000	21.736.500
2008	6.489.882	4.808.308	11.298.189	6.481.500	2.728.900	9.210.400
2009	6.294.763	4.429.747	10.724.510	30.302.600	1.822.200	32.124.800
2010	5.854.250	4.319.094	10.173.344	8.632.000	530.300	9.162.300
2011/09	5.041.122		5.041.122	17.092.700	386.400	17.479.100

5.1.4. Şirketin 08.11.2010 Tarihi İtibari İle Banka Borçları Hakkında Bilgi (Para Cinsi, Oran, Vade, Ödeme Koşulları)

Şirket tarafından kullanılan, 857.148 USD ve 857.148 EUR tutarlı 2 + 3 yıllık proje kredisinin kalan ödeme tablosu aşağıda sunulmuştur.

Vade	Ödeme Tutarı
21.03.2012	428.574,00 €
12.04.2012	428.574,00 \$
30.04.2012	428.574,00 €
31.05.2012	428.574,00 \$

5.1.5. Şirketin Gerçekleştirdiği Yatırımlar Ve Son Durumları Hakkında Bilgi

Şirket'in hali hazırda hayata geçirmeyi planladığı projeler ile ilgili bilgiler aşağıda sunulmuştur.

	Antalya / Demre	Aydın / Didim
<b>Ön İzin Tarihi</b>	19.10.2011	19.10.2011
<b>Mülkiyet</b>	Orman	Hazine
<b>İmar Planı</b>	Kültür ve Turizm Bakanlığı 1/5000 Ölçekli Antalya Demre Kıyı Bandı Turizm Merkezi Nazım İmar Planı Değişikliği 28/01/2010 1/1000 ölçekli Antalya Demre Kıyı Bandı Turizm Merkezi Uygulama İmar Planı Değişikliği 28.01.2011	Aydın Didim Kültür ve Turizm Koruma ve Gelişim Bölgesi Revizyon Çevre Düzeni Planı Değişikliği (Onama Tarihi : 05.07.2010) Aydın Didim Kültür ve Turizm Koruma ve Gelişim Bölgesi Mercimek Güllüdam Mevkii Nazım İmar Planı Değişikliği (Onama Tarihi : 05.07.2011) Aydın Didim Kültür Ve Turizm Koruma ve Gelişim Bölgesi Mercimek Güllüdam Mevkii Uygulama İmar Planı Değişikliği (Onama Tarihi : 05.07.2010)
<b>Parsel Alanı</b>	71.000,-m2	163.766,15m2
<b>Yapılan Ödeme</b>	13.780	22.048
<b>Yatak Kapasitesi</b>	500	800

## 5.2. Şirket Bünyesinde Yer Alan Gayrimenkuller

Rapor konusu Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. mülkiyetinde ve Antalya – Belek'te bulunan "Ela Quality Resort Hotel" ile yine aynı bölgede yer alan ve personel lojmanı amaçlı kullanılan yapılar bulunmaktadır.

Söz konusu tesisi binasının konumlandırıldığı parsel (480 Numaralı parsel) 2634 sayılı Turizm Teşvik Kanunu'nun 8'inci maddesi gereğince Turizm ve Kültür Bakanlığı'nca, "Kamu Arazisinin Turizm Yatırımlarına Tahsisi hakkında Yönetmelik" in 16'ncı maddesi gereğince, Aktay Turizm Yatırımcılık ve İşletmeleri A.Ş. lehine irtifak hakkı tesisi yoluyla kesin tahsisi yapılmıştır. Üst Hakkına ilişkin sözleşmenin bazı şartları aşağıda belirtilmiştir.

<b>Hakkın Süresi</b>	: 49 yıldır.
<b>Hakkın Başlama Tarihi</b>	: 24.06.2005 yılında başlayıp 24.06.2054 yılında sona erecektir.
<b>Hakkın Konusu</b>	: 1.000 müşteri yatağı ve 200 personel yatak kapasiteli 5 yıldızlı otel ve Turizm Yatırımı Belgesinde belirtilen üniteler yapılacaktır.
<b>Üst Hakkının Bedeli</b>	: Zemininin ilk yıla ait üst hakkının bedeli, 294.360,-TL olup takip eden yıllardaki üst hakkının bedeli, ÜFE oranında artırılabacaktır. Bu bedel tesisin proje bedelinin % 0,5'inden az olamaz. Ayrıca, yıllık toplam hasıllardan % 1 oranında pay alınacaktır.

Söz konusu gayrimenkuller SPK'nun "Gayrimenkul Değerleme Şirketleri" listesinde yer alan Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından değerlendirilmesine tabi tutulmuş ve rayiç değer tespitleri yapılmıştır. Değerleme Şirketi tarafından hazırlanan 01/11/2011 tarih ve SvP\_11\_ÖzakGYO\_REV\_05 No'lu Rapor örneği çalışma dosyasına alınmıştır.

### Rapor'da yer alan bilgilere göre;

- Şirket aktifinde bulunan Antalya – Belek bölgesindeki **Ela Quality Resort Hotel**, "Kamu Arazisinin Turizm Yatırımlarına Tahsisi Hakkında Yönetmeliğin 16'ncı Maddesi" ne göre Şirket lehine irtifak hakkı tesisi yolu ile kesin tahsis yapılmış olan yaklaşık 90.000,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü arazi üzerinde konumlandırılmış olup yaklaşık 110.000,-m<sup>2</sup>lik kullanım alanına sahiptir.

### Ela Quality Resort Hotel Toplam Kullanım Alanları (m<sup>2</sup>)

Mahal Adı	Alan (m <sup>2</sup> )
İdari Kısımlar	7.893,00
Diğer Alanlar	4.000,00
Teknik Kısımlar	12.893,00
Spa + Wellness	4.856,00
Toplantı Alanları	3.722,00
Yeme İçme Bölümü	10.852,00
Oda	32.109,00
Diğer Alanlar (Balkon ve Teras)	9.162,00
<b>KAPALI ALANLAR TOPLAMI</b>	<b>85.487,00</b>
Havuz Alanı	12.907,00
Diğer Açık Alanlar	4.240,00
Peyzaj Alanı (Yürüyüş Yolları + Meydanlar Çevre Düzenlemesi)	7.453,00
<b>AÇIK ALANLAR TOPLAMI</b>	<b>24.600,00</b>
<b>GENEL TOPLAM</b>	<b>110.087,00</b>

- Aynı bölgede 8.562,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü arsa üzerinde konumlandırılan, 10.250,-m<sup>2</sup> kapalı alana sahip personel lojmanı olarak kullanılan bina bulunmaktadır.

Açıklama	Alan (m <sup>2</sup> )
Ana Bina	4.870
Teras	910
Dinlenme Alanları	410
Makine Dairesi	150
Gün Isı Sistemleri	1.050
<b>TOPLAM ( I )</b>	<b>7.390</b>

- Söz konusu parsel üzerinde yer alan diğer kullanım alanlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Açıklama	Alan (m <sup>2</sup> )
Havuz	120
Sportif Alanlar	1.500
Jen , Trafo ,Kazan	115
Sera	310
Güvenlik	15
Otopark	800
<b>TOPLAM ( II )</b>	<b>2.860</b>

<b>EK HİZMET BİNASI OLARAK ANILAN YAPILARIN TOPLAM ALANI ( I + II )</b>	<b>10.250</b>
---	---------------

#### 5.2.1. ELA QUALITY RESORT HOTEL PAZAR BİLGİLERİ

Şirket kayıtlarının ve tarafımıza sunulan bilgilerin incelenmesiyle, Otel müşterilerinin yaklaşık % 15 'ini yerli turistlerin ve % 85 'ini ise yabancı turistlerin oluşturduğu anlaşılmaktadır. Yabancı turistlerin ülke bazında dağılımlarına bakıldığında aşağıdaki ülkeler ön plan çıkmaktadır.

- BDT Ülkeleri
- Almanya
- Belçika
- Hollanda
- İngiltere
- Balkan Pazarı
- Ortadoğu Pazarı
- İskandinav Pazarı

#### 5.2.2. ELA QUALITY RESORT HOTEL'in Rekabet Ettiği Diğer Oteller

Ela Quality Resort Hotel konaklama fiyatları, Antalya bölgesi benzer otellerinin en üst fiyat aralıklarında bulunmakta olup tesis bölgede en yüksek fiyatlanan 3-4 tesisten birisi konumundadır. Aynı bölgede bulunan Rixos Premium, Gloria, Cornelia, Calista oteller ile rekabet edilmektedir.

Ela Quality Resort Hotel'in bölgede yer alan diğer oteller ile rekabette avantaj olarak kabul ettiği üstün özellikler;

- Mimari konsept
  - İşletme konsepti
  - Çocuk ve aile konseptinin ön plana çıkarılması ve
  - Mimari yapının işletme verimliliğine uygun olarak yapılması
- olarak sıralanmaktadır.



### 5.2.3. ELA QUALITY RESORT HOTEL Satış Stratejileri

Pazarlama faaliyetleri, ağırlıklı olarak tur operatörleri vasıtasıyla yapılmakta olup kapıdan satış ve call center vasıtasıyla yapılan pazarlama faaliyetleri de vardır.

Şirket, farklı Pazar bölgeleri için farklı tur operatörleri ile anlaşmalar yapılmıştır.

Avrupa Pazarı	:	TUİ
BDT Pazarı	:	Teztur, Odeon, Pegas, Anex
Türkiye Pazarı	:	Setur, Jolly Tur

Özellikle, 2011 yılı başında TUİ ile yapılan anlaşma ile TUİ'nin Türkiye'de ilk olarak uygulayacağı "Puravida" konsepti Ela Quality Resort Hotel'de uygulanacaktır.

"Pruvida" konsepti ile dinlenme ve eğlence bir arada bulunmakta olup Göl Evleri bölgesi bu tarz tatili sevenler için düzenlenmiştir. Kalabalık, eğlence ve hareketi sevenler ise tesisin ana bina ve ana havuz bölgesi için düzenlenmiştir.

Bu sözleşme ile tesis kapasitesinin önemli bir kısmı TUİ müşterilerine ayrılmış olup Mayıs, Haziran, Temmuz, Ağustos, Eylül ve Ekim ayları dışında kalan dönemlerle ilgili yaşadığı doluluk problemi çözülebilecektir. Özellikle kış aylarında TUİ tarafından Avrupa'dan getirilecek misafirlerle otelin doluluk artışı sağlanacak ve bu dönemlerle ilgili karlılık hedefi artırılacaktır.

### 5.2.4. ELA QUALITY RESORT HOTEL Yıllar İtibariyle Doluluk Oranları

Aşağıdaki tabloda Şirket bünyesinde yer alan Ela Quality Resort Hotel'in yıllar ve oda sınıfları (standart ve nitelikli oda ayırımına göre) itibari ile

- satışa hazır yatak sayısı
  - satılan yatak ve doluluk oranları
- aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Net Konaklama Geliri , bin TL	2007	2008	2009	2010
<b>Konaklama Geliri</b>	<b>19.517</b>	<b>38.820</b>	<b>38.989</b>	<b>47.050</b>
Ortalama Yatak Satış Geliri	118	176	204	203
Büyüme %		49,6%	15,9%	-0,8%
Satılan Yatak Adedi	165.649	220.179	190.748	231.969
Doluluk Oranı %	36,2%	48,2%	41,7%	46,8%
Satılabilir Yatak Kapasitesi	457.068	457.068	456.955	495.253
SYK / TYK	81,6%	81,6%	81,6%	88,4%
Toplam Yatak Kapasitesi	560.275	560.275	560.275	560.275



**6. AKTAY TURİZM YATIRIMLARI VE İŞLETMELERİ A.Ş. MALİ TABLOLARI**

**6.1. Şirket Bilançoları**

AKTİF (VARLIKLAR)	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.09.2010	31.09.2011
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>6.284.485</b>	<b>19.418.829</b>	<b>11.352.667</b>	<b>18.273.610</b>	<b>10.644.340</b>	<b>24.005.764</b>	<b>23.223.252</b>
<b>HAZIR DEĞERLER</b>	<b>308.280</b>	<b>893.252</b>	<b>770.351</b>	<b>9.945.438</b>	<b>3.960.222</b>	<b>13.678.719</b>	<b>11.172.362</b>
Kasa	257.739	201.307	427.358	19.219	50.323	91.442	299.714
Alınan Çekler	0	0	0	0	0	2.569.550	63.387
Bankalar	50.541	320.867	308.546	9.816.129	3.712.934	10.997.473	10.765.743
Verilen Çekler (-)	0	0	0	0	0	-725.664	-9.351
Diğer Hazır Değerler		371.079	34.447	110.091	196.964	745.918	52.868
<b>TİCARİ ALACAKLAR</b>	<b>4.130</b>	<b>9.709.306</b>	<b>3.081.278</b>	<b>3.961.978</b>	<b>4.599.118</b>	<b>7.522.539</b>	<b>11.502.523</b>
Alıcılar	0	1.191.278	1.351.500	1.899.046	2.567.181	7.399.933	11.403.019
Alacak Senetleri	0	8.515.578	1.682.839	1.990.223	1.960.329	51.452	58.733
Verilen Depozito ve T.	4.130	2.450	1.631	12.138	9.728	12.353	135
Şüpheli Ticari Alacaklar	0	0	219.988	508.743	921.576	840.545	1.077.766
Şüpheli Ticari Alacaklar K.	0	0	-174.680	-448.172	-859.696	-781.744	-1.037.130
<b>DİĞER ALACAKLAR</b>	<b>0</b>	<b>36.492</b>	<b>995.576</b>	<b>52.328</b>	<b>55.272</b>	<b>55.272</b>	<b>139.802</b>
Ortaklardan Alacaklar	0	36.492	161.980	0	0	0	0
Personelden Alacaklar	0	0	6.205	1.265	0	0	0
Diğer Çeşitli Alacaklar	0	0	827.391	51.062	55.272	55.272	139.802
<b>STOKLAR</b>	<b>0</b>	<b>1.011.698</b>	<b>1.125.054</b>	<b>1.180.980</b>	<b>1.529.036</b>	<b>1.607.534</b>	<b>90.031</b>
İlk Madde ve Malzeme	0	865.660	957.202	991.449	1.229.296	1.523.924	0
Ticari Mallar	0	0	26.931	20.044	20.534	22.381	0
Verilen Sipariş Avansları	0	146.038	140.921	169.487	279.206	61.229	90.031
<b>GELECEK AY. AİT G./G. T.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>299.330</b>	<b>292.665</b>
Gelecek Aylara Ait G.	0	0	0	0	0	299.330	282.762
Gelir Tahakkukları	0	0	0	0	0	0	9.903
<b>DİĞER DÖNEN V.</b>	<b>5.972.075</b>	<b>7.768.081</b>	<b>5.380.409</b>	<b>3.132.886</b>	<b>500.693</b>	<b>842.369</b>	<b>25.868</b>
Devreden K.D.V.	5.946.364	7.749.525	5.342.182	3.065.962	443.389	720.182	0
Diğer K.D.V.	0	0	13.554	10.924	28.031	40.054	0
İş Avansları	22.461	10.743	10.966	18.474	0	35.035	8.498
Peşin Ödenen Vergi	0	4.210	6.824	12.604	5.162	13.576	7.080
Personel Avansı	3.250	3.603	6.884	24.921	24.110	33.523	10.289
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>59.863.414</b>	<b>89.826.925</b>	<b>89.201.419</b>	<b>79.249.410</b>	<b>68.772.019</b>	<b>71.210.025</b>	<b>65.214.297</b>
<b>TİCARİ ALACAKLAR</b>	<b>0</b>	<b>6.896</b>	<b>10.314</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Alıcılar	0	0	8.923	0	0	0	0
Verilen Depozito ve T.	0	6.896	1.391	0	0	0	0
<b>MALİ DURAN V.</b>	<b>4.224</b>	<b>4.224</b>	<b>4.224</b>	<b>4.224</b>	<b>4.224</b>	<b>4.224</b>	<b>4.224</b>
İştirakler	4.224	4.224	4.224	4.224	4.224	4.224	4.224
<b>MDV</b>	<b>45.863.134</b>	<b>73.634.702</b>	<b>73.334.348</b>	<b>67.515.957</b>	<b>63.627.479</b>	<b>63.877.630</b>	<b>62.755.212</b>
Arazi ve Arsalar	345.000	0	0	0	0	0	0
Binalar	0	58.863.266	63.325.310	63.480.533	65.465.045	63.480.533	67.883.321
Tesis, Makine ve Cihazlar	0	5.825.034	6.104.792	6.208.781	5.806.819	6.293.129	5.873.434
Taşıtlar	415.270	688.591	716.925	716.925	374.598	579.411	503.883
Demirbaşlar	313.612	13.047.422	15.184.949	15.641.263	15.010.496	16.321.215	18.930.880
Birikmiş	-127.007	-6.336.744	-12.815.827	-19.110.591	-23.632.521	-23.374.917	-31.019.261
Amortismanlar(-)							
Yapılmakta Olan Y.	39.082.151	0	0	0	0	0	0
Verilen Avanslar	5.834.109	1.547.134	818.198	579.046	603.042	578.258	582.955
<b>MODV</b>	<b>13.915.579</b>	<b>15.701.948</b>	<b>13.986.671</b>	<b>9.574.478</b>	<b>4.120.716</b>	<b>6.349.192</b>	<b>1.811.196</b>
Haklar	16.145.073	16.145.073	16.145.073	16.145.073	2	16.145.073	11.080
Kuruluş ve Örgütlenme	33.948	33.948	33.948	33.948	1	33.948	1
M.O.D.V Finansal K.	1.074.053	7.637.808	10.419.322	10.419.322	7.447.621	10.419.322	2.701.156
Diğer MODV	7.537	57.856	80.358	97.912	63.688	137.385	89.347
Birikmiş Amortismanlar (-)	-3.345.032	-8.172.736	-12.692.030	-17.121.777	-3.390.596	-20.386.535	-990.388
<b>GELECEK YIL. AİT T</b>	<b>80.476</b>	<b>479.155</b>	<b>1.865.862</b>	<b>2.154.752</b>	<b>1.019.600</b>	<b>978.980</b>	<b>643.665</b>
Gelecek Yıllara Ait G.	80.476	479.155	1.865.862	2.154.752	1.019.600	978.980	643.665
<b>AKTİF (VARLIKLAR)</b>	<b>66.147.898</b>	<b>109.245.754</b>	<b>100.554.086</b>	<b>97.523.020</b>	<b>79.416.360</b>	<b>95.215.789</b>	<b>88.437.548</b>



P A S İ F (KAYNAKLAR)	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.09.2010	31.09.2011
<b>KVY KAYNAKLAR</b>	<b>13.432.755</b>	<b>24.725.073</b>	<b>11.838.884</b>	<b>3.511.697</b>	<b>6.568.274</b>	<b>11.978.943</b>	<b>11.791.699</b>
<b>MALİ BORÇLAR</b>	<b>8.107.343</b>	<b>12.894.506</b>	<b>7.081.000</b>	<b>194.204</b>	<b>188.199</b>	<b>2.419.736</b>	<b>9.522.611</b>
Banka Kredileri	7.790.000	9.936.092	7.081.000	194.204	188.199	2.419.736	9.522.611
Fin. Kiralama İ. Borçlar	355.282	3.151.182	73	37	35	522	-18
Ert. Finansal Kir. Borç.M.(-)	-37.940	-192.768	-73	-37	-35	-522	18
<b>TİCARİ BORÇLAR</b>	<b>4.743.434</b>	<b>2.814.377</b>	<b>1.763.014</b>	<b>1.514.407</b>	<b>1.600.325</b>	<b>2.532.398</b>	<b>1.297.403</b>
Satıcılar	2.696.998	2.002.963	937.481	874.019	1.071.422	2.031.419	796.424
Borç Senetleri	1.350.423	376.795	514.554	139.409	27.924	0	0
Alınan Depozito ve T.	696.012	434.619	310.979	500.979	500.979	500.979	500.979
<b>DİĞER BORÇLAR</b>	<b>32.778</b>	<b>275.606</b>	<b>295.309</b>	<b>274.812</b>	<b>347.291</b>	<b>634.384</b>	<b>11.049</b>
Personele Borçlar	32.778	275.453	295.309	8.230	0	0	11.049
Diğer Çeşitli Borçlar	0	154	0	266.582	347.291	634.384	0
<b>ALINAN AVANSLAR</b>	<b>0</b>	<b>8.157.205</b>	<b>1.599.837</b>	<b>766.811</b>	<b>3.746.162</b>	<b>4.399.551</b>	<b>421.033</b>
Alınan Sipariş Avansları	0	8.157.205	1.599.837	766.811	3.746.162	4.399.551	421.033
<b>ÖD. VERGİ ve DİĞER Y.</b>	<b>392.653</b>	<b>243.817</b>	<b>212.288</b>	<b>150.390</b>	<b>184.692</b>	<b>344.772</b>	<b>339.282</b>
Öd. Vergi ve Fonlar	132.530	101.725	84.534	44.153	58.425	96.394	335.269
Öd. S.G. Kesintileri	260.124	142.092	127.753	106.237	126.267	248.378	4.013
<b>BORÇ ve GİDER K. (-)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>17.658</b>	<b>-84.530</b>	<b>1.029.390</b>	<b>41.000</b>
Dönem Karı Vergi - Yük.	0	0	0	0	650.559	0	0
Dönem Kârının Peşin Ö.V.	0	0	0	0	-735.089	1.029.390	0
Kıdem Tazminatı K.(-)	0	0	0	0	0	0	0
Maliyet Giderleri K.(-)	0	0	0	17.658	0	0	41.000
<b>GEL.AYLARA AİT G ve G. T.</b>	<b>156.547</b>	<b>339.562</b>	<b>887.435</b>	<b>593.415</b>	<b>586.135</b>	<b>618.712</b>	<b>159.320</b>
Gel.Aylara Ait Gelirler	0	8.152	0	0	0	0	2.829
Gider Tahakkukları	156.547	331.409	887.435	593.415	586.135	618.712	156.491
<b>UVY KAYNAKLAR</b>	<b>11.330.876</b>	<b>19.112.595</b>	<b>25.142.597</b>	<b>26.662.462</b>	<b>10.017.041</b>	<b>10.294.508</b>	<b>4.097.498</b>
<b>MALİ BORÇLAR</b>	<b>501.249</b>	<b>19.112.595</b>	<b>23.339.441</b>	<b>24.745.635</b>	<b>9.244.555</b>	<b>9.568.555</b>	<b>3.738.022</b>
Banka Kredileri	0	17.249.400	21.918.600	24.745.635	9.244.555	9.568.555	3.738.022
Finansal Kiralama İ.B.	529.238	1.908.468	1.457.171	3.889	3.081	3.069	0
Ertelenmiş Fin.K.B.M.(-)	-27.989	-45.273	-36.330	-3.889	-3.081	-3.069	0
<b>DİĞER BORÇLAR</b>	<b>10.829.627</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Ortaklara Borçlar	10.829.627	0	0	0	0	0	0
<b>GELECEK YIL.AİT G.G.T.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.803.156</b>	<b>1.916.828</b>	<b>772.486</b>	<b>725.952</b>	<b>359.476</b>
Gelecek Yıllara Ait G.	0	0	7.537	0	0	0	0
Gider Tahakkukları	0	0	1.795.619	1.916.828	772.486	725.952	359.476
<b>ÖZ KAYNAKLAR</b>	<b>41.384.268</b>	<b>65.408.086</b>	<b>63.572.605</b>	<b>67.348.861</b>	<b>62.831.045</b>	<b>72.942.338</b>	<b>72.548.351</b>
<b>ÖDENMİŞ SERMAYE</b>	<b>46.004.152</b>	<b>46.004.152</b>	<b>46.004.152</b>	<b>46.004.152</b>	<b>50.004.152</b>	<b>50.004.152</b>	<b>69.004.152</b>
Sermaye	46.000.000	46.000.000	46.000.000	46.000.000	50.000.000	50.000.000	75.000.000
Ödenmemiş Sermaye (-)	0	0	0	0	0	0	-6.000.000
Sermaye Düzeltmesi O.F.	4.152	4.152	4.152	4.152	4.152	4.152	4.152
<b>KAR YEDEKLERİ</b>	<b>0</b>	<b>33.357.393</b>	<b>34.286.142</b>	<b>31.903.007</b>	<b>9.877.307</b>	<b>18.775.507</b>	<b>2.949.585</b>
Özel Fonlar	0	33.357.393	34.286.142	31.903.007	9.877.307	18.775.507	2.949.585
<b>GEÇMİŞ YILLAR K.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>GEÇMİŞ YILLAR Z.(-)</b>	<b>-397.183</b>	<b>-4.619.885</b>	<b>-13.953.459</b>	<b>-16.717.689</b>	<b>-10.558.299</b>	<b>-10.558.299</b>	<b>0</b>
<b>DÖNEM NET K/Z</b>	<b>-4.222.702</b>	<b>-9.333.575</b>	<b>-2.764.230</b>	<b>6.159.391</b>	<b>13.507.884</b>	<b>14.720.977</b>	<b>594.614</b>
<b>PASİF (KAYNAKLAR)</b>	<b>66.147.898</b>	<b>109.245.754</b>	<b>100.554.086</b>	<b>97.523.020</b>	<b>79.416.360</b>	<b>95.215.789</b>	<b>88.437.548</b>

6.2. Şirket Gelir Tabloları

	2006	2007	2008	2009	2010	2010/09	2011/09
<b>A- BRÜT SATIŞLAR</b>	<b>0</b>	<b>21.836.312</b>	<b>44.876.890</b>	<b>44.457.675</b>	<b>52.853.209</b>	<b>45.213.883</b>	<b>12.816.216</b>
1- Yurtiçi Satışlar	0	21.836.312	42.963.506	42.548.999	51.545.705	43.942.730	1.728.241
2- Yurtdışı Satışlar	0	0	0	0	0	0	0
3- Diğer Gelirler	0	0	1.913.384	1.908.676	1.307.504	1.271.153	11.087.975
<b>B- SATIŞ İNDİRLİMLERİ (-)</b>	<b>0</b>	<b>-1.078.238</b>	<b>-1.374.881</b>	<b>-668.062</b>	<b>-813.849</b>	<b>-617.904</b>	<b>-52.430</b>
1- Satıştan İadeler (-)	0	-650.471	-457.474	-302.865	-105.050	-71.622	-31.246
2- Satış İskontoları (-)	0	-427.767	-917.407	-365.197	-708.799	-546.281	-21.184
3- Diğer İndirimler (-)	0	0	0	0	0	0	0
<b>C- NET SATIŞLAR</b>	<b>0</b>	<b>20.758.074</b>	<b>43.502.009</b>	<b>43.789.612</b>	<b>52.039.360</b>	<b>44.595.980</b>	<b>12.763.786</b>
<b>D-SATIŞLARIN MALİYETİ (-)</b>	<b>0</b>	<b>-25.547.502</b>	<b>-35.975.947</b>	<b>-33.582.010</b>	<b>-35.556.847</b>	<b>-27.602.039</b>	<b>-10.838.908</b>
1- Satılan Mamuller Maliyeti (-)	0	0	0	0	0	0	0
2- Satılan Ticari Mallar M.i (-)	0	-3.382	-71.171	-51.820	-64.840	-59.720	-1.952.370
3- Satılan Hizmet Maliyeti (-)	0	-25.544.120	-35.904.776	-33.530.191	-35.492.007	-27.542.318	-8.886.538
4- Diğer Satışların Maliyeti (-)	0	0	0	0	0	0	0
<b>BRÜT SATIŞ K/Z</b>	<b>0</b>	<b>-4.789.428</b>	<b>7.526.061</b>	<b>10.207.602</b>	<b>16.482.513</b>	<b>16.993.941</b>	<b>1.924.878</b>
<b>E- FAALİYET GİDERLERİ (-)</b>	<b>-3.894.621</b>	<b>-6.644.841</b>	<b>-4.249.017</b>	<b>-3.311.458</b>	<b>-3.058.251</b>	<b>-2.502.691</b>	<b>-1.009.350</b>
1- Araştırma ve Geliştirme G.(-)	0	0	0	0	0	0	0
2- Pazarlama, Satış ve D.G.(-)	-335.956	-2.987.684	-3.800.427	-2.885.312	-2.614.072	-2.168.886	-435.331
3- Genel Yönetim Giderleri (-)	-3.558.665	-3.657.157	-448.590	-426.146	-444.179	-333.805	-574.019
<b>FAALİYET K/Z</b>	<b>-3.894.621</b>	<b>-11.434.269</b>	<b>3.277.045</b>	<b>6.896.145</b>	<b>13.424.262</b>	<b>14.491.250</b>	<b>915.529</b>
<b>F- DİĞER FAAL.OLAĞAN G.</b>	<b>107.239</b>	<b>3.055.428</b>	<b>9.480.906</b>	<b>5.474.863</b>	<b>7.894.655</b>	<b>6.207.194</b>	<b>2.629.924</b>
1- İştiraklerden T.Gelirleri	0	0	0	0	0	0	0
2- Bağlı Ort.dan T.Gelirleri	0	0	0	0	0	0	0
3- Faiz Gelirleri	0	180.435	25.157	77.849	258.801	233.611	63.844
4- Komisyon Gelirleri	0	0	0	0	0	0	0
5- Konusu Kalmayan Karşılıklar	0	306.069	29.502	16.713	168.420	7.570	10.907
6- Menkul Kıymet Karları	0	0	0	0	0	0	0
6- Kambiyo Karları	107.239	914.816	9.426.247	5.380.300	7.467.434	5.966.013	2.555.174
7- Diğer Olağan Gelir ve Karlar	0	1.654.108	0	0	0	0	0
<b>G- DİĞER F.OLAĞAN G.(-)</b>	<b>-11.485</b>	<b>-1.163.710</b>	<b>-14.020.969</b>	<b>-5.349.856</b>	<b>-7.497.500</b>	<b>-6.246.924</b>	<b>-2.696.311</b>
1- Komisyon Giderleri (-)	0	0	0	-12.167	0	0	0
2- Karşılık Giderleri (-)	0	0	-174.680	-290.976	-423.298	-362.906	-29.943
3- Menkul Kıymet Satış Z.(-)	0	0	0	0	0	0	0
4- Kambiyo Zararları(-)	-11.485	-1.141.202	-13.846.289	-5.046.714	-7.074.202	-5.884.018	-2.666.368
5- Reeskont Faiz Giderleri (-)	0	0	0	0	0	0	0
6- Diğer Olağan G/Z (-)	0	-22.509	0	0	0	0	0
7- Enflasyon Düzeltmesi Z (-)	0	0	0	0	0	0	0
<b>H- FİNANSMAN GİD.(-)</b>	<b>0</b>	<b>-422</b>	<b>-2.735.873</b>	<b>-1.888.788</b>	<b>-584.023</b>	<b>-520.731</b>	<b>-334.558</b>
1- Kısa Vadeli Borçlanma G.(-)	0	-422	-1.651.887	-1.006.934	-54.220	-37.602	-215.857
2- Uzun Vadeli Borçlanma G.(-)	0	0	-1.083.987	-881.854	-529.803	-483.129	-118.701
<b>OLAĞAN K/Z</b>	<b>-3.798.867</b>	<b>-9.542.974</b>	<b>-3.998.892</b>	<b>5.132.362</b>	<b>13.237.394</b>	<b>13.930.790</b>	<b>514.584</b>
<b>I- OLAĞANDIŞI G/K</b>	<b>1.681</b>	<b>366.618</b>	<b>1.486.731</b>	<b>1.174.087</b>	<b>1.047.075</b>	<b>892.160</b>	<b>304.978</b>
1- Önceki Dönem G/K	0	0	0	226.677	602	602	0
2- Diğer Olağandışı G/K	1.681	366.618	1.486.731	947.409	1.046.473	891.558	304.978
<b>J- OLAĞANDIŞI G/Z (-)</b>	<b>-425.515</b>	<b>-157.219</b>	<b>-252.069</b>	<b>-147.058</b>	<b>-126.027</b>	<b>-101.932</b>	<b>-224.947</b>
1- Çalışmayan Kısım G/Z (-)	-376.957	0	0	0	0	0	0
2- Önceki Dönem G/Z (-)	0	0	0	0	0	0	-9.168
3- Diğer Olağandışı G/Z (-)	-48.558	-157.219	-252.069	-147.058	-126.027	-101.932	-215.779
<b>DÖNEM K/Z</b>	<b>-4.222.702</b>	<b>-9.333.575</b>	<b>-2.764.230</b>	<b>6.159.391</b>	<b>14.158.443</b>	<b>14.721.017</b>	<b>594.614</b>
K-DÖNEM KARI VERGİ VE Y.Y.					-650.559		
<b>DÖNEM NET K/Z</b>	<b>-4.222.702</b>	<b>-9.333.575</b>	<b>-2.764.230</b>	<b>6.159.391</b>	<b>13.507.884</b>	<b>14.721.017</b>	<b>594.614</b>

## 7. ŞİRKET DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

### 7.1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yaklaşımıyla birim hisse senedi fiyatlamasında,

- i. Fiyat/Kazanç,
- ii. Piyasa Değeri/Defter Değeri ve
- iii. Fiyat/Nakit Akışı oranları kullanılmıştır.

Hesaplamalarda **İMKB Ortalaması** ve **Benzer Şirket oranları** dikkate alınmış olup aşağıda 30.11.2011 tarihinde yayımlanan "**Hisse Senetleri Piyasası Değerleme Oranları**" sunulmuştur.

İMKB ortalaması olarak halen İMKB'de işlem gören tüm şirketlere ait veri ortalaması(=İMKB Tüm),benzer Şirket ortalaması olarak ise, İMKB tarafından yapılan ayırım paralelinde, "**Lokanta ve Oteller**" alt sektörü verileri esas alınmıştır. Değerleme tarihi itibarıyla İMKB'nda işlem gören toplam 5 ayrı **benzer Şirket** bulunmaktadır.

#### Değerleme Oranları (31.10.2011 Tarihi İtibariyledir, Bin TL)

	Piyasa Değeri	Net Kar (Son 4 Çeyrek)	Nakit Net Temettü	Özsermaye	FK	TV (%)	PD/DD
<b>İMKB 100 TOPLAM/ORT.</b>	325.932.894	29.587.167	8.794.753	217.032.866	10,99	2,70	1,50
<b>İMKB 50 TOPLAM/ORT.</b>	279.660.355	26.496.732	7.806.088	185.578.007	10,55	2,79	1,51
<b>İMKB 30 TOPLAM/ORT.</b>	243.846.077	23.496.658	7.210.593	163.398.037	10,38	2,96	1,49
<b>İMKB TÜM TOPLAM/ORT.</b>	414.356.291	33.985.338	9.708.815	262.109.850	12,17	2,35	1,58
<b>PAZARLAR GENEL TOPLAM/ORT.</b>	419.402.916	33.761.357	9.741.830	262.676.660	12,40	2,33	1,60
<b>LOKANTA VE OTELLER</b>	<b>588.631</b>	<b>44.950</b>	<b>4.250</b>	<b>595.884</b>	<b>13,10</b>	<b>0,72</b>	<b>0,99</b>
FAVORİ DİNLENME YER.	102.227	(19.776)	---	(13.225)	---	---	---
MARMARİS ALTINYUNUS	90.455	3.569	---	47.068	25,34	---	1,92
MARTI OTEL	84.506	(5.384)	---	90.686	---	---	0,93
NET TURİZM	170.000	64.041	4.250	300.964	2,65	2,50	0,56
TEK-ART TURİZM	141.443	2.500	---	170.391	56,57	---	0,83

#### 7.1.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Bu yöntemle Şirket değeri hesaplanması çalışmalarında, 31 /10/2011 tarihi itibarı ile kamuya açıklanan **İMKB Tüm Şirketler** ve **Benzer Şirketler Piyasa Değeri / Defter Değeri** oranları esas alınmış ve bu değerler 30.09.2011 tarihli Şirket'in düzeltilmiş mali tablo verilerine uygulanmıştır.

31.10.2011	PD / DD
FAVORİ DİNLENME YER.	---
MARMARİS ALTINYUNUS	1,92
MARTI OTEL	0,93
NET TURİZM	0,56
TEK-ART TURİZM	0,83
<b>LOKANTA ve OTELLER</b>	<b>0,99</b>
<b>İMKB TÜM TOPLAM/ORT.</b>	<b>1,58</b>

- **Benzer şirketler PD / DD oranı kullanılarak yapılan analiz sonucunda** 1,-TL nominal değerli 1 payın olması gereken değeri ortalama 4,37TL bulunmuş olup bu fiyata göre hesaplanan Şirket değeri **301.711.369,-TL**'dir.
- **İMKB Tüm verileri esas alınarak yapılan analiz sonucunda** 1,-TL nominal değerli 1 payın olması gereken değeri 6,99TL bulunmuş olup bu fiyata göre hesaplanan Şirket değeri **482.643.689,-TL**'dir.

PD/DD	Sermaye	Özvarlık	DD	Şirket Değeri, TL	
				Sektör	İMKB Tüm
Aktay Turizm	69.004.152	305.429.120	4,43	301.711.369	482.643.689

#### 7.1.2. Fiyat / Kazanç Oranı

Bu yöntemle Şirket değeri hesaplanması çalışmalarında, **31 /10 /2011** tarihi itibarı ile kamuya açıklanan **İMKB Tüm Şirketler ve Benzer Şirketler Fiyat / Kazanç** oranları esas alınmış ve bu değerler 30.09.2011 tarihli Şirket'in düzeltilmiş mali tablo verilerine uygulanmıştır.

31.10.2011	F/K
FAVORİ DİNLENME YER.	---
MARMARİS ALTINYUNUS	25,34
MARTI OTEL	---
NET TURİZM	2,65
TEK-ART TURİZM	56,57
<b>LOKANTA VE OTELLER</b>	<b>13,10</b>
<b>İMKB TÜM TOPLAM/ORT.</b>	<b>12,17</b>

- **Benzer şirketler F / K oranı kullanılarak yapılan analiz sonucunda:** 1,-TL nominal değerli 1 payın olması gereken değeri ortalama 0,1128422TL bulunmuş olup bu fiyata göre hesaplanan Şirket değeri **7.786.579,-TL**'dir.
- **İMKB Tüm Şirketlerinin ortalaması esas alınarak yapılan analiz sonucunda :**1,-TL nominal değerli 1 payın olması gereken değeri 0,104864TL bulunmuş olup bu fiyata göre hesaplanan Şirket değeri **7.236.052,-TL**'dir.

F/K	Sermaye	Dönem Karı	F/K	ŞİRKET DEĞERİ, TL	
				Sektör	İMKB Tüm
Aktay Turizm	69.004.152	594.614	0,0086	7.786.579	7.236.052

#### 7.1.3. Piyasa Çarpanı Yaklaşımı Özet Sonuçları

Piyasa Çarpanları metodu çerçevesinde farklı analiz teknikleri kullanılarak hesaplanan **AKTAY TURİZM YATIRIMLARI ve İŞLETMELERİ A.Ş.** değeri aşağıda toplu olarak sunulmuştur.

	Sektör	İMKB Tüm
PD / DD	301.711.369	482.643.689
F/K	7.786.579	7.236.052

**Şirket faaliyetlerini 2011 Mart Ayı itibari ile Aktay Otel İşletmeleri A.Ş.'ne devretmesi sebebiyle faaliyet karı ve temettü verimliliğinde önemli değişimler olacağı dikkate alınarak,**

- Yöntemlerin, Şirket'in geleceğe ilişkin beklentileri yansıtmak yerine sadece gerçekleşmiş datalardan hareketle değer tespitine dayandığı,
- Kullanılan İMKB tüm verilerinin Şirket'in bulunduğu sektörü tam olarak temsil etmediği,
- Bu sapmaların, çeşitli yöntemlerle hesaplanan değerler arasındaki sapmaların da yüksek olması sonucunu doğurduğu,
- Örneği temsil eden Şirket'lerin mali tabloları da Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri uyarınca UFRS'na uygun olarak düzenlenmiş olmakla beraber, mali tablolarda özellikle gayrimenkuller ve gayrimenkullere bağlı hakların rayiç değerlerle ifadesinde örnekler arasında farklılıklar olabileceği,

hususları dikkate alınarak,

**Değerleme konusu Şirket'in değerleme çalışmalarında, Şirket değerinin "Piyasa Çarpanları Yaklaşımı" na dayalı yöntemlere dayanan bir belirlemenin hatalı sonuçlara yol açabileceği kanaatine varılmıştır.**

## 7.2. Özvarlık Yöntemi

### 7.2.1. Standart Mali Tablolar Esas Alınmak Suretiyle Hesaplanan Öz Varlık Değeri

Öz varlık Değeri, şirketin varlıklarından borçlarının mahsup edilmesi sonucu ulaşılan şirket değeridir. Yöntem, Şirket'in tasfiye değeri olarak da adlandırılmaktadır.

	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.09.2010	31.09.2011
DÖNEN VARLIKLAR	6.284.485	19.418.829	11.352.667	18.273.610	10.644.340	24.005.764	23.223.252
DURAN VARLIKLAR	59.863.414	89.826.925	89.201.419	79.249.410	68.772.019	71.210.025	65.214.297
<b>AKTİF (VARLIKLAR)</b>	<b>66.147.898</b>	<b>109.245.754</b>	<b>100.554.086</b>	<b>97.523.020</b>	<b>79.416.360</b>	<b>95.215.789</b>	<b>88.437.548</b>
KVY KAYNAKLAR	13.432.755	24.725.073	11.838.884	3.511.697	6.568.274	11.978.943	11.791.699
UVY KAYNAKLAR	11.330.876	19.112.595	25.142.597	26.662.462	10.017.041	10.294.508	4.097.498
<b>ÖZ KAYNAKLAR</b>	<b>41.384.268</b>	<b>65.408.086</b>	<b>63.572.605</b>	<b>67.348.861</b>	<b>62.831.045</b>	<b>72.942.338</b>	<b>72.548.351</b>

Şirket mali tablolarının incelenmesiyle, **30.09.2011 tarihi itibariyle Şirket öz sermayesinin 72.548.351,-TL olduğu** anlaşılmaktadır. Şirket aktifinin önemli bir kısmının **Gayrimenkul** (Duran Varlıklar) ve **gayrimenkule bağlı haklar** (Otel arsası üst hakkı bedeli, MODV) dan oluştuğu, mali gerekçelerle son dört yılda bu varlıklara ilişkin olarak toplam **32.009.649,-TL'lık amortisman** ayrılmasına rağmen bu tutarların varlıkların fiziki yıpranma ve/veya tükenmesini<sup>1</sup> doğru temsil etmediği, brüt olarak bakıldığında ise sadece maddi ve maddi olmayan duran varlıklar toplamının yaklaşık 114 milyon TL tutarında olduğu anlaşılmaktadır.

Ayrıca, şirket aktifinin önemli bir kısmını oluşturan gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı hakların, aktife giriş tarihinden günümüze kadar gayrimenkul sektöründe yaşanan değer artışları, yöntemin güvenilirliği açısından varlıkların rayiç değerlerle ifadesini zorunlu kılmaktadır.

Bu sebeple, **Şirket öz varlıklarının hesaplanmasına esas alınacak mali tablolarının, özellikle gayrimenkul ve gayrimenkullere bağlı hakların rayiç değerlerle ifade edilmesi yoluyla hazırlanması gerektiği, bu düzeltmeler yapılmaksızın hesaplanan 72.548.351,-TL tutarındaki öz varlıkların ise Şirket değerini temsil etmeyeceği sonucuna ulaşılmıştır.**

<sup>1</sup> Değerleme tarihi itibariyle, Şirket'in "Kamu Arazisinin Turizm Yatırımlarına Tahsisi Hakkında Yönetmeliğin 16ncı maddesi gereğince Şirket lehine irtifak hakkı tesisi yolu ile kesin tahsisi yapılan 480 numaralı parselde bağlı kullanım (üst) hakkının, kalan süresi 44 yıldır.

#### 7.2.2. Düzeltilmiş Mali Tablolar Esas Alınmak Suretiyle Hesaplanan Öz Varlık Değeri

Öz varlık (tasfiye) yönteminin Uluslararası değerlendirme standartlarına daha uygun olan bir uygulaması da, “**düzeltilmiş öz varlık değeri**” yöntemidir. Bu yöntemde, Şirket mali tabloları Uluslararası Finansal Raporlama Standartları” (UFRS) na uygun olarak rayiç değerlerle ifade edilir ve öz varlıklar bu düzeltilmiş mali tablolar esas alınmak suretiyle hesaplanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu’nca 09.04.2008 tarih ve 26842 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren, “Seri: XI, No.29, Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği”i uyarınca, 15.11.2003 tarihli ve 25290 sayılı resmi gazetede yayımlanan “Seri:X, No.25, Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliği” yürürlükten kaldırılmış olup, yerine, (beşinci madde ile) **işletmelerin Avrupa Birliği tarafından kabul edilen haliyle Uluslar arası Muhasebe / Finansal Raporlama Standartlarını uygulayacakları(UMS/UFRS), bu hususa bilanço dipnotlarında yer verileceği ve bu kapsamda, belirlenen standartlara aykırı olmayan Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu’nca (TMSK’ca) yayımlanan TMS/TFRS (Türkiye Muhasebe Standartları/Türkiye Finansal Raporlama Standartları ) nın esas alınacağı belirtilmiş olup geçici madde 2 ile de UMS / UFRS ‘ nin (UMSK) tarafından yayımlanan farkları TMSK tarafından ilan edilinceye kadar UMS / UFRS ‘ ler uygulanır denmektedir. Bu kapsamda, TMSK’ca yayımlanan TMS / TFRS esas alınmaktadır.**

TMSK’ca yayımlanan “**Maddi Duran Varlıklara İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS : 16) hakkında Tebliği’in 29’uncu paragraf hükmü**” ile, bir işletmenin maddi duran varlıklarının değerlemesinde, muhasebe politikası olarak **maliyet** veya **yeniden değerlendirme modelini** seçebileceği hususu belirtilerek, değerlendirme konusu varlıkların mali tablolarda, mesleki yeterliliğe sahip uzmanlar tarafından değerlendirilmesi sonucunda saptanan **gerçeğe uygun değerlerle** (değerleme yoluyla belirlenmiş piyasa değeri) **gösterilebileceği** ifade edilmektedir.

Yukarıdaki düzenlemeler uyarınca, değerlendirme konusu Şirket’in 30.09.2010 tarihli mali tablolarında;

- **“Maddi Duran Varlıklar” hesabında alt kalem olarak yer alan ,**
  - ✓ Belek Köyü, İskele Mevkii’nde yer alan, 90.150,-m2 yüzölçümlü “Kamu Arazisinin Turizm Yatırımlarına Tahsisi Hakkında Yönetmeliğin 16’ncı maddesi gereğince Şirket lehine irtifak hakkı tesisi yolu ile kesin tahsisi yapılan 480 numaralı parsel üzerinde konumlandırılan “Ela Quality Resort Hotel Binaları” ile
  - ✓ Cumalı Köyü, Boyalı Mezarlık Mevkii’nde yer alan 5 parsel numaralı, 8.562,-m2 yüzölçümlü arsa ve üzerinde konumlandırılan, personel lojmanı olarak kullanılan binalar,
- **“Maddi Olmayan Duran Varlıklar” hesabında alt kalem olarak yer alan ,**
  - ✓ “Kamu Arazisinin Turizm Yatırımlarına Tahsisi Hakkında Yönetmeliğin 16’ncı maddesi gereğince Şirket lehine irtifak hakkı tesisi yolu ile kesin tahsis yapılan 480 numaralı parsel bağli kullanım(üst) hakkı,

Sermaye Piyasası Kurulu’nca oluşturulan “Gayrimenkul Değerleme Şirketleri” listesindeki Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından hazırlanarak Rapor’a bağlanan rayiç değerlerle **hesaplara yansıtılmıştır.**

Mali tablolarda yer alan bu kalemlerin rayiç değerle ifade edilmesi, değerlendirme konusu Şirket’in bu yöntemi genel muhasebe politikası gereği tercihinden kaynaklanmayıp, değerlendirme çalışmalarının anlamlı sonuçlar vermesini teminen gerçekleştirilmiştir.

Değerleme konusu Şirket'in, yetkili kuruluşça değerlemeye konu edilen gayrimenkuller ve gayrimenkule bağlı haklara ilişkin son durum itibariyle yasal kayıtlarında yer alan bilgiler ile bu varlıklar için belirlenmiş olan rayiç değerlerin ilgili kalemlere yansıtılması suretiyle hazırlanmış "30.09.2011 Tarihli **Bilanço Formatındaki Mali Tabloları**" aşağıda verilmiştir.

30.09.2011		30.09.2011	
MDV	192.800.899	MODV	104.646.278
Arazi ve Arsalar	0	Haklar	11.080
Binalar	67.883.321	Hak	11.080
Belek Otel Binası	64.706.197	Kuruluş ve Örgütlenme G	1
Lojman Binası	3.177.124	M.O.D.V Finansal Kiralama Konusu K.	2.701.156
Tesis, Makine ve Cihazlar	5.873.434	Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	89.347
Taşıtlar	503.883	Birikmiş Amortismanlar (-)	-990.388
Demirbaşlar	18.930.880	Hak	1.662
Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	Değerleme Olumlu Farkları	102.835.082
Verilen Avanslar	582.955	Hak	102.835.082
Birikmiş Amortismanlar(-)	-31.019.261		
Belek Otel Binası	12.750.369		
Lojman Binası	541.639		
Değerleme Olumlu Farkları	130.045.687		
Belek Otel Binası	120.957.171		
Lojman Binası	9.088.516		

**AKTAY TURİZM YATIRIMLARI ve İŞLETMELERİ A.Ş.**  
**30.09.2011 Tarihli, Rayiç Değerlerle İfade Edilmiş (Düzeltilmiş) BİLANÇO, TL**

AKTİF (VARLIKLAR)	30.09.2010	30.09.2011
<b>I - DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>24.005.803</b>	<b>23.223.252</b>
HAZIR DEĞERLER	13.678.759	11.172.362
TİCARİ ALACAKLAR	7.522.539	11.502.523
DİĞER ALACAKLAR	55.272	139.802
STOKLAR	1.607.534	90.031
GELAY. AİT GİD/GEL.TAH.	299.330	292.665
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR	842.369	25.868
<b>II - DURAN VARLIKLAR</b>	<b>260.755.879</b>	<b>298.095.066</b>
TİCARİ ALACAKLAR	0	0
MALİ DURAN VARLIKLAR	4.224	4.224
MD VARLIKLAR	<b>182.020.736</b>	<b>192.800.899</b>
- Binalar	63.480.533	67.883.321
- Tesis, Makine ve Cih.	6.293.129	5.873.434
- Taşıtlar	579.411	503.883
- Demirbaşlar	16.321.215	18.930.880
- Birikmiş Amort.	-23.374.917	-31.019.261
- Verilen Avanslar	578.258	582.955
- MDV Değer Artışı	118.143.107	130.045.687
MOD VARLIKLAR	<b>77.751.939</b>	<b>104.646.278</b>
- Haklar	16.145.073	11.080
- Kuruluş ve Örg.Gid.	33.948	1
- M.O.D.V. Fin. K.K.K.	10.419.322	2.701.156
- Diğer M.O.D.V.	137.385	89.347
- Birikmiş Amort. (-)	-20.386.535	-990.388
- MODV Değ. Olumlu F.	71.402.746	102.835.082
GEL. AY. AİT GİD. ve G.T.	978.980	643.665
<b>AKTİF GENEL TOPLAMI</b>	<b>284.761.682</b>	<b>321.318.317</b>

<b>PASİF (KAYNAKLAR)</b>	<b>30.09.2010</b>	<b>30.09.2011</b>
<b>I - K.V.Y. KAYNAKLAR</b>	<b>11.978.943</b>	<b>11.791.699</b>
MALİ BORÇLAR	2.419.736	9.522.611
TİCARİ BORÇLAR	2.532.398	1.297.403
DİĞER BORÇLAR	634.384	11.049
ALINAN AVANSLAR	4.399.551	421.033
ÖDENECEK VERGİ VE DİĞER Y.	344.772	339.282
BORÇ VE GİDER KARŞILIKLARI	1.029.390	41.000
GELECEK AYLARA AİT G.ve G.T.	618.712	159.320
<b>II - U.V.Y.KAYNAKLAR</b>	<b>10.294.507</b>	<b>4.097.498</b>
MALİ BORÇLAR	9.568.555	3.738.022
GEL.YILLARA AİT GELİRLER VE TAH.	725.952	359.476
<b>III - ÖZ KAYNAKLAR</b>	<b>262.488.230</b>	<b>305.429.120</b>
ÖDENMİŞ SERMAYE	50.004.152	69.004.152
YENİDEN DEĞERLEME DEĞER ARTIŞI	<b>189.545.853</b>	<b>232.880.769</b>
MDV Değerleme Değer Artışı	118.143.107	130.045.687
MODV Değerleme Değer Artışı	71.402.746	102.835.082
KAR YEDEKLERİ	18.775.507	2.949.585
GEÇMİŞ YILLAR ZARARLAR (-)	-10.558.299	0
DÖNEM NET KARI (ZARAR)	14.721.017	594.614
<b>PASİF GENEL TOPLAMI</b>	<b>284.761.680</b>	<b>321.318.317</b>

Yukarıda gerekli açıklamaları ve düzeltmeleri yapılan mali tablolar dikkate alınarak hesaplanan Öz varlık tutarı, aşağıda özet olarak verilmiştir:

<b>AKTAY TURİZM YATIRIMLARI ve İŞLETMELERİ A.Ş.</b>	<b>30.09.2010</b>	<b>30.09.2011</b>
<b>VARLIKLAR</b>		
Cari / Dönen Varlıklar	24.005.803	23.223.252
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	260.755.879	298.095.066
<b>TOPLAM</b>	<b>284.761.682</b>	<b>321.318.317</b>
<b>YÜKÜMLÜLÜKLER</b>		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.978.943	11.791.699
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.294.507	4.097.498
<b>Öz varlık</b>	<b>262.488.232</b>	<b>305.429.120</b>
<b>TOPLAM ÖZ SERMAYE ve YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>284.761.682</b>	<b>321.318.317</b>

Sonuç olarak, **düzeltilmiş öz varlık yöntemine** göre Şirket'in değeri **305.429.120,-TL'** olarak hesaplanmıştır.

Ancak, Tasfiye değeri olarak da bilinen bu değer, bir işletmenin işleyen teşebbüs değeri kavramından farklı bir değer kavramıdır. Sürekli büyüyen ve karlı bir sektörde **tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değerinden daha küçük olmaktadır.** Çünkü **işleyen teşebbüs değeri**, tasfiye değerinden farklı olarak işletmedeki entelektüel sermaye, şirket imajı, marka değeri gibi maddi olmayan unsurların değerini de içermektedir.

Bu sebeple, **Değerleme konusu Şirket'in değerlendirme çalışmalarında**, "düzeltilmiş öz varlık değeri (tasfiye değeri)" yöntemiyle bulunan **305.429.120,-TL'lik değer**in esas alınmasının hatalı sonuçlara yol açabileceği kanaatine varılmış olup ve bu yöntemle hesaplanan değer bilgi amaçlı olarak verilmiştir.



### 7.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (DCF-İNA) Analizi

Bu yöntem ile, Şirket tarafından sunulan geçmiş yıllara ilişkin finansal tablolar, sektör beklentileri ve projeksiyonlar dikkate alınarak, Şirket'in gelecekte yaratması öngörülen nakit akımları ve bu nakit akımlarından yola çıkılarak Şirket'in bu günkü değeri belirlenmeye çalışılmıştır.

Şirket'in gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının değeri, **Serbest Nakit Akımları** ve **Ekonomik Kar Yöntemi** dikkate alınarak ayrı ayrı hesaplanmış ve sunulmuş, bu değerden firma yabancı kaynakları düşülmek suretiyle "**Özkaynak Değeri**" bulunmuştur. Geleceğe yönelik nakit akımlarının hesaplanmasında, aşağıda sunulan varsayımlar esas alınmıştır.



7.3.1. Varsayımlar

i. Net Satış Gelirleri Varsayımı :

- Konaklama Gelirleri :

Şirket aktifinde yer alan tesisler, **28 Şubat 2011** tarih itibari ile **Aktay Otel İşletmeleri A.Ş.**'ne kiralamış olup **30.09.2011** tarihli mali tablolarda yer alan **1.568.468,-TL**'lik **Konaklama Net Geliri** sadece iki aylık konaklama gelirini ifade etmektedir. Şirket geçmiş faaliyet dönemlerine ilişkin konaklama net gelir bilgileri aşağıda sunulmuştur.

Net Konaklama Geliri , 000 TL	2007	2008	2009	2010	2010/09	2011/09
<b>Konaklama Geliri</b>	<b>19.517</b>	<b>38.820</b>	<b>38.989</b>	<b>47.050</b>	<b>40.553</b>	<b>1.568</b>
Büyüme %		98,9%	0,4%	20,7%		
Ortalama Yatak Satış Geliri	118	176	204	203	215	121
Büyüme %		49,6%	15,9%	-0,8%		
Satılan Yatak Adedi	165.649	220.179	190.748	231.969	188.592	12.965
Doluluk Oranı %	36,2%	48,2%	41,7%	46,8%	37,8%	
Satılabilir Yatak Kapasitesi	457.068	457.068	456.955	495.253	499.573	499.573
Satılabilir Yatak / Yatak Kapasitesi	81,6%	81,6%	81,6%	88,4%	89,2%	89,2%
Toplam Yatak Kapasitesi	560.275	560.275	560.275	560.275	560.275	560.275

Değerleme konusu otel yaz dönemlerinde tam kapasite ile çalışmakta olup ancak **ilkbahar + sonbahar + kış** dönemlerinde doluluk oranları yaz aylarına göre oldukça düşük seyretmektedir. Bu dönemlere yönelik olarak farklı tur operatörleri ile anlaşmalar yapılmış olup bu anlaşmalar sonucunda bu dönemlere ait yaklaşık **20 %** oranında kapasite artışı beklenmektedir. Bu beklenti projeksiyon dönemlerine kademeli olarak yansıtılmıştır. Nitekim tesis, bölgedeki benzer otel işletmelerinden farklı olarak tüm yıl boyunca hizmet vermeye başlamıştır.

**Yapılan analizlerde,**

- Aktay Otel ... A.Ş. ile yapılan sözleşme **28.02.2013** tarihinde sona ereceği,
  - Şirket aktifinde yer alan tesisin süreli tahsis hakkına dayalı parsel üzerinde geliştirilmiş gayrimenkulden oluştuğu ve tapu ya üst hakkı olarak tescil edilmiş bu hak kullanımının **24.06.2054** tarihinde sona ereceği dikkate alınmış ve devam eden değer bu süre dikkate alınarak belirlendiği,
- varsayılmıştır.



**Aktay Turizm Yatırımları ... İNA Analizine esas alınacak "Konaklama Net Gelir"lerinin belirlenmesinde esas alınan varsayımlar aşağıda açıklanmıştır.**

Şirket, tapuya şerh edilen tesisleri, kira sözleşmesi ile Aktay Otel ... A.Ş.'ye kiralamış olduğundan, Net Konaklama Geliri olarak

- 2011 yılı için 2 aylık gerçekleşmiş olup ve
  - **Projeksiyon dönemlerinden**
    - o 2013 yılı ise on aylık,
    - o 2014 yılı 6 aylık ve
    - o diğer dönemler için ise tam dönem
- esas alınmıştır.

Kira sözleşmesi sonunda Şirket'in "**İşletmecilik**" faaliyetlerinin kendi bünyesinde sürdürüleceği varsayılmış olup projeksiyon dönemlerine ilişkin "**Konaklama Gelir**"lerinin belirlenmesinde kiralama dönemlerine ilişkin

- *Satılabilir Yatak Sayısı*
  - *Satılan Yatak Sayısı ve*
  - *Ortalama Yatak Satış Bedeli*
- gerçekleşmeleri / varsayımları dikkate alınmıştır.

Net Konaklama Geliri , 000 \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Konaklama Geliri</b>	964	0	44.953	54.331	61.227	67.962	75.137	78.180	80.525	82.941	85.429
<b>Ortalama Yatak Satış Geliri</b>	134	139	143	147	151	156	161	165	170	175	181
Satılan Yatak Adedi	270.189	303.530	336.081	369.754	404.547	435.973	467.960	472.727	472.727	472.727	472.727
Doluluk Oranı %	54,1%	60,1%	65,1%	70,1%	75,1%	80,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%
Satılabilir Yatak Sayısı	499.573	505.176	516.381	527.587	538.792	544.395	549.998	555.601	555.601	555.601	555.601
SYS / TYS	89,2%	90,2%	92,2%	94,2%	96,2%	97,2%	98,2%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%
Toplam Yatak Sayısı	560.275	560.275	560.275	560.275	560.275	560.275	560.275	560.275	560.275	560.275	560.275



*Diğer Gelir Varsayımları :*

30.09.2011 itibarı ile "Diğer Net Gelirler" ini oluşturan kalemler ve bunların yarattığı gelirler aşağıda sunulmuştur.

Net Diğer Gelirler , 000 TL	2007	2008	2009	2010	2010/09	2011/09
<b>Diğer Gelirler</b>	2.177	6.818	5.487	6.733	4.203	11.195
Ela Quality Kira Geliri						8.749
Enerji Destek Primi						264
<b>Sunulan Hizmet ile İlgili Diğer Gelirler</b>	448	2.702	2.254	2.952	2.227	93
Ekstra Yiyecek Gelirleri	241	632	599	750	423	23
Ekstra İçecek Gelirleri	207	405	364	536	473	25
SPA Gelirleri	0	1.665	1.291	1.665	1.332	45
<b>Diğer Gelirler</b>	1.729	4.115	3.233	3.781	1.976	2.089
Diğer İşletme Gelirleri	706	2.363	1.116	1.737	778	2.035
Dükkan Gelirleri	24	115	95	124	73	6
Dükkan Kira Gelirleri	1.000	1.638	2.022	1.920	1.125	48

Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere 2011 / 09 dönem "Diğer Gelir" kalemlerinin yaklaşık 78 % 'sini tesis kira kalemi oluşturmaktadır. Rapor'un ilgili bölümünde detayı verildiği üzere sözleşme süresi boyunca elde edilecek kira gelirleri "Sabit Kira Geliri" ve "Ciro Payı"ndan oluşmaktadır. Şirket, tapuya şerh edilen tesisleri, kira sözleşmesi ile Aktay Otel ... A.Ş.'ye kiralamış olduğundan, faaliyet geliri

- 2011 yılı için 10 aylık (Sabit Kira Geliri = 5.000.000,-ABD \$; Ciro Payı Geliri = 1.186.142,-ABD \$ ; Toplam Kira Geliri = 6.186.142,-ABD \$)
  - 2012 yılı için tam yıl (Sabit Kira Geliri = 6.833.333,-ABD \$; Ciro Payı Geliri = 1.441.663,-ABD \$; Toplam Kira Geliri = 8.274.996,-ABD \$)
  - 2013 yılı ise iki aylık (Sabit Kira Geliri = 1.166.667,-ABD \$; Ciro Payı Geliri = 102.061,-ABD \$; Toplam Kira Geliri = 1.269.268,-ABD \$)
- kiralama gelirlerinden oluşmaktadır.

2011 / 09 dönemi "Sunulan Hizmet Gelirleri / Konaklama Net Gelirleri" ile "Diğer Gelirler / Konaklama Net Gelirleri" oranlarının 2010 yıl sonu gerçekleşmesi ile tutarlı olup kira dönemleri hariç, projeksiyon dönemleri boyunca "Diğer Gelir"leri oluşturan aktivitelerin yaratacağı gelirlerin hesaplanmasında 2010 yılı "Diğer Gelir / Konaklama Net Gelir"leri dağıtım oranı esas alınmıştır.



30.09.2011 tarihli mali tablolarda yer alan **264.000,-TL** bakiyeli “Enerji Destek Primi” 2010 yılı ve öncesi kullanılan elektrik enerjisi ile ilgilidir. Bölgede, turizm firmaları, elektrik enerjisini teşvikli olarak kullanmakta olup söz konusu teşvik “Bakanlar Kurulu Kararı” kapsamında uygulanmaktadır. Söz konusu teşvik aşağıdaki şekildedir.

- Ticaret tarifişi üzerinden fatura edilen enerji bedelleri firmalar tarafından ödenmektedir.
  - Ödenen fatura ile bölgede uygulanan en düşük elektrik tarifeleri arasındaki fark turizm firmalarına teşvik olarak ödenmektedir.
- 2011 yılı itibari ile Şirket, enerji ihtiyacını **Serbest Tüketici Belgeli** özel sektör katılımcılarından karşılamaktadır. Söz konusu, yöntemde enerji birim fiyatı bölgede uygulanan en düşük tarifenin altında kalmaktadır. Bu açıklamalar ışığında, **projeksiyon dönemleri boyunca elektrik enerjisi teşviğinden faydalanma imkanı kalmamıştır.**

Ayrıca, sözleşme süresinin sona ermesi ile tesislerin tekrar değerlendirme konusu Şirket tarafından işletileceği varsayımı ve yukarıda yapılan açıklamalar dikkate alınarak hesaplanan “Sunulan Hizmet Geliri” ve “Diğer Gelirler” aşağıda sunulmuştur.

Net Diğer Gelirler , 000 \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Diğer İşletme Net Gelirleri</b>	<b>7.690</b>	<b>8.275</b>	<b>7.702</b>	<b>7.774</b>	<b>8.761</b>	<b>9.725</b>	<b>10.751</b>	<b>11.187</b>	<b>11.522</b>	<b>11.868</b>	<b>12.224</b>
Diğer Gelirler / Konaklama Gelirleri			17,13%	14,31%	14,31%	14,31%	14,31%	14,31%	14,31%	14,31%	14,31%
<b>Ela Quality Kira Geliri</b>	<b>6.186</b>	<b>8.275</b>	<b>1.269</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Sabit Kira	5.000	6.833	1.167	0	0	0	0	0	0	0	0
Ciro Geliri	1.186	1.442	103	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Enerji Destek Primi</b>	<b>162</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Sunulan Hizmet Gelirleri</b>	<b>57</b>	<b>0</b>	<b>2.820</b>	<b>3.409</b>	<b>3.841</b>	<b>4.264</b>	<b>4.714</b>	<b>4.905</b>	<b>5.052</b>	<b>5.204</b>	<b>5.360</b>
Ekstra Yiyecek Gelirleri	14	0	717	867	976	1.084	1.198	1.247	1.284	1.323	1.362
Ekstra İçecek Gelirleri	15	0	512	619	698	775	857	891	918	946	974
SPA Gelirleri	27	0	1.591	1.923	2.167	2.405	2.659	2.767	2.850	2.935	3.023
<b>Diğer Gelirler</b>	<b>1.284</b>	<b>0</b>	<b>3.612</b>	<b>4.366</b>	<b>4.920</b>	<b>5.461</b>	<b>6.037</b>	<b>6.282</b>	<b>6.470</b>	<b>6.664</b>	<b>6.864</b>
Diğer İşletme Gelirleri	1.251	0	1.660	2.006	2.261	2.509	2.774	2.887	2.973	3.062	3.154
Dükkan Gelirleri	4	0	118	143	161	178	197	205	211	218	224
Dükkan Kira Gelirleri	29	0	1.834	2.217	2.498	2.773	3.066	3.190	3.286	3.384	3.486
<b>Diğer Gelirler / Konaklama N. Gelirleri</b>											
							6,3%				
							1,6%				
							1,1%				
							3,5%				
							8,0%				
							3,7%				
							0,3%				
							4,1%				



- *Toplu Sunum :*

Yukarıda açıklamaları yapılan ve Şirket Net Satış Gelirlerinin oluşturan kalemlerin 2011 ve 2021 yılları arasında yaratacağı Net Satış Geliri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

NET SATIŞLAR, 000 \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>NET SATIŞLAR</b>	<b>8.653</b>	<b>8.275</b>	<b>52.655</b>	<b>62.105</b>	<b>69.988</b>	<b>77.687</b>	<b>85.889</b>	<b>89.366</b>	<b>92.047</b>	<b>94.809</b>	<b>97.653</b>
Büyüme	-76%	-4%	536%	18%	13%	11%	11%	4%	3%	3%	3%
<b>Net Konaklama Gelirleri</b>	<b>964</b>	<b>0</b>	<b>44.953</b>	<b>54.331</b>	<b>61.227</b>	<b>67.962</b>	<b>75.137</b>	<b>78.180</b>	<b>80.525</b>	<b>82.941</b>	<b>85.429</b>
<b>Net Konaklama Dışı Gelirler</b>	<b>7.690</b>	<b>8.275</b>	<b>7.702</b>	<b>7.774</b>	<b>8.761</b>	<b>9.725</b>	<b>10.751</b>	<b>11.187</b>	<b>11.522</b>	<b>11.868</b>	<b>12.224</b>
Kira Geliri	6.186	8.275	1.269	0	0	0	0	0	0	0	0
Enerji Geliri	162	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Satılan Hizmet Geliri	57	0	2.820	3.409	3.841	4.264	4.714	4.905	5.052	5.204	5.360
Diğer Gelirler	1.284	0	3.612	4.366	4.920	5.461	6.037	6.282	6.470	6.664	6.864



ii. Maliyet ve Gider Varsayımları :

Maliyet ve Gider Varsayımları "Satışların Maliyeti" ve "Faaliyet Gideri" varsayımları başlığında toplanmıştır.

- Satılan Hizmet Maliyeti (Amortisman Hariç) Varsayımı :

2007, 2008, 2009 ve 2010 yıllarına ait "Satılan Hizmet Maliyeti / Net Satışlar (Amortismanlar Hariç)", sırasıyla, % 81,48, 50,83 %, 49,13 % ve 44,80 % olarak gerçekleşmiştir.

2011 yılı "Satılan Hizmet Maliyeti / Net Satışlar (Amortismanlar Hariç)" oranı faaliyetlerinin sınırlı olması nedeniyle 26,5 % olarak gerçekleşmiştir.

SHM , 000 TL	2007	2008	2009	2010	2010/09	2011/09
SHM (Amortisman Dahil)	25.548	35.976	33.582	35.557	35.218	10.839
SH / Net Satışlar	117,76%	78,83%	75,51%	66,11%	78,69%	84,92%
Satılan Ticari Mallar Maliyeti	3	71	52	65	60	1.952
Satılan Hizmet Maliyeti	25.544	35.905	33.530	35.492	27.542	8.887
Hizmet Maliyeti	25.165	34.478	32.573	34.262	26.524	8.417
Vergi + Harçlar	379	1.427	957	1.230	1.018	469
İrtifak Hakkı Bedeli	245	651	278	520	382	389
Ciro Payı	117	575	445	525	451	40
Ecri-Misil Bedeli	17	201	234	185	185	41
Amortisman Gideri	7.489	11.283	10.720	10.169	7.616	5.041
SHM (Amortisman Hariç)	18.056	24.622	22.810	25.323	19.926	3.845
Hizmet Maliyeti	17.676	23.195	21.853	24.093	18.908	3.376
HM / NS	81,48%	50,83%	49,13%	44,80%	42,2%	26,5%
Vergi ve Harçlar	379	1.427	957	1.230	1.018	469

**Projeksiyon dönemlerinde ;**

- 2013 yılı, Hizmet Maliyeti / Net Satışlar oranının 45 % olacağı ve Konaklama Gelirlerindeki artışa paralel olarak kademeli olarak azalacağı
- Ödenen Vergi Harç Giderini oluşturan kalemler bakımından
  - o Ecri Misil ve İrtifak hakkı bedelinin her yıl enflasyon oranında 3 % oranında artacağı
  - o Ciro Payı ödemesinin ise yıllık cironun 1 % oranında

gerçekleşeceği varsayımları altında hesaplanan Satılan Hizmet Maliyetleri aşağıda sunulmuştur.

SHM , 000 \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>SHM</b>	7.302	5.294	29.632	33.565	36.642	38.956	42.264	43.091	44.458	45.866	47.647
<b>Toplam SHM</b>	84,4%	64,0%	56,3%	54,0%	52,4%	50,1%	49,2%	48,2%	48,3%	48,4%	48,8%
<b>Hizmet Maliyeti</b>	7.302	5.294	29.632	33.565	36.642	38.956	42.264	43.091	44.458	45.866	47.647
<b>Vergi + Harçlar</b>	6.734	4.715	28.568	32.386	35.364	37.581	40.785	41.558	42.879	44.240	45.972
İrtifak Hakkı Bedeli	568	578	1.065	1.180	1.278	1.376	1.479	1.533	1.579	1.626	1.675
Ciro Payı	355	366	377	388	400	412	424	437	450	464	477
Ecri-Misil Bedeli	87	83	554	654	737	818	904	941	969	998	1.028
Amortismanlar	126	130	134	138	142	146	150	155	160	164	169
<b>SHM (Amortismanlar Hariç)</b>	4.429	4.715	4.873	5.059	5.269	4.952	5.571	5.812	6.060	6.316	6.911
Hizmet Maliyeti	2.873	578	24.759	28.506	31.373	34.004	36.693	37.279	38.398	39.549	40.736
Vergi Ve Harçlar	33,20%	6,99%	47,02%	45,90%	44,83%	43,77%	42,72%	41,71%	41,71%	41,71%	41,71%
	2.305	0	23.695	27.326	30.095	32.629	35.214	35.747	36.819	37.924	39.061
	45,00%	0,00%	45,00%	44,00%	43,00%	42,00%	41,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
	568	578	1.065	1.180	1.278	1.376	1.479	1.533	1.579	1.626	1.675





*Faaliyet Gideri Varsayımı :*

2008, 2009, 2010 dönemlerine ait "Faaliyet Gideri (Amort. Hariç)/Net Satışlar" oranı, sırasıyla, 9,26 %, 7,43 % ve 5,67 % olup son üç yıla ait ortalama ise 7,47 % dir.

	2007	2008	2009	2010	2011/09
<b>Faaliyet Gideri , 000 TL</b>					
<b>Faaliyet Gideri (Amortisman Dahil)</b>	<b>6.636</b>	<b>4.243</b>	<b>3.307</b>	<b>3.054</b>	<b>1.009</b>
Faaliyet Gideri ( A. Dahil) / Net Satışlar	40,00%	12,09%	11,56%	8,57%	7,91%
Pazarlama ve Satış Gideri	5.679	3.632	2.830	2.614	435
Genel Yönetim Gideri	956	611	477	440	574
Amortisman	3.252	15	4	4	0
<b>Faaliyet Gideri (Amortisman Hariç)</b>	<b>3.383</b>	<b>4.228</b>	<b>3.303</b>	<b>3.050</b>	<b>1.009</b>
FG (A. Hariç)/ NS	15,59%	9,26%	7,43%	5,67%	7,91%

Geçmiş yıl gerçekleşme oranları dikkate alındığında Net Satışlardaki artışa bağlı olarak düşüş gerçekleştiği görülmektedir. Ancak, farklı turizm operatörleri ile yapılan anlaşmalar sonucunda Pazarlama ve Satış Gideri / Net Satışlar oranı Aktay Otel 2011 / 09 faaliyet döneminde son üç yıl ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durumun arızı olduğu ve bu oranın projeksiyon dönemleri boyunca kademeli olarak düşeceği öngörülmüştür.

<b>Faaliyet Gideri , 000 \$</b>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Faaliyet Gideri	684	654	5.265	5.589	5.599	5.438	5.153	5.362	5.523	5.689	5.859
Faaliyet Gideri / Net Satışlar	7,91%	7,91%	10,00%	9,00%	8,00%	7,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%



iii. Finansman Gideri Varsayımları :

Şirket tarafından sunulan veriler ışığında projeksiyon dönemleri boyunca ödenmesi planlanan "Finansman Giderleri" aşağıdaki tabloda sunulmuştur. Ayrıca, Şirket'in ana gelir/gider kalemleri ve hesaplanan işletme sermayesi de dikkate alınarak izleyen yıllarda doğabilecek nakit açıklarının Kısa vadeli kredilerle karşılanacağı, nakit fazlalarının ise "sabit getirili menkul kıymetler" de değerlendirileceği kabul edilmiştir.

	2012
Kredi Ödemeleri, ABD Doları	857.148
Kredi Ödemeleri, €	857.148
ABD \$ / €	1,3245
<b>KREDİ ÖDEMELERİ, 000 ABD Doları</b>	<b>1.992</b>

Ayrıca, gerçekleştirilen İNA Analizi'nde esas alınan borçlanma oranlarına ilişkin varsayımlar projeksiyon dönemleri itibarı ile aşağıda sunulmuştur.

Faiz ve Kâr Dağıtım Oranı	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Menkul Kıymetlerin Faiz Getirisi	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Kısa Vadeli Borçların Faiz Oranı	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Mevcut Uzun Vadeli Borçların Faiz Oranı	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Yeni Uzun Vadeli Borçların Faiz Oranı	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Kâr Dağıtım Oranı	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%



iv. Yenileme Yatırımı Varsayımları :

	2007	2008	2009	2010	2011/10
			Bütçe	Gerçekleşen	
Bakım Onarım Giderleri	258.034	562.100	1.168.849	1.195.795	1.178.324
Linen Mlz.Giderleri	0	0	0	570.088	1.067.016

2011 yılı içinde yaklaşık 1.200.000 TL tutarında bakım onarım harcamaları bulunmaktadır. 5 sezonu tamamlayan tesiste 2012 kış aylarında yaklaşık 3.000.000,- TL tutarında yenileme harcaması planlanmakta olup söz konusu muhteviyattaki yenileme yatırımı 5 - 6 sezon da bir yapılması gereken bir harcamadır. Ayrıca, 2012 yılı içinde 700.000,-TL tutarında bakım onarım harcaması planlanmaktadır.

v. Amortisman Gideri Varsayımları :

Amortisman Varsayımları "MDV" ve "MODV" kalemi başlıkları altında aşağıda sunulmuştur.

- MDV Amortisman Gideri Varsayımları :

Konu konaklama tesisinin konumlandırıldığı arsa devletten kiralanmış olup kiralama süresi sonunda teslim edileceği dikkate alınarak konu taşınmaz (Bina) için yıllık amortisman gideri olarak taşınmazın toplam brüt değerinin % 2,5 oranı olarak amortisman giderinin ayrılması uygun görülmüştür.

- MODV Amortisman Gideri Varsayımları :

Projeksiyon dönemleri boyunca MODV Amortisman Gideri Varsayımları aşağıda sunulmuştur.

Amortismanlar , 000 \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Amortismanlar	4.429	4.718	4.880	5.069	5.280	5.515	6.206	6.473	6.748	7.032	7.689
MDV	4.308	4.597	4.759	4.948	5.159	5.394	6.085	6.352	6.627	6.911	7.689
MODV	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121	0

vi. Yatırım İndirimi:

Şirket'in 30.09.2011 tarihi itibarıyla yatırım indirimi tutarı **38.627.079,09 TL** olup, Bu tutarın yıllar itibarıyla indirimle konu edilecek kısmı, **GVK'nun** Gecici Madde 69'ncu maddesine **6009 sayılı Kanunun 5 inci maddesiyle eklenen** hüküm uyarınca, vergi matrahlarının tespitinde ilgili kazancın % 25'ini aşamayacağı hususu dikkate alınarak hesaplanmıştır. Kalan kazanç üzerinden yürürlükteki vergi oranı olan %20 ile Kurumlar vergisi hesaplanmıştır.

vii. Diğer Projeksiyon Varsayımları :

Değerleme konusu Şirket aktifinde yer alan otelin 2007 yılında faaliyete geçtiği dikkate alınarak 2007 yılına ait diğer faaliyet oranları dikkate alınmamıştır. Aşağıdaki tabloda, geçmiş dönem faaliyet oranları sunulmuştur.

GEÇMİŞ YILLAR DIĞER ORANLAR	2007	2008	2009	2010	2011
<b>İşletme Sermayesi/Net Satışlar</b>					
Nakit İhtiyacı	4,3%	1,8%	22,7%	7,6%	87,5%
Ticari Alacaklar	46,8%	7,1%	9,0%	8,8%	90,1%
Stoklar	4,9%	2,6%	2,7%	2,9%	0,7%
Diğer Dönen Varlıklar	37,6%	14,7%	7,3%	1,1%	3,6%
Ticari Borçlar	13,6%	4,1%	3,5%	3,1%	10,2%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	40,6%	4,4%	2,4%	7,9%	3,4%
<b>Net İşletme Sermayesi Marjı</b>	<b>39,4%</b>	<b>17,7%</b>	<b>35,9%</b>	<b>9,5%</b>	<b>168,4%</b>

İşletme Serm./Net Satışlar	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nakit İhtiyacı	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Menkul Kıymetler	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ticari Alacaklar	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Stoklar	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Diğer Dönen Varlıklar	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Ticari Borçlar	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
<b>Net İşletme Serm. Marjı</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>

viii. Finansal Varsayımlar

Analizler ABD Doları bazlı gerçekleştirilmiş olup, gelecekte yaratılan nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılan "İskonto Oranı", yıllık olarak aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

$$\begin{aligned} \text{İskonto Oranı} &= \%10,5 \\ R_f &= \%5,50 \\ B (R_m - R_f) &= \%5,00 \end{aligned}$$

**Risksiz Getiri Oranı (R<sub>f</sub>):** olarak, 2034 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları Bazlı Eurobond'un mevcut yıllık getiri oranı olan % 5,5 esas alınmış olup mevcut piyasa koşulları ve risk seviyesinde, tutucu bir yaklaşımla, risk primini de içeren yıllık iskonto oranı %10,8 olarak alınmıştır.

**ROIC Oranı:** Şirket "Devam Eden Değer" in hesaplanmasında kullanılan ROIC oranı son 2010 yılı gerçekleşmesi esas alınmıştır.

**Büyüme Oranı:** Şirket "Devam Eden Değer" in hesaplanmasında kullanılan büyüme oranı % 3 esas alınmıştır.

ix. ABD / TL Kuru

İNA Analizinin ABD Doları bazlı yapılması sebebiyle Şirket Mali Tabloları ABD Doları bazında ifade edilmiş olup ABD Doları / TL kuru olarak analiz dönemlerinde geçerli olan "Dönem Sonu" ve "Dönem Ortalama" esas alınmıştır.

	2007	2008	2009	2010	2011/09
ABD \$ - Ortalama-	1,31	1,30	1,55	1,51	1,63



7.3.2. İNA Analizi Sonuçları

Yukarıda açıklanan varsayımlar ışığında yapılan İNA Analizi sonuçları aşağıda sunulmuştur.

i. Serbest Nakit Akımları Modeline Göre :

**FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, 1000 \$**

Yıllar	Serbest Nakit Akımı	İskonto Faktörü	1 / İskonto Faktörü	Net Bugünkü Değer
2011	13.575	1,10500	0,9050	12.285
2012	3.725	1,22103	0,8190	3.050
2013	11.901	1,34923	0,7412	8.821
2014	20.433	1,49090	0,6707	13.705
2015	24.866	1,64745	0,6070	15.094
2016	29.331	1,82043	0,5493	16.112
2017	34.202	2,01157	0,4971	17.003
2018	37.018	2,22279	0,4499	16.654
2019	36.272	2,45618	0,4071	14.768
2020	37.418	2,71408	0,3684	13.787
<b>2021-2054/06</b>	<b>348.354</b>	<b>2,71408</b>	<b>0,3684</b>	<b>128.350</b>
<b>Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>259.628</b>
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,0875
<b>Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>282.346</b>

ii. Ekonomik Kar Analizi Yöntemine Göre:

**Ekonomik Kar'a Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, 1000 \$**

Yıllar	Ekonomik Kar	İskonto Faktörü	1 / İskonto Faktörü	Net Bugünkü Değer
2011	-13.923	1,10500	0,9050	-12.600
2012	-12.820	1,22103	0,8190	-10.500
2013	867	1,34923	0,7412	643
2014	5.345	1,49090	0,6707	3.585
2015	9.921	1,64745	0,6070	6.022
2016	14.705	1,82043	0,5493	8.078
2017	19.975	2,01157	0,4971	9.930
2018	22.591	2,22279	0,4499	10.163
2019	22.146	2,45618	0,4071	9.017
2020	23.703	2,71408	0,3684	8.733
<b>2021-2054/06</b>	<b>293.018</b>	<b>2,71408</b>	<b>0,3684</b>	<b>107.962</b>
<b>Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri</b>				<b>141.033</b>
<b>Yatırılan Sermaye</b>				<b>118.595</b>
<b>Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>259.628</b>
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,0875
<b>Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>282.346</b>

iii. Bulunan Değerler Üzerinden Öz Kaynakların Tespiti :

<b>Firmanın Özkaynaklarının Değeri, 1000 \$</b>		
<b>Faaliyetlerin Değeri</b>	<b>282.346</b>	
Menkul Kıymetler	0	
<b>Firmanın Değeri</b>	<b>282.346</b>	
Finansal Borçlar	-8.150	
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	-188	
<b>Özkaynakların Değeri</b>	<b>274.008</b>	
Hisse Senedi Sayısı	69.004.152	Adet
<b>Hisse Senedinin Fiyatı</b>	<b>7,15</b>	<b>TL/Adet</b>
<b>İştirakler (Defter Değeri )</b>	<b>2,60</b>	
<b>Özkaynakların Değeri + İştirakler</b>	<b>274.011</b>	
Hisse Senedi Sayısı	69.004.152	Adet
<b>Hisse Senedinin Fiyatı</b>	<b>7,15</b>	<b>TL/Adet</b>



#### 7.4. Emsal Bedel Yaklaşımı

Şirket aktifinin önemli bir kısmının gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı haklardan oluşması sebebiyle, Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından hazırlanan 01/11/2011 tarih ve SvP\_11\_ÖzakGYO\_REV\_05 No'lu Değerleme Rapor'unda yer alan "Emsal Bedel" yaklaşımı ile hesaplanmış Ela Quality Resort Hotel Değeri aşağıda sunulmuştur.

##### Anılan Rapor'da yer alan bilgilere göre;

Otel ve / veya tatil köyü gibi belirli bir amaca hizmet için inşa edilmiş yapılarda uygun özellikleri taşımaları kaydıyla "Oda Başına Satış Fiyatı" yaygın bir şekilde "emsal değer" olarak kullanılmaktadır.

Bu sebeple, değerlendirme konusu 480 numaralı parsel ve üzerinde konumlandırılan yapının toplam (Üst hakkı+Yapı) değerinin tespiti amacıyla, değerlendirme konusu gayrimenkul ile ortak niteliklere sahip emsal araştırmalarına gidilmiş, yapılan araştırmalar sonucunda aşağıda yer alan satılık bilgilerine ulaşılmıştır.

Emsal	Açıklama	Oda sayısı	Oda Baş Değeri, TL	Satış Bedeli, TL	Oda Baş Değeri, €	Kalan Tahsis Süresine Göre Oda Baş Satış Değeri, € (*)	Satış Bedeli, €
Emsal #1	Antalya Belek Mevkiinde, denize sıfır, 110.000,-m <sup>2</sup> tahsisli arsada, 420 oda, 880 yatak kapasiteli, 10 yıllık tahsis süresi dolmuş, 5 yıldızlı otel	420	269.132	113.035.500	107.143	118.132	45.000.000
Emsal #2	Antalya Belek'de, 75.000 m <sup>2</sup> tahsisli arsada, 425 oda, 850 yatak kapasiteli, 9 yıllık tahsis süresi dolmuş, denize sıfır, 5 yıldızlı tatil köyü	425	295.518	125.595.000	117.647	126.471	50.000.000
Emsal #3	Antalya Belek'de, 60.000m <sup>2</sup> tahsisli arsada, 353 odalı, 700 yataklı, 13 yıllık tahsis süresi dolmuş, 5 yıldızlı otel	353	391.373	138.154.500	155.807	186.103	55.000.000
Emsal #4	Belek'de, denize sıfır, 70.000,-m <sup>2</sup> tahsisli arsada, 400 oda 1.000 yatak kapasiteli, 9 yıllık tahsis süresi dolmuş, 5 yıldız otel	400	307.575	123.030.000	125.000	134.375	50.000.000
Emsal #5	Belek'de, denize sıfır, 100.000,-m <sup>2</sup> tahsisli arsada, 500 oda, 1.200 yatak kapasiteli, 7 yıllık tahsis süresi dolmuş, 5 yıldızlı otel	500	590.544	295.272.000	240.000	245.714	120.000.000

(\*)Emsallerin oda başı satış değerleri, emsallerin kalan tahsis sürelerinin değerlendirme konusu Ela Quality Resort Otelin kalan 43 yıllık tahsis süresine uygun olarak düzeltilmesi suretiyle hesaplanmıştır.



Yukarıdaki emsallerin irdelenmesi sonucu;

- Emsallerin halen otel olarak kullanıma hazır oldukları dikkate alındığında, satış bedellerinin, tefrişat ve demirbaş giderlerini de içerdiğinin anlaşıldığı,
- Ela Quality Resort Hotel'in çeşitli açılardan emsallerle kıyaslanması sonucunda;
  - o Emsallere oranla daha yüksek ve lüks inşaat kalitesinde olduğu,
  - o Emsallere göre daha yeni bir tarihte inşa edilmiş olması sebebiyle yıpranma payının düşük olduğu,
  - o Kalan üst hakkı kullanım süresinin daha uzun olduğu,
  - o Oda başı ortak alan, oda başı açık alan ve ortalama oda büyüklüklerinin emsallerinden büyük olduğu, bu hususun daha yüksek oda konaklama satış fiyatları ve dolayısıyla daha yüksek birim oda fiyatı olarak yorumlanabileceği,
  - o Tefrişat ve demirbaş kalitesinin lüks seviyede kabul edilebileceği,

Tespitleri yapılmıştır.

Yukarıda yapılan tespitler sonucunda, Ela Quality Resort Hotelin emsallere kıyasla tahsis süresinin uzunluğu, binaların yapı kalitesi ve yıpranma oranının düşüklüğü, odaların büyüklüğü ve lüks inşaat gibi özellikleri göz önüne alınarak en yüksek örtüşmeyi sağlayan uygun oda satış emsallerinde "kalan tahsis süreleri" dikkate alınarak düzeltme yapılmış ve emsallerin oda başı satış fiyatı ortalama olarak yaklaşık 162.000,-€ olarak tespit edilmiş olup, bu emsal değerlerde aşağıdaki düzeltmeler yapılmıştır.

Kullanım (Üst hakkı) Süresine Uygun Olarak Düzeltilmiş oda başı satış değeri	: 162.000,-€
Yıpranma farkı (Emsallerin Kullanım Sürelerine Bağlı Yıpranma Oranı Ort. <sup>2</sup> )	: %15
Değerleme Konusu Gayrimenkulün Kullanım Süresine Bağlı Yıpranma Oranı	: %4
Yıpranma Payı Düzeltme Katsayısı ((1/(1-0,85))X(1-0,04))	: 1.129
Yıpranma Payı Düzeltmesi Sonrası oda başı satış değeri	: 182.898,-€
Oda büyüklükleri, açık ve ortak alan farkı düzeltmeleri <sup>3</sup> katsayısı	: 1.15
Büyüklükleri yansıtılmış oda başı satış fiyatı	: 210.332,-€

Yapılan emsal düzeltmeleri sonucunda, değerlendirme konusu gayrimenkulün oda satış bedelinin **210.350,-€** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Esas Alınan Oda Satış Fiyatı, €	210.350,-
Ela Quality Resort Hotel Oda Sayısı	651
Ela Quality Resort Hotel Toplam Değeri, €	136.937.850,-
EURO/ TL	2,5119
<b>Ela Quality Resort Hotel Toplam Değeri, TL</b>	<b>343.974.185,-</b>

Söz konusu değer, değerlendirme konusu turizm tesisinin **toplam değerini (arsa + Yapı + tefriş+ donanım)** ifade etmektedir.

Bulunan bu değerden, değerlendirme konusu gayrimenkulün üst hakkı ve yapı değerinden oluşan değerinin bulunması amacıyla, "**tefriş ve donanım**" giderlerinin ayrıştırılması gerektiğinden, malik Şirket'in, gayrimenkul ile bütünlük arz etmeyen ve bu sebeple gayrimenkul ve üst hakkı içinde değerlendirilemeyecek nitelikte olduğu kabul edilen harcamalar talep edilmiştir.

<sup>2</sup> Yıpranma oranlarının belirlenmesinde 2.12.1982 Gün ve 17886 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış olan "AŞINMA PAYLARINA İLİŞKİN ORANLARI GÖSTEREN CETVEL" esas alınmıştır.

<sup>3</sup> Çok kaba bir yaklaşımla, bölgede oda satış fiyatlarına da yansıtıldığı üzere, Değerleme Konusu Ela Quality Otel'in ortalama oda büyüklüklerinin, emsallerinden yaklaşık %15 oranında büyük olduğu anlaşılmaktadır.

Şirket tarafından sunulan bilgilerin incelenmesiyle, 30.09.2011 tarihi itibarıyla brüt olarak, tesiste toplam;  
-253/Tesis ve Cihazlar Hesabı :6.293.129,-TL  
-255/Demirbaşlar Hesabı :16.321.215,-TL  
-265/Leasinge Konu Maddi D.Var. :10.419.321,-TL

Olmak üzere toplam **33.033.665,-TL** tefrişat ve donanım giderine katlanılmış olup, bu değer hesaplanan **343.974.185,-TL** tutarındaki değerden düşülmesi suretiyle, değerlendirme konusu gayrimenkulün üst hakkı ve yapı değerinden oluşan **rayiç değerinin ~310.940.500,-TL** olduğu kanaatine varılmıştır.

## 8. FARKLI YÖNTEMLERLE BULUNAN DEĞERLERİN TOPLU SUNUMU VE NİHAİ DEĞER TAKTİRİ

Rapor'un 7'nci Bölümünde detayları verildiği üzere, değerlendirme çalışmalarında genel kabul görmüş üç ayrı yöntem olan

- Piyasa Çarpanları Yaklaşımı
- Düzeltilmiş Öz varlık Değeri
- İndirgenmiş Nakit Akımı Değeri

Yöntemleri kullanılmış olup, ayrıca, Rapor'un 7.4 bölümünde verilen Emsal Bedel Yaklaşımı<sup>4</sup> sonucu ulaşılan "Şirket Değerleri" aşağıda tablo halinde sunulmuştur.

	Sektör	İMKB Tüm
PD / DD	301.711.369	482.643.689
F/K	7.786.579	7.236.052
TV	0	0
<b>Düzeltilmiş Özvarlık</b>		<b>305.429.120</b>
<b>Emsal Bedel Yaklaşımı</b>		<b>310.940.500</b>
<b>İNA Analizi</b>		<b>493.219.642</b>

Yukarıdaki toplu olarak verilen ve çeşitli değerlendirme yöntemleriyle hesaplanan değerler ve Rapor'un analizlerin gerçekleştirildiği bölümlerde yapılan açıklamalar birlikte değerlendirildiğinde, özetle;

- **Piyasa Çarpanları Yaklaşımı** esas alınan verilerin önemli sapmalar içerdiği, bu yöntemlere dayanan fiyat tespitinin hatalı sonuçlara yol açabileceği, bu sebeple, bulunan değer, diğer yöntemlerle belirlenecek değerlerin ayrıklık temsil edip etmediğinin tespitinde **bir kriter olarak dikkate alınmasının uygun olacağı,**
- **Düzeltilmiş Öz varlık Yöntemi** ile hesaplanan Şirket değerinin, Şirket'in tasfiye değeri olarak değerlendirilmesi gerektiği, bu değer faaliyetlerine **devam eden Şirket değerinden farklı ve genellikle küçük olduğu,**
- **Emsal Bedel Yöntemi** ile hesaplanan Şirket değerinin önemli sapmalar içerebileceği, bu sebeple hesaplanan bu değer diğer yöntemlerle test edilmeksizin **tek başına esas alınmasının uygun olmayacağı,**
- **İNA Analizi yönteminin,** piyasa koşullarını ve Şirket'in beklentilerini ve sektörün olası gelişmelerini dikkate alması sebebiyle, genellikle **en tercih edilir yöntem olduğu,**

<sup>4</sup> Bilgi amaçlı verilmiş olup veriler ve sonuç Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından hazırlanan 25/11/2010 tarih ve SvP\_10\_ÖzakGYO\_REV\_05 No'lu Rapordan alınmıştır.

- Yapılan açıklamalara ve çekincelerimize rağmen, çeşitli yöntemlerle ulaşılan değerlerin birbirleriyle tutarlı ve sapmalarının düşük olduğu, görülen farkların ise beklenildiği gibi, yöntemlerin zaafı olarak görülen hususlardan kaynaklandığı, örneğin, belirtildiği ve beklenildiği gibi, düzeltilmiş öz varlık yöntemiyle hesaplanan değer, devam eden Şirket değerini içermemesi sebebiyle, diğer değerlerden daha düşük bulunduğu,

anlaşılmaktadır.

Yukarıdaki tespit ve açıklamalarımız çerçevesinde, uluslararası uygulamalar paralelinde, İNA Analizi esaslarına uygun olarak belirlenen 493.219.642,-TL'lik değer, Şirket Değeri olarak kabulünün uygun olacağı;

- Düzeltilmiş öz varlık yöntemiyle bulunan değer, **Şirket'in tasfiyesi,**
- Emsal değer yaklaşımıyla bulunan değer **Otel'in varlık olarak satılması,**
- Piyasa çarpanları esaslarıyla belirlenen değer ise, ancak Şirket'in yönetim haklarının devrini içermeyecek oranda **halka arz planlanması halinde,** küçük tasarruf sahiplerince esas alınabilecek fiyatı temsil edeceği,

kanaatine varılmıştır.

## 9. GENEL DEĞERLENDİRME ve SONUÇ

**AKTAY TURİZM YATIRIMLARI ve İŞLETMELERİ A.Ş.** 'nin hisse senetlerinin olması gerekli değerinin (Şirket Değeri) tespiti amacıyla, şirket değerlemelerinde genel kabul görmüş üç ana yöntemle gerçekleştirilen çalışmalar sonucunda; değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değerle, vergiler hariç;

- **Piyasa Çarpanları Yöntemi ile, 301.711.369 ,-TL ile 482.643.689,-TL arasında olduğu**
- **Düzeltilmiş Öz Varlık Yöntemi ile, 305.429.120,-TL**
- **İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemi ile, 493.219.642,-TL**

Tutarında değerlere ulaşıldığı,

**Sonuç olarak ;**

**Raporun 8'nci bölümünde açıklanan gerekçelerle, İNA Analizi esaslarına uygun olarak belirlenen 493.219.642,-TL'lik değer, Şirket Değeri olarak kabulünün uygun olacağı; Şirket'in 69.004.152.-TL mevcut sermayesini temsil eden her 1,-TL nominal değerli bir payının olması gereken değerinin ise 7,15TL olduğu,**

kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,

**Tayfun ŞENOL**  
**Sorumlu Ortak Başdenetçi**



**Rapor Ekleri**

**TAHMINİ BİLANÇOLAR, 1000 \$**

Varlıklar	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2054
Hazır Değerler	87	83	527	621	700	777	859	894	920	948	977	1.295
Menkul Kıymetler	7.952	11.939	9.190	12.342	15.696	19.071	22.390	26.243	30.187	34.122	38.047	174.612
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	720	689	4.382	5.169	5.825	6.466	7.148	7.438	7.661	7.891	8.128	10.778
Stoklar	237	227	1.443	1.702	1.918	2.129	2.354	2.449	2.523	2.598	2.676	3.549
Diğer Dönen Varlıklar	663	634	4.037	4.761	5.365	5.956	6.585	6.851	7.057	7.268	7.486	9.928
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>9.659</b>	<b>13.572</b>	<b>19.579</b>	<b>24.595</b>	<b>29.504</b>	<b>34.398</b>	<b>39.336</b>	<b>43.875</b>	<b>48.348</b>	<b>52.827</b>	<b>57.314</b>	<b>200.163</b>
Brüt Maddi Duran Varlıklar	137.558	137.558	137.558	137.558	137.558	137.558	137.558	137.558	137.558	137.558	137.558	137.558
Birikmiş Amortismanlar	-20.852	-24.979	-29.106	-33.233	-37.359	-41.486	-45.613	-49.740	-53.866	-57.993	-62.120	-198.302
<b>Net Maddi Duran Varlıklar</b>	<b>116.705</b>	<b>112.579</b>	<b>108.452</b>	<b>104.325</b>	<b>100.198</b>	<b>96.072</b>	<b>91.945</b>	<b>87.818</b>	<b>83.691</b>	<b>79.565</b>	<b>75.438</b>	<b>-60.744</b>
Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	64.194	64.073	63.952	63.831	63.710	63.589	63.468	63.347	63.226	63.105	62.984	58.991
Diğer Duran Varlıklar	396	396	396	396	396	396	396	396	396	396	396	396
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>181.297</b>	<b>177.049</b>	<b>172.802</b>	<b>168.554</b>	<b>164.306</b>	<b>160.058</b>	<b>155.811</b>	<b>151.563</b>	<b>147.315</b>	<b>143.068</b>	<b>138.820</b>	<b>-1.355</b>
<b>Toplam Varlıklar (Aktifler)</b>	<b>190.956</b>	<b>190.621</b>	<b>192.380</b>	<b>193.149</b>	<b>193.811</b>	<b>194.457</b>	<b>195.146</b>	<b>195.438</b>	<b>195.663</b>	<b>195.895</b>	<b>196.133</b>	<b>198.807</b>

**TAHMINİ BİLANÇOLAR, 1000 \$**

Kaynaklar	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2054
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	305	292	1.858	2.192	2.470	2.741	3.031	3.154	3.248	3.346	3.446	4.570
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	421	403	2.563	3.023	3.406	3.781	4.180	4.350	4.480	4.614	4.753	6.303
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	727	695	4.421	5.214	5.876	6.522	7.211	7.503	7.728	7.960	8.199	10.873
<b>Toplam Kısa Vadeli Borçlar</b>	<b>2.297</b>	<b>1.992</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
<b>Toplam Uzun Vadeli Borçlar</b>	<b>2.518</b>	<b>2.213</b>	<b>42.409</b>	<b>42.409</b>	<b>42.409</b>	<b>42.409</b>	<b>42.409</b>	<b>42.409</b>	<b>42.409</b>	<b>42.409</b>	<b>42.409</b>	<b>42.409</b>
Odenmiş Sermaye	143.126	143.126	143.126	143.126	143.126	143.126	143.126	143.126	143.126	143.126	143.126	143.126
Emisyon Primi	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178
Yeniden Değerleme Değer Artışı	187.714	187.714	187.714	187.714	187.714	187.714	187.714	187.714	187.714	187.714	187.714	187.714
Yedekler	190.958	190.621	192.356	193.149	193.811	194.457	195.146	195.438	195.663	195.895	196.134	198.808
<b>Toplam Borçlar ve Özkaynaklar</b>	<b>190.958</b>	<b>190.621</b>	<b>192.356</b>	<b>193.149</b>	<b>193.811</b>	<b>194.457</b>	<b>195.146</b>	<b>195.438</b>	<b>195.663</b>	<b>195.895</b>	<b>196.134</b>	<b>198.808</b>



TAHİMİNİ GELİR TABLOLARI, 1000 \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2054
Net Satışlar	8.653	8.275	52.655	62.105	69.988	77.687	85.889	89.366	92.047	94.809	97.653	129.504
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-2.873	-578	-24.759	-28.506	-31.373	-34.004	-36.693	-37.279	-38.398	-39.549	-40.736	-54.023
Faaliyet Giderleri	-684	-654	-5.265	-5.589	-5.599	-5.438	-5.153	-5.362	-5.523	-5.689	-5.859	-7.770
Amortisman Giderleri	-5.227	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566
<b>Esas Faaliyet Kârı (Zararı)</b>	<b>-131</b>	<b>-523</b>	<b>15.064</b>	<b>20.444</b>	<b>25.450</b>	<b>30.679</b>	<b>36.477</b>	<b>39.160</b>	<b>40.561</b>	<b>42.005</b>	<b>43.492</b>	<b>60.146</b>
Madde Olmayan Duran Varlık Amort.	-121	-121	-121	-121	-121	-121	-121	-121	-121	-121	-121	-121
Diğer Faaliyet. Olağan Gelirler	0	636	955	735	987	1.256	1.526	1.791	2.099	2.415	2.730	12.523
(Faiz+Temettü)	-527	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	-230	-230	-199	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri	-1.008	-238	15.699	21.058	26.316	31.814	37.881	40.830	42.540	44.299	46.101	72.548
<b>Faaliyet Kârı (Zararı)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Olağandışı Gelir ve Kârlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Olağandışı Gider ve Zararlar	-1.008	-238	15.699	21.058	26.316	31.814	37.881	40.830	42.540	44.299	46.101	72.548
<b>Dönem Kârı (Zararı)</b>	<b>133</b>	<b>18</b>	<b>-2.373</b>	<b>-3.177</b>	<b>-3.966</b>	<b>-4.790</b>	<b>-5.700</b>	<b>-6.143</b>	<b>-8.532</b>	<b>-8.884</b>	<b>-9.244</b>	<b>-14.534</b>
Kurumlar Vergisi (Fonlar Dahil)	-875	-220	13.326	17.881	22.351	27.024	32.181	34.687	34.008	35.415	36.857	58.014
<b>Net Kâr</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>
<b>Yedekler</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>
Dönem Başı Yedek Tutarı	-875	-220	13.326	17.881	22.351	27.024	32.181	34.687	34.008	35.415	36.857	58.014
<b>Net Kâr</b>	<b>875</b>	<b>220</b>	<b>-13.326</b>	<b>-17.881</b>	<b>-22.351</b>	<b>-27.024</b>	<b>-32.181</b>	<b>-34.687</b>	<b>-34.008</b>	<b>-35.415</b>	<b>-36.857</b>	<b>-58.014</b>
Dağıtılan Temettü	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178
<b>Dönem Sonu Yedek Tutarı</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>	<b>2.178</b>
<b>Net Faaliyet Kârı (NOPLAT) (*)</b>	<b>8.653</b>	<b>8.275</b>	<b>52.655</b>	<b>62.105</b>	<b>69.988</b>	<b>77.687</b>	<b>85.889</b>	<b>89.366</b>	<b>92.047</b>	<b>94.809</b>	<b>97.653</b>	<b>129.504</b>
Net Satışlar	-2.873	-578	-24.759	-28.506	-31.373	-34.004	-36.693	-37.279	-38.398	-39.549	-40.736	-54.023
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-684	-654	-5.265	-5.589	-5.599	-5.438	-5.153	-5.362	-5.523	-5.689	-5.859	-7.770
Faaliyet Giderleri	-5.227	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566	-7.566
Amortisman Giderleri	-131	-523	15.064	20.444	25.450	30.679	36.477	39.160	40.561	42.005	43.492	60.146
<b>Faaliyet Kârı</b>	<b>20</b>	<b>79</b>	<b>-2.260</b>	<b>-3.067</b>	<b>-3.817</b>	<b>-4.602</b>	<b>-5.471</b>	<b>-5.874</b>	<b>-8.112</b>	<b>-8.401</b>	<b>-8.698</b>	<b>-12.029</b>
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	-111	-445	12.804	17.378	21.632	26.077	31.005	33.286	32.449	33.604	34.794	48.117
<b>Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)</b>	<b>109</b>	<b>334</b>	<b>10.544</b>	<b>14.311</b>	<b>17.815</b>	<b>21.075</b>	<b>25.534</b>	<b>29.412</b>	<b>32.537</b>	<b>35.204</b>	<b>38.894</b>	<b>56.231</b>

(\*) Net Operational Profit Less Adjusted Taxes

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2054
<b>Faaliyet Karı Üzerinden Vergi</b>												
Kurumlar Vergisi	-133	-18	2.373	3.177	3.966	4.790	5.700	6.143	8.532	8.884	9.244	14.534
Finansman Giderilerindeki Vergi Koruması (KVB)	79	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansman Giderilerindeki Vergi Koruması (UVB)	34	34	30	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Faiz Gelirinin Vergisi	0	-95	-143	-110	-148	-188	-229	-269	-420	-483	-546	-2.505
Olağandışı Gelir ve Karların Vergisi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Olağandışı Gider ve Zararların Vergi Koruması	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Faaliyet Karı Üzerinden Vergi</b>	<b>-20</b>	<b>-79</b>	<b>2.260</b>	<b>3.067</b>	<b>3.817</b>	<b>4.602</b>	<b>5.471</b>	<b>5.874</b>	<b>8.112</b>	<b>8.401</b>	<b>8.698</b>	<b>12.029</b>
<b>Net Faaliyet Karı (NOPLAT)</b>	<b>-875</b>	<b>-220</b>	<b>13.326</b>	<b>17.881</b>	<b>22.351</b>	<b>27.024</b>	<b>32.181</b>	<b>34.687</b>	<b>34.008</b>	<b>35.415</b>	<b>36.857</b>	<b>58.014</b>
Ekle: MODV Amortismanı	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121
<b>Düzeltilmiş Net Kar</b>	<b>-754</b>	<b>-99</b>	<b>13.447</b>	<b>18.002</b>	<b>22.472</b>	<b>27.145</b>	<b>32.302</b>	<b>34.808</b>	<b>34.129</b>	<b>35.536</b>	<b>36.978</b>	<b>58.135</b>
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	448	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)	195	195	169	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Yatırımlara Katan Toplam Gelir</b>	<b>-111</b>	<b>96</b>	<b>13.616</b>	<b>18.002</b>	<b>22.472</b>	<b>27.145</b>	<b>32.302</b>	<b>34.808</b>	<b>34.129</b>	<b>35.536</b>	<b>36.978</b>	<b>58.135</b>
Çıkart: Vergi Sonrası Faiz Geliri	0	-541	-812	-625	-839	-1.067	-1.297	-1.523	-1.680	-1.932	-2.184	-10.019
Çıkart: Vergi Sonrası Olağan Dışı Gelir ve Karlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ekle: Vergi Sonrası Olağan Dışı Gider ve Zararlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Faaliyet Karı (NOPLAT)</b>	<b>-111</b>	<b>-445</b>	<b>12.804</b>	<b>17.378</b>	<b>21.632</b>	<b>26.077</b>	<b>31.005</b>	<b>33.286</b>	<b>32.449</b>	<b>33.604</b>	<b>34.794</b>	<b>48.117</b>
<b>TAHMİNİ YATIRILAN SERMAYE, 1000 \$</b>												
Dönen Varlıklar (Menkul Kıymetler Hariç)	1.707	1.633	10.389	12.253	13.808	15.327	16.946	17.632	18.161	18.705	19.267	25.551
Kısa Vadeli Borçlar (Finansal Borç Hariç)	727	695	4.421	5.214	5.876	6.522	7.211	7.503	7.728	7.960	8.199	10.873
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>981</b>	<b>938</b>	<b>5.968</b>	<b>7.039</b>	<b>7.932</b>	<b>8.805</b>	<b>9.734</b>	<b>10.129</b>	<b>10.432</b>	<b>10.745</b>	<b>11.068</b>	<b>14.678</b>
Net Maddi Duran Varlıklar	116.705	112.579	108.452	104.325	100.198	96.072	91.945	87.818	83.691	79.565	75.438	-60.744
Diğer Varlıklar - Diğer Borçlar	175	175	175	175	175	175	175	175	175	175	175	175
<b>Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye</b>	<b>117.861</b>	<b>113.691</b>	<b>114.594</b>	<b>111.539</b>	<b>108.305</b>	<b>105.051</b>	<b>101.854</b>	<b>98.122</b>	<b>94.299</b>	<b>90.485</b>	<b>86.681</b>	<b>-45.892</b>
Menkul Kıymetler	7.952	11.939	9.190	12.342	15.696	19.071	22.390	26.243	30.187	34.122	38.047	174.612
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	64.194	64.073	63.952	63.831	63.710	63.589	63.468	63.347	63.226	63.105	62.984	58.991
Finansal Duran Varlıklar	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>Toplam Yatırılan Sermaye</b>	<b>190.009</b>	<b>189.705</b>	<b>187.738</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.713</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>
Ödenmiş Sermaye	42.409	42.409	42.409	42.409	42.409	42.409	42.409	42.409	42.409	42.409	42.409	42.409
Diğer Özkaynaklar	145.305	145.305	145.305	145.305	145.305	145.305	145.305	145.305	145.305	145.305	145.305	145.305
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar	2.297	1.992	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Toplam Yatırılan Sermaye</b>	<b>190.011</b>	<b>189.706</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>	<b>187.714</b>

52

AKTAYTRZM/001



NAKİT AKIMININ KAYNAĞI, 1000 \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2054
<b>Nakit Akımının Kaynağı</b>												
Vergi Sonrası Faiz Geliri	0	-541	-812	-625	-839	-1.067	-1.297	-1.523	-1.680	-1.932	-2.184	-10.019
Menkul Kıymetlerdeki Artış/(Azalış)	7.952	3.987	-2.749	3.152	3.354	3.375	3.319	3.853	3.944	3.935	3.925	18.070
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	448	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)	195	195	169	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Finansal Borçlardaki Azalış/(Artış)	5.853	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçlardaki Azalış/(Artış)	0	305	1.992	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Temettü	-875	-220	13.326	17.881	22.351	27.024	32.181	34.687	34.008	35.415	36.857	58.014
<b>Toplam Nakit Akımı</b>	<b>13.573</b>	<b>3.726</b>	<b>11.926</b>	<b>20.409</b>	<b>24.865</b>	<b>29.331</b>	<b>34.203</b>	<b>37.018</b>	<b>36.272</b>	<b>37.418</b>	<b>38.598</b>	<b>66.066</b>
<b>Yatırılan Sermayenin Getirisi</b>												
SMM+FG / Net Satışlar	41,1%	14,9%	57,0%	54,9%	52,8%	50,8%	48,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%
Amortisman Giderleri / Net Satışlar	60,4%	91,4%	14,4%	12,2%	10,8%	9,7%	8,8%	8,5%	8,2%	8,0%	7,7%	5,8%
Faaliyet Kârı / Net Satışlar	-1,5%	-6,3%	28,6%	32,9%	36,4%	39,5%	42,5%	43,8%	44,1%	44,3%	44,5%	46,4%
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	1369,3%	1410,3%	213,8%	174,6%	149,1%	129,0%	111,9%	102,9%	95,4%	88,3%	81,5%	-43,7%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	148,8%	11,9%	1,8%	9,6%	10,1%	10,2%	10,3%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	22,0%
Net Satışlar / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	0,1	0,1	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	(4,6)
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	-0,1%	-0,4%	13,2%	17,8%	22,8%	28,3%	34,7%	38,4%	41,3%	44,5%	48,1%	-215,3%
Vergi Oranı (Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.)	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	-0,1%	-0,4%	11,3%	15,2%	19,4%	24,1%	29,5%	32,7%	33,1%	35,6%	38,5%	-172,2%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	-0,1%	-0,2%	7,2%	9,7%	12,3%	15,2%	18,4%	20,1%	20,1%	21,3%	22,7%	154,4%
<b>Yatırılan Sermayenin Getirisi (Ortalama)</b>												
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	1359,0%	1385,4%	209,9%	171,3%	146,1%	126,3%	109,5%	100,6%	93,2%	86,1%	79,4%	-45,3%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	80,1%	11,6%	6,6%	10,5%	10,7%	10,8%	10,8%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	16,7%
Net Satışlar / Yatırılan Sermaye	0,1	0,1	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1	(3,5)
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	-0,1%	-0,5%	13,2%	18,1%	23,2%	28,8%	35,3%	39,2%	42,2%	45,5%	49,1%	-162,9%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	-0,1%	-0,4%	11,2%	15,4%	19,7%	24,4%	30,0%	33,3%	33,7%	36,4%	39,3%	-130,3%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	-0,1%	-0,2%	7,2%	9,8%	12,5%	15,3%	18,6%	20,4%	20,3%	21,6%	22,9%	217,4%
<b>Büyüme Oranları</b>												
Net Satışların Büyüme Oranı	10,3%	-4,4%	536,3%	17,9%	12,7%	11,0%	10,6%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	-48,5%
Brüt Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	-123,2%	300,6%	-2977,6%	35,7%	24,5%	20,5%	18,9%	7,4%	3,6%	3,6%	3,5%	-51,5%
Net Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	-113,1%	300,6%	-2977,6%	35,7%	24,5%	20,5%	18,9%	7,4%	-2,5%	3,6%	3,5%	-51,5%
Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye Büyüme Oranı	-10,4%	-3,5%	0,8%	-2,7%	-2,9%	-3,0%	-3,0%	-3,7%	-3,9%	-4,0%	-4,2%	64,2%
<b>Özkaynak Getirisi</b>												
Ortalama Özkaynak Getirisi	-0,5%	-0,1%	7,1%	9,5%	11,9%	14,4%	17,1%	18,5%	18,1%	18,9%	19,6%	30,9%



**ÖNGÖRÜLEN EKONOMİK KAR, 1000 \$**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2024
Yatırımların Sermayenin Getirisi	-0,1%	-0,4%	11,3%	15,2%	19,4%	24,1%	29,5%	32,7%	33,1%	35,6%	38,5%	-172,2%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
<b>Spread (Net Getiri Oranı)</b>	<b>-10,6%</b>	<b>-10,9%</b>	<b>0,8%</b>	<b>4,7%</b>	<b>8,9%</b>	<b>13,6%</b>	<b>19,0%</b>	<b>22,2%</b>	<b>22,6%</b>	<b>25,1%</b>	<b>28,0%</b>	<b>-182,7%</b>
Yatırımların Sermaye (Dönem Başı)	131.546	117.861	113.691	114.594	111.539	108.305	105.051	101.854	98.122	94.299	90.485	-27.942
<b>Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)</b>	<b>-13.923</b>	<b>-12.820</b>	<b>867</b>	<b>5.345</b>	<b>9.921</b>	<b>14.705</b>	<b>19.975</b>	<b>22.591</b>	<b>22.146</b>	<b>23.703</b>	<b>25.293</b>	<b>51.051</b>
Net İşletme Kârı	-111	-445	12.804	17.378	21.632	26.077	31.005	33.286	32.449	33.604	34.794	48.117
Sermaye Maliyeti	-13.812	-12.375	-11.938	-12.032	-11.712	-11.372	-11.030	-10.695	-10.303	-9.901	-9.501	2.934
<b>Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)</b>	<b>-13.923</b>	<b>-12.820</b>	<b>867</b>	<b>5.345</b>	<b>9.921</b>	<b>14.705</b>	<b>19.975</b>	<b>22.591</b>	<b>22.146</b>	<b>23.703</b>	<b>25.293</b>	<b>51.051</b>

**ÖNGÖRÜLEN DİĞER ORANLAR**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2024
<b>Faaliyetler</b>												
Net Satışlardaki Büyüme	10,3%	-4,4%	536,3%	17,9%	12,7%	11,0%	10,6%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	-48,5%
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amort.Hariç)	33,2%	7,0%	47,0%	45,9%	44,8%	43,8%	42,7%	41,7%	41,7%	41,7%	41,7%	41,7%
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	7,9%	7,9%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Marj</b>	<b>58,9%</b>	<b>85,1%</b>	<b>43,0%</b>	<b>45,1%</b>	<b>47,2%</b>	<b>49,2%</b>	<b>51,3%</b>	<b>52,3%</b>	<b>52,3%</b>	<b>52,3%</b>	<b>52,3%</b>	<b>52,3%</b>
Amortismanlar/Net Satışlar	60,4%	91,4%	14,4%	12,2%	10,8%	9,7%	8,8%	8,5%	8,2%	8,0%	7,7%	5,8%
<b>Faaliyet Marjı</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>28,6%</b>	<b>32,9%</b>	<b>36,4%</b>	<b>39,5%</b>	<b>42,5%</b>	<b>43,8%</b>	<b>44,1%</b>	<b>44,3%</b>	<b>44,5%</b>	<b>46,4%</b>
<b>İşletme Sermayesi/Net Satışlar</b>												
Nakit İhtiyacı	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Alacaklar	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Stoklar	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Diğer Dönen Varlıklar	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Ticari Borçlar	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
<b>Net İşletme Sermayesi Marjı</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>
<b>Maddi Duran Varlıklar</b>												
Brüt Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	1589,6%	1662,3%	261,2%	221,5%	196,5%	177,1%	160,2%	153,9%	149,4%	145,1%	140,9%	106,2%
Net Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	1348,7%	1360,5%	206,0%	168,0%	143,2%	123,7%	107,1%	98,3%	90,9%	83,9%	77,3%	-46,9%
Amortismanlar/Geçen Yıl MDV		5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%