

Konaklama İşletmelerinde Gayrimenkul Değerleme ve Bütünsel Değerin Hesaplanması: Hipotetik Bir Uygulama

Real Estate Appraisal and Calculating Total Value in Lodging Companies: A Hypothetical Application

Erdoğan KARADENİZ*, **Serkan Yılmaz KANDIR****, **Yıldırım Beyazıt ÖNAL****

* Dr., Mersin Üniversitesi, Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Yüksekokulu, Çiftlikköy, 33169 Mersin
E-posta: ekaradeniz@mersin.edu.tr

** Dr., Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Balcalı, 01330 Adana
E-posta: skandir@cu.edu.tr

** Prof. Dr., Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Balcalı, 01330 Adana
E-posta: ybeyazit@cu.edu.tr

MAKALE BİLGİLERİ

Makale işlem bilgileri:

Gönderilme tarihi : 14 Kasım 2008
Birinci düzeltme : 22 Kasım 2008
İkinci düzeltme : 14 Nisan 2009
Üçüncü düzeltme : 18 Mayıs 2009
Kabul : 22 Mayıs 2009

Anahtar sözcükler:

Bütünsel değer, Gayrimenkul değerlendirme, Konaklama işletmeleri maliyet yaklaşımı, Satış karşılaştırması yaklaşımı, Gelir indirgeme yaklaşımı.

ARTICLE INFO

Article history:

Submitted : 14 November 2008
Resubmitted : 22 November 2008
Resubmitted : 14 April 2009
Resubmitted : 18 May 2009
Accepted : 22 May 2009

Key words:

total value, cost approach, real estate appraisal, lodging companies, sales comparison approach, income capitalization approach.

ÖZ

Konaklama işletmelerinde bütünsel değer hesaplanması, çok çeşitli verinin kullanılmasını gerekli kılan bir süreçtir. Bu nedenle değerlendirme sürecinde ekonomik, teknik ve finansal etüdlerin etkin bir şekilde yapılması gerekmektedir. Bu makalenin amacı konaklama işletmelerinde değerlemenin önemini vurgulamak ve gayrimenkul temelinde konaklama işletmelerinde bütünsel değer nasıl hesaplanabileceğini ve değerlendirme sürecini ortaya koymaktır. Bu bağlamda çalışmada, gayrimenkul değerlendirme temelinde konaklama işletmelerine yönelik olarak değerlendirme yöntemleri açıklanmakta ve bu yöntemler hipotetik veriler kullanılarak örnek bir konaklama işletmesi üzerinde uygulanmaktadır. Gerçekçi bütünsel değer hesaplanması için bütün yöntemlerin kullanılması ve bulunan farklı değerlerin ortalamasının alınması gerekmektedir. Hipotetik uygulamada uygulanan yöntemlerin her biri konaklama işletmelerine farklı amaçlarla değerlendirildiği için örnek konaklama işletmesine ait farklı değerler hesaplanmış ve bu değerlerin ortalaması hesaplanarak konaklama işletmesinin değeri tespit edilmiştir.

ABSTRACT

Calculating total value of lodging companies is a process that requires many different kinds of data. Therefore, economic, technical, and financial studies have to be performed in valuation process. The aim of this study is to emphasize valuation in lodging companies; and explain computation of total value and valuation process as a real estate appraisal tool in lodging companies. In this context, depending on real estate appraisal, this study examines appraisal methods for lodging companies and applies them by using hypothetical variables in a lodging company. All of the appraisal methods should be used and average of the different figures should be calculated in order to obtain the real total value. Since each real estate appraisal method applied in the valuation of lodging companies has different purposes, different values have been calculated and average of these values has been computed for determining the value of hypothetical lodging company.

GİRİŞ

Sermaye piyasasında etkinliğin ve güvenin sağlanmasındaki önemli unsurların başında, firma değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesi ve böylece bulunan değer gerçeği yansıtmaması gelmektedir (Copeland vd. 1996: 8). Bir firmanın satın alınmasında veya birleşme sürecinde firmaların sahip oldukları gayrimenkullerin ve gerçekleştirdikleri faaliyetlerinin bir bütün olarak değerinin belirlenmesi satış fiyatına temel teşkil etmesi açısından önemlidir. Gayrimenkul değerlendirme ayrıca, vergi

hesaplamaları, kamulaştırma, devletleştirme, özelleştirme, sermaye piyasası, bankacılık, kredilendirme, sigortacılık vb. özel sektör gereksinimleri için başvurulan bir uzmanlık alanı olarak gelişmektedir. Özellikle son yıllarda ülkemizde gelişmekte olan gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarının yaygınlaşması; bu araçların dayanağını oluşturan taşınmazların objektif ve bilimsel olarak değerlemelerini gerektirmektedir (Açlar vd. 2003: 15).

2006 yılında başlayan ve 2008 yılının son çeyreğinde Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) ortaya

çıkarak tüm dünyayı etkileyen küresel finansal krizin temel nedeni ABD gayrimenkul piyasasında özellikle riskli kredi derecesine sahip kişilerin kullandıkları ipoteye dayalı kredilerin (subprime mortgage) ve bu kredilere dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda işlem görmesine bağlı olarak ipoteye dayalı kredilerin yapısının bozulmasıyla finansal sistem içerisinde yarattığı likidite sıkışıklığıdır. Burada özellikle konut değerlerinin yüksek olduğu dönemlerde, ipotekli kredilere dayalı menkul kıymetlerin düşük risk grubunda değerlendirilerek yatırımcılara sunulmasının ardından teminat niteliğindeki konut değerlerinin 2006 yılından itibaren gayrimenkul piyasasında yaşanan durgunluk sonucunda ani düşmesiyle yüksek zararlar kaydedilmiştir. Dolayısıyla hem konut hem de ticari amaçlı gayrimenkullerin satın alınması sürecinde kullanılan kredilerde bu gayrimenkullerin gerçekçi bir şekilde ve etkin olarak teminat değerlerinin belirlenmesi daha fazla önem kazanmıştır (Demir vd. 2008).

Turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmeleri; arsa, arazi, bina gibi büyük tutarlara ulaşan gayrimenkullere sahip işletmelerdir. Bu durum konaklama işletmesi yöneticilerinin, sadece yatırım ve faaliyet performansını temel alan değerlemeyi değil sahip oldukları gayrimenkulleri de dikkate alan bütünsel değeri hesaplamalarını zorunlu kılmıştır. Bununla beraber turizm sektöründe büyük konaklama işletmeleri veya tur operatörleri diğer konaklama işletmelerini satın alarak veya birleşerek rekabet avantajı sağlamayı amaçlamaktadırlar. Birleşme veya satın alma sürecindeki konaklama işletmelerinin sahip oldukları varlıkların ve faaliyetlerinin değerinin gayrimenkul değerlendirme temelinde doğru bir şekilde bütünsel olarak hesaplanması önem kazanmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, gayrimenkul değerlendirme mantığı çerçevesinde birleşme ve satın alma durumlarında konaklama işletmelerinin sahip olduğu arsa, arazi, net varlıklar ve faaliyetlerinin etkinliğini toplu olarak ifade eden bütünsel değerini hesaplamaya yönelik geliştirilmiş olan değerlendirme yöntemlerini açıklamaktır. Genel olarak konuyla ilgili turizm sektörüne yönelik yapılan çalışmaların büyük ölçüde yurt dışında yapıldığı görülmektedir. Ancak Türk konaklama işletmelerine yönelik olarak özellikle birleşme ve satın alma durumundaki konaklama işletmelerinin gayrimenkul değerlendirme çerçevesinde nasıl bütünsel olarak değerlendirileceğine yönelik bir çalışmaya tarafımızca rastlanıl-

mamıştır. Özellikle yakın bir zamanda yürürlüğe giren ipoteye dayalı kredilendirme (mortgage) yasasıyla birlikte gayrimenkul satın almalarının da işletmeler bazında gerçekleşebileceği de göz önüne alındığında bu çalışmanın hem turizm literatürüne hem de turizm sektöründeki uygulamacılara fayda sağlayacağı düşünülmektedir. Bu bağlamda çalışmada öncelikle gayrimenkul değerlendirme konusuna kısaca değinilip, konaklama işletmeleri açısından değerlemenin önemi ve değerlendirme süreci açıklanmıştır. Daha sonra konaklama işletmelerinin sahip oldukları varlıkları, gerçekleştirdikleri faaliyetleri ve gelecekteki beklentileri de göz önüne alınarak bütünsel değerleri, hipotetik veriler kullanılarak, hesaplanmaya çalışılmıştır.

KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE GAYRİMENKUL DEĞERLEME SÜRECİ

Firmanın toplam aktiflerinin veya firmanın bir bütün olarak değerinin para cinsinden tespit edilmesi değerlendirme faaliyetlerini oluşturmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004; Ercan ve Ban, 2005). Değerleme; firma, tesis vb. varlıkların alım veya satımlarında firmanın uygun/makul piyasa değerinin belirlenerek satış fiyatına temel oluşturması amacıyla yapılan bir faaliyettir (Hanrahan 1995; Yazıcı 1997). Uygun ve/veya makul piyasa değeri ise, piyasada varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların herhangi bir zorlama olmadan, söz konusu varlık için takdir ettikleri değerdir (Jones ve Van Dyke 1998: 9).

Gayrimenkul değerlemesi; bir gayrimenkulün satın alınması, satılması veya kiraya verilmesi, teminat gösterilerek kredi alınması, açık artırma ve/veya tasfiye amacıyla satılması, gayrimenkul için hurda değeri tespit edilmesi, sigortalama işlemlerine esas olacak değerin belirlenmesi, vergilendirme işlemleri ve kamu yararı için bir devlet kuruluşu tarafından yapılan istisna işlemlerinde kullanılması, şirket birleşme, devir ve ele geçirmelerinde şirket aktifinde bulunan gayrimenkullerin değerlerinin belirlenmesi ve leasing işlemlerine konu olan gayrimenkullerin değerinin belirlenmesi gibi oldukça geniş sayılabilecek kapsamda gerçekleştirilen bir faaliyet özelliğine sahiptir (Önal ve Topaloğlu 2007).

Gelişmiş ülkelerde gayrimenkul değerlemesinin en doğru bir şekilde yapılması finansal kararların alınmasında büyük önem taşımaktadır. Gayrimenkul değerlendirme halka açık şirketlerin, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gayrimenkul işlemleri ya-

nında ipotek (mortgage) kredileri ve ipoteye dayalı menkul kıymet işlemlerinde de önem taşımaktadır (Güngör 2006: 48). Gayrimenkul değerlemesinin gerekli olabileceği durumlar şu şekilde sıralanabilir (Güngör 1999; Gilbertson ve Preston 2005);

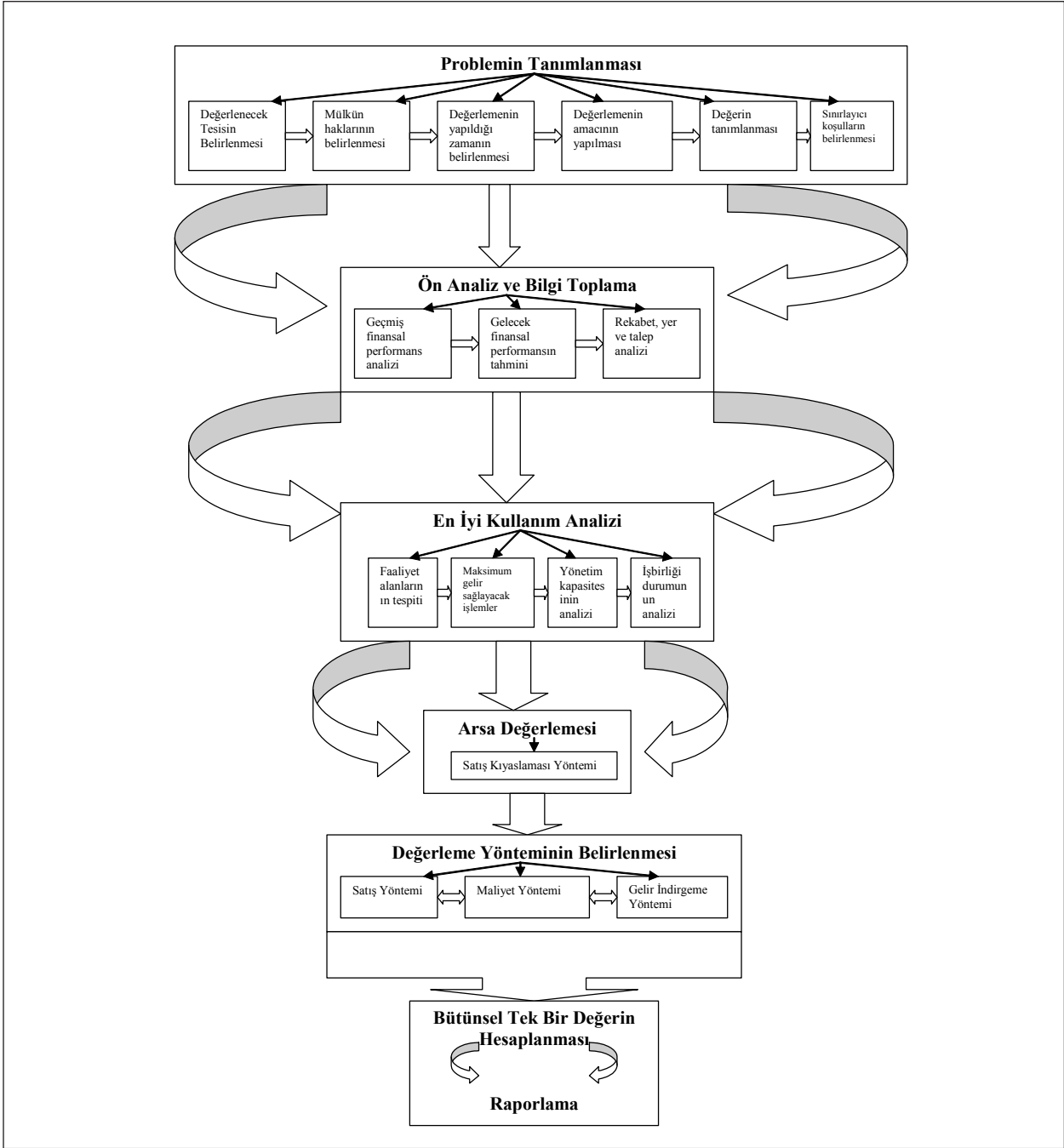
- Bankalar menkul kıymetleri, kullandıkları krediler için bir karşılık/güvence olarak almaktadırlar. Bununla beraber gayrimenkule dayalı menkul kıymet ihraçlarında ve gayrimenkul portföyü yöneten kolektif yatırım kuruluşlarında portföydeki gayrimenkullerin değerlerinin belirlenmesi önem arz etmektedir.
- Yatırımcılar açısından yatırım yapılan firmaların hatalı gayrimenkul yatırımlarına sahip olması önemli bir tehdit olabilmektedir.
- Bir ev sahibi olmak veya sahip olduğu evi satmak/kiralamak isteyen kişi değeri doğru belirlenmiş bir evi uygun bir fiyat karşılığında alabilmek, satılabilmek veya kiralayabilmek için gayrimenkul değerlemesi ile ilgilidir.
- Gayrimenkul değerlemesinin doğru yapılması emeklilik fonlarının doğru fiyatlanmış bir yatırım olanağı bulabilmesi açısından önem taşımaktadır.
- Bir firmanın ya da sahip olunan varlıkların açık artırma veya tasfiye yoluyla satışı sırasında satış fiyatının belirlenmesinde ve hurda değerinin tespitinde önemlidir.
- Sigorta, vergi ve kamu yararı için bir devlet kuruluşu tarafından yapılan istisna sürecinde ve gayrimenkullere ilişkin vergi matrahlarının tespitinde önem taşımaktadır.
- Şirket birleşme, devir ve ele geçirmelerde şirket aktifinde bulunan gayrimenkullerin değerlerinin belirlenmesi önem arz etmektedir.

Türkiye’de 2006 yılına kadar gayrimenkul değerlendirme kavramı herhangi bir sisteme ve standarda dayanmadığı için aynı gayrimenkule ait farklı değerler (vergiye esas değer, alım-satım değeri, bilirkişi değeri gibi) hesaplanmıştır. Gayrimenkulün farklı yaklaşımlar ile farklı değerleri tespit edilse dahi bu farkın %15’i geçmemesi gerekmektedir (Açlar ve Çağdaş, 2002). Türkiye’de Uluslararası Değerleme Standartlarını devreye sokan tebliğ -“Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında (Seri VIII 45 nolu) Tebliğ”- SPK tarafından 06.03.2006 tarihli ve 26100 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır. Bu Tebliğ 01.05.2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yayımı tarihinde yürürlüğe girecek şekilde, 2499 sayılı Kanununun 22. maddesinin birinci fıkrasının (o), (r) ve (t) bentleri

ile 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (g) bendine dayanılarak SPK tarafından hazırlanmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu, www.spk.gov.tr/teblig/files/SeriVIII_No48.pdf, 2007). Tebliğin amacı, sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve menkul kıymet ihraççıların sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracağı değerlendirme işlemlerinde verilen değerlendirme hizmetlerine ilişkin esasları belirlemektir. ABD Gayri Menkul Değerleme Enstitüsü’ne göre gayrimenkul değerlendirme süreci yedi aşamadan oluşmaktadır (Andrew ve Schmidgall, 1993; Bredice, 2003). Bu aşamalar aynı zamanda uluslararası değerlendirme standartları olarak da kabul edilmektedir. Bu aşamalar Şekil 1’de gösterilmiştir.

Bu doğrultuda konaklama işletmelerinde değerlendirme sürecini aşağıdaki gibi açıklamak mümkündür;

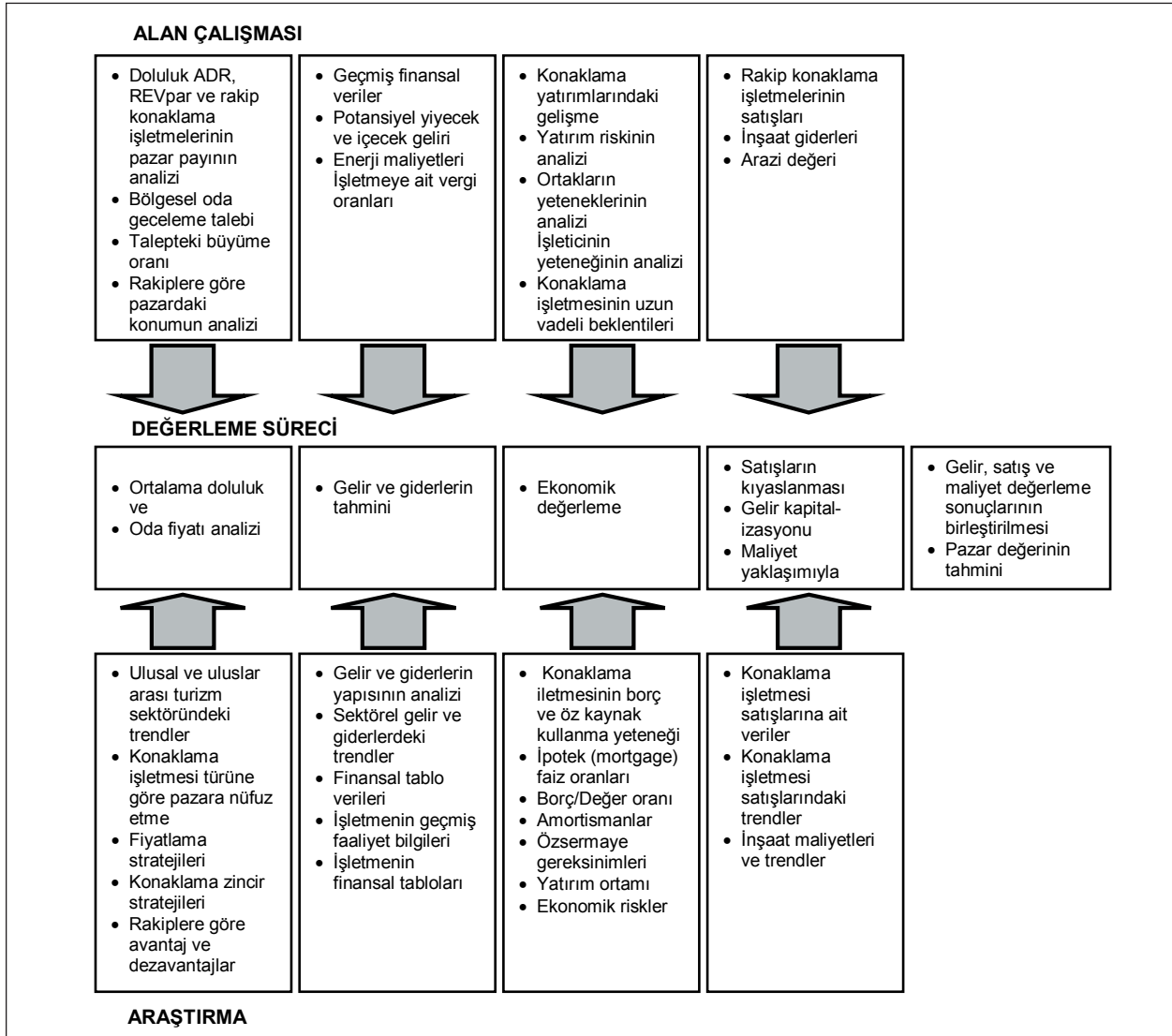
Şekil 2 incelendiğinde konaklama işletmelerinde değerlendirme sürecinin, alan çalışması ve araştırma olmak üzere iki önemli ayağı bulunduğu görülmektedir. Değerleme sürecinin ilk aşaması olan ortalama doluluk ve oda fiyatının analizinde öncelikle alan çalışması yapılarak değerlendirilecek konaklama işletmesinin ve rakiplerin oda doluluk ve geliriyle ilgili bilgiler toplanmaktadır. Ayrıca, makro düzeyde araştırma yapılarak ulusal ve uluslararası turizm gelişmeleri, rakip konaklama işletmelerinin pazarlama, satış ve fiyatlandırma stratejileri, rakip konaklama işletmelerinin rekabet stratejileri ve pazar payları araştırılmakta ve bu bilgiler ışığında konaklama işletmesinin ortalama doluluk ve oda fiyat analizi yapılmaktadır. Değerleme sürecinin ikinci aşaması olan konaklama işletmesine ait gelir ve giderlerin tahmininde, alan çalışması kısmında konaklama işletmesine ait geçmiş finansal veriler, potansiyel yiyecek-içecek gelirleri, enerji maliyetleri ve vergi oranları analiz edilirken, araştırma kısmında ise konaklama işletmesinin gelir ve gider yapısına, sektörel gelir ve gider eğilimlerine ilişkin bilgiler toplanmaktadır. Değerleme sürecinin üçüncü aşaması olan ekonomik değerlendirme aşamasında, alan çalışması ve araştırma faaliyeti gerçekleştirilmektedir. Alan çalışması kısmında konaklama yatırımlarındaki gelişme, yatırım riski, konaklama işletmesi sahip ve yöneticilerinin yetenekleri ve uzun vadeli beklentileri analiz edilmektedir. Araştırma kısmında konaklama işletmesinin borç ve özkaynak kullanma yeteneği, ipotek faiz oranları, borç/değer rasyosu, konaklama yatırım ortamı ve ekonomik riskler incelenmektedir. Değerleme sürecinin dördüncü aşaması olan değerlendirme yön-



Şekil 1. Uluslararası Değerleme Standartlarına Göre Gayrimenkul Değerleme Süreci
Kaynak: (Andrew ve Schmidgall, 1993; Bredice, 2003).

temleriyle değerlemede, alan çalışması kısmında rakip işletmelerin satışları, inşaat giderleri ve arazi değeri incelenirken, araştırma kısmında ise konaklama satışlarına ve inşaat giderlerine ait veriler ve eğilimler incelenmektedir. Değerleme sürecinin son aşamasında ise farklı yöntemlere göre bulunan değerler birleştirilerek konaklama işletmesinin malik piyasa değeri hesaplanmaktadır.

Değerlenmesi amaçlanan gayrimenkul türündeki varlıklar, oturma amaçlı konutlar ve ticari gayrimenkuller olarak iki ana bölüme ayrılmaktadır (Alp 2000). Ticari nitelikteki gayrimenkuller gelir getirici bir özelliğe sahip tesisler oldukları için bütünsel değerlerini büyük ölçüde gelecekte beklenen gelirleri oluşturmaktadır. Kimi ticari işletmeler değerlerini kısmen ya da büyük ölçüde sahip ol-



Şekil 2. Konaklama İşletmelerinde Ekonomik, Fizibilite ve Değerleme Akış Şeması

Kaynak: Economic, Feasibility and Valuation Flow Chart. http://www.hotelconsulting.net/val_process.htm isimli çalışmadan yararlanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.

dukları fiziksel varlıklarından alırlarken, diğerleri, markanın tanınmışlığı, patent hakları, entelektüel sermaye gibi maddi olmayan varlıklarından alabilirler. Örneğin, bir konaklama işletmesi ile bir iş merkezi veya ofis binası arasında karın elde edilmiş biçimi bakımından önemli fark vardır. Konaklama işletmesinin karlılığı ve değeri yönetimin verimli çalışmasından daha fazla etkilenirken, diğerlerinde kira gelirleri büyük ölçüde sabittir. Ayrıca, turizm sektöründe talebin çok esnek olması ve birçok faktörden etkilenmesi, konaklama işletmelerinde riskin yükselmesine ve değerlerinin dalgalanma-

sına neden olabilmektedir (Haris ve Brown, 1998; Nilsson vd. 2001).

LİTERATÜR TARAMASI

Gayrimenkul değerlendirme ile ilgili turizm sektörüne yönelik yapılan çalışmaların büyük ölçüde yurt dışında yapıldığı görülmektedir. Yabancı literatürde konuyla ilgili yapılan çalışmalar genellikle konaklama işletmelerinde değerlemenin nasıl yapılacağını, vergi kanunlarının değer üzerindeki etkilerini açıklamaya ve ABD’de konaklama işletmelerine

yönelik olarak değer yaratan unsurları belirlemeye yöneliktir.

Lesser (1992), konaklama işletmelerinin değerlendirme sürecinde emlak vergilerinin, düzenli gelir tablosu kullanımının, piyasaya dayalı hesaplanmış giderlerin ve kapitalizasyon oranı ile emlak vergisine göre düzeltilmiş sermaye maliyetinin önemli olduğunu vurgulamıştır. Corgel ve DeRoos (1993), varlık değerlendirme modellerinin değer tahmin gücünü temel varsayımlarının eksikliklerini eleştirerek ortalama oda fiyatı tekniğinin konaklama işletmelerinin değerlemesinde nasıl kullanılacağını ve konaklama işletmelerinin değerlerini tahmin gücünü açıklamaya çalışmışlardır. Çalışma sonucunda ortalama oda fiyatı tekniğinin, konaklama işletmesinin değerini tahmin gücünün yüksek olduğu saptanmıştır. DeRoss ve Rushmore (1995) ile DeRoss ve Rushmore (1996) konaklama işletmelerinin yatırım değerlerini etkileyen değişkenleri incelemişler ve değerlendirme sürecinde gelir vergisi ve borç verenlerin kriterleri göz önüne alındığında konaklama işletmesinin tahmini değerinin değişebileceğini ve konaklama işletmesine potansiyel alıcıların sundukları fiyat teklifinin yükseleceğini vurgulamışlardır.

Rushmore ve Goldhoff (1997), son yıllarda otel işletmelerinde değeri yaratacak şekilde arz ve talep arasındaki ilişkiyi dikkate alan modeller geliştirildiğini vurgulamışlardır. Çalışmada otel talebinin sabit bir şekilde büyüme gösterdiği, arzın ise otel işletmelerinin tesis değeri üzerinde ölçülebilir bir etki yarattığı belirtilmiştir. Arz tarafındaki unsurların yatırımcılar açısından yeni oda yatırımların gerçekleştirilmesinde daha etkin olduğunu ve oda yatırımı gerçekleştirildikten sonra bu unsurlara dikkat etmenin daha maliyetli olduğu ifade edilmiştir. Ganchev (2000), konaklama işletmesi yatırımlarında, birleşme ve satın alma sürecinde öncelikle nakit akımlarının, tahmin sürecinin, değer değişkenlerinin belirlenmesi, yatırım geri dönüşünün hesaplanması ve en son olarak da nakit akışlarının iskonto edilmesi gerektiğini vurgulamıştır. O'Neill (2003), konaklama işletmelerinin değerinin tespitinde ortalama oda fiyatına dayalı olarak kullanılan değerlendirme tekniğinin geçerliliğini ve güvenilirliğini belirlemeye çalışmıştır. Çalışma sonucunda ortalama oda fiyatları değişkeninin konaklama işletmelerinin odabaşına satış fiyatlarını en etkin açıklayan değişken olduğu saptanmıştır. O'Neill (2004), geleneksel değerlendirme yaklaşımları olan maliyet, satış karşılaştırması ve gelir indirgeme yaklaşımlarına ek olarak otomatikleşmiş de-

ğerleme modelinin (Automated Valuation Model) geçerliliğini test etmiştir. Çalışma sonucunda modelde bulunan değişkenlerden sırasıyla odabaşına göre net faaliyet karı, ortalama oda fiyatı ve oda sayısının odabaşına otel satış fiyatını en iyi açıklayan değişkenler olduğu belirlenmiştir.

Türkiye'ye yönelik olarak ise Tavmergen (2000), değerlendirme faaliyetinin değişen piyasa koşulları ile birleşme ve satın alma kararlarında önemli olduğunu vurgulamıştır. Ayrıca, konaklama işletmelerinde değerlendirme yöntemleri ve değerlendirme faaliyetleri incelenmiştir. Önal ve Karadeniz (2004), İMKB'de işlem gören üç turizm işletmesinin değerlerinin hesaplanmasında Ekonomik Katma Değer (EVA) yönteminin uygulanabilirliğini incelemişler ve turizm işletmelerinin piyasa değerini ve faaliyetlerinden kaynaklanan tahmini firma değerini hesaplamışlardır. Önal vd. (2005), turizm işletmesi değerlemesinde devam eden değer kavramını açıklayarak, indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve ekonomik kar yöntemine göre firma değerinin hesaplanmasında devam eden değer öneminin vurgulanmışlardır. Met ve Gül (2006) ise yatırımcıların genel olarak konaklama işletmelerini pazar değeri ve maliyet bedelleriyle değerlediklerini saptamışlardır. Buna karşın, gelecekteki olası nakit akımına dayanan gelir indirgeme yaklaşımının ise fazla tercih edilmediğini belirtmişler ve bu sonucu konaklama sektöründeki yatırımcıların karlılık dışında amaçları olabileceği şeklinde yorumlamışlardır. Met (2007), otel işletmelerinin değerlemesinde daha gelişmiş olan gelire dayalı yaklaşımın daha etkin bir temel sağlamadığını ifade etmiştir. Yine otel değerinin belirlenmesinde tüm yöntemler ile bulunan sonuçların göz önünde bulundurulması gerektiği vurgulanmıştır. Çalışmada ayrıca bir otelin değeri ile ilişkili olan temel değişkenler; doluluk oranı, ortalama oda fiyatı, oda sayısı ve sektörde oda arz-talep ilişkisi olarak sıralanmıştır.

Özellikle Türkiye'ye yönelik literatür incelendiğinde konaklama işletmelerinde gayrimenkul değerlendirme yöntemlerinin ve bütünsel değer hesaplanma sürecini uygulamalı olarak açıklayan bir çalışmaya tarafımızca rastlanılmamıştır. Dolayısıyla çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE GAYRİMENKUL DEĞERLEME VE BÜTÜNSEL DEĞERİ HESAPLAMA YÖNTEMLERİNİN UYGULANMASINA YÖNELİK HİPOTETİK BİR UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde gayrimenkullerin bütünsel değerinin hesaplanmasında literatürdeki

üç temel yöntem olan Maliyet Yaklaşımı Yöntemi, Satış Karşılaştırması Yöntemi ve Gelir İndirgeme Yöntemi açıklanmıştır. Ayrıca halka açık konaklama işletmelerine ait değerlerin hesaplanmasında kullanılan EVA tekniği ve konaklama işletmelerinin değerlendirilmesinde kullanılan diğer basit teknikler açıklanmıştır (Walsh ve Staley, 1993; Güngör, 1999; Brueggeman ve Fisher, 2001). Daha sonra özellikle Türkiye’de değerlendirme sürecinde kullanılacak finansal verilerin sağlanmasının güç olması ve sektördeki konaklama işletmelerinde etkin bir muhasebe bilgi sisteminin olmayışı nedeniyle hipotetik verilere dayanarak bir konaklama işletmesinde bütünsel değeri hesaplama süreci açıklanmaya çalışılmıştır. Hesaplama sürecinde, DeRoos ve Rushmore (2003) çalışmasından yararlanılmıştır.

Değerleme yapılacak örnek otel, 2000 yılından beri Antalya’da faaliyet gösteren 250 odalı, 180 kişilik bir restoranı, 90 kişilik bar ve lobisi bulunan, 15.000 metre karelik toplantı salonu ve balo salonuna sahip beş yıldızlı bir oteldir. Söz konusu otelle ilgili 2007 ve 2008 yıllarına ait geçmiş rakamları, temel maliyetler ile 2009, 2010, 2011 ve 2012 yıllarına ait tahmini finansal rakamlar Tablo 2’de verilmiştir. Örnek otelin yöneldiği pazar diliminde yeni bir rakip otel pazara girmiştir. Bu nedenle örnek otelin doluluk oranı, ortalama oda satış fiyatına göre daha yavaş artmaktadır. 2007 yılında gerçekleşen net gelir 2,38 milyon dolar, 2008’de ise 3,007 milyon dolar iken, 2009 da tahmini net gelirin 4,64 milyon dolara yükseleceği düşünülmektedir. Gelecek yıllarda istikrarlı doluluk oranının ortalama %71 olacağı ve dolayısıyla ortalama istikrarlı net gelir 4.104 milyon dolar olarak tahmin edilmektedir.

Temel Tahminler: Oda fiyatlarının bütün yıllar için %3 oranında yükseleceği, diğer bütün gelir ve giderler ise yıllık %3 oranında yükseleceği tahmin edilmektedir. Değerleme tekniklerinde kullanılan diğer tahminler ise şu şekildedir;

Borç Parametreleri

Kredi/Değer Oranı (Loan to Value)	%60
Amortisman Süresi	25 Yıl
İpotek Faizleri (mortgage interests)	%8,75
*Yıllık İpotek Sabiti (Yearly Mortgage Constant)	0,098657
10 Yılda Ödenecek Kira Bedeli Yüzdesi	%17,7403
Yıllık Faiz	0,0875
1 Yıldaki Ay Sayısı	12
Faiz Aylık(Yıllık Faiz / 12)	0,007292

Vade Yıl	25
Vade Ay	300 =25*12
Bugünkü Değer	
Faktörü (BDF)	121,6332
Sabit Çarpan Aylık	0,008221 =1/BDF
*Sabit Çarpan Yıllık	0,098657 =Sab.Çarp.Aylık*12

Özsermaye Parametreleri

Vergi Öncesi Karpayı Ödeme Oranı	%13
Vergi Öncesi Özsermaye Getirisi	%18
Vergi Sonrası Özsermaye Getirisi	%14

Yatırımın tahmini değerine uygulanan

gelir vergisi oranı	%35
Sermaye Kazançlarına Uygulanan Gelir Vergisi Oranı	%17,5

Amortisman Parametreleri (Doğrusal Amortisman Uygulanacağı Varsayımı)

Tesisin Vergi Ömrü	39 yıl
Bina Amortismanı	
Değerin %70’i ve Sermaye Gideri Yedeğinin*	%30’u
Demirbaş Vergi Ömrü	7 yıl
Demirbaş Amortismanı	
Değerin %10’u ve Sermaye Gideri Yedeğinin	%70’i
Arazi Amortismanı	

Değerin %20’si (arsa amorti edilmeyecektir)

*Sermaye Gideri Yedekleri (CapEx Reserve): Duran varlıkların geliştirilmesi ve yenilenmesi amacıyla yapılacak harcama için işletmede tutulan yedek

Kamuya Açık Firma Bilgileri

Borcun Maliyeti	%8
Borç/Toplam Değer	%60 (Özsermaye/toplam değer oranı %60’ı)

Kamuya Açık Firmanın Özsermaye Parametreleri

Risksiz Faiz Oranı	%5
Sermaye Pazarı Primi	%8
Uygulanan Vergi Oranı	%35
Beta Değeri*	0,80

Diğer Değerleme Parametreleri

Devam Eden Kapitalizasyon Oranı	%11,25
Satış Giderleri (Aracı&Hukuki)	
Satış fiyatının	%3’ü

*Beta katsayısı, bir menkul kıymetin getirisinin pazar portföyü getirisi ile olan ilişkisini göstermektedir. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli’nde bir menkul kıymetin getirisi, bu menkul kıymetin

toplam riskine bağlıdır. Bu risk, o menkul değer getirilerinin standart sapması ile gösterilmektedir. Pazar portföyü, çok iyi bir şekilde çeşitlenmiş bir portföy olduğundan bu portföyde toplam riskin iki unsurundan biri olan firma riski tamamen ortadan kalkmakta ve yalnız pazar riski kalmaktadır. Bu nedenle beta katsayısı yalnızca pazar riskini göstermektedir (Chen, 2003: 371):

$$\beta_i = \text{Cov}_{im} / \sigma_m^2$$

β_i = i varlığı betasını,

Cov_{im} = i varlığı getirileri ile pazar getirileri arasındaki kovaryansı,

σ_m^2 = pazar getirilerinin varyansını göstermektedir.

Bir menkul kıymetin beta katsayısı çoğunlukla 0-2 arasında değişmektedir. Betanın sıfırdan küçük olması o menkul kıymetin, pazar portföyü ile ters yönde bir ilişki içerisinde olduğunu gösterir ve sık rastlanan bir durum değildir. Beta katsayısının bire eşit olması, hisse senedi veriminin piyasa verimi ile aynı oranda değiştiğini, birden büyük olması ise, o hisse senedinin veriminin piyasanın veriminden daha yüksek düşüş veya çıkış gösterdiğini göstermektedir (Karan, 2001: 204). Firmaların beta katsayıları, faaliyette bulunulan sektör ve firmanın özelliklerine göre farklılıklar gösterir. Bir firma; ekonomik, siyasi ve piyasa koşullarındaki gelişmelerden etkileniyorsa, sabit giderlerin toplam giderler içerisindeki payı daha yüksekse ve daha borçlu ise, firmanın beta katsayısı diğer firmalara göre daha yüksek olur (Copeland vd. 1996: 381). Bu çalışmada değerlendirilecek otel işletmesinin Beta değerinin hesaplanmasının çalışmanın boyutunu oldukça arttıracığı düşünülerek, hipotetik olarak 0,80 olduğu kabul edilmiştir.

Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımı genellikle kullanıma hazır konutların değerlendirilmesinde kullanılan bir yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, belirli bir gayrimenkulün satın alınması yerine kişinin ya o gayrimenkulün tıpatıp aynısını veya aynı yararı sağlayacak başka bir gayrimenkulü inşa edebileceği olasılığı dikkate alınır. Ayrıca, benzer bir gayrimenkulle kıyaslanarak söz konusu gayrimenkulün değerinin tahminine ilave olarak, gayrimenkulü geliştirmeye yönelik cari gider tahmini ve geliştirme giderlerinin amortisman oranının tahminini gerektirir. Hesaplanan yeni maliyet, değer üst sınırını tayin etme eğilimindedir

(Güngör 1999: 21). Bu yaklaşım özellikle yeni kurulmuş konaklama işletmeleri için uygun olan bir yöntemdir.

Bu yaklaşım, satın alma yerine inşaat kararlarında ve fiyatlandırma ile ilgili unsurlarda bir kıyaslama aracı olarak yararlı olabilmektedir. Yaklaşımda tesisin yerine koyma maliyeti belirlenmeye çalışılmaktadır. Genel olarak bina ve demirbaş ile teçhizat değeri tahmin edilirken konaklama işletmesinin her bir odası başına hesaplama yapılmaktadır. Bu yaklaşım, konaklama işletmesinin cari piyasa değerinden ve tahmin edilen nakit akımlarından ziyade maliyetlerin azaltılmasını temel alan ve konaklama işletmesinin değerini göz ardı eden bir yaklaşımdır (Stefanelli 1992; Lesser 1992). Ayrıca hesaplamada, birçok subjektif amortisman tahmin edicileri kullanılmaktadır. Bu nedenle maliyet yaklaşımı konaklama işletmelerinin değerlemesinde fazla kullanılmamaktadır (Rushmore 1975). Örnek otelin maliyet yaklaşımı ile değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır. Öncelikle otelin yerine koyma maliyeti hesaplanmaktadır. Yerine koyma maliyeti; otel işletmesinin arazi, inşaat, tefrişat araç ve gereç maliyetleri açılış öncesi yapılan giderler ve işletme sermayesi giderleri dikkate alınarak hesaplanmaktadır;

<i>Arazi</i>	\$7.500.000 (5 dönüm; \$1.500.000/dönüm)
<i>İnşaat, tesisleşme giderleri</i>	\$30.500.000 (\$122.000/oda)
<i>Mobilya, demirbaş giderleri</i>	\$3.500.000 (\$14.000/oda)
<i>Açılış öncesi ve</i>	
<i>İşletme sermayesi giderleri</i>	\$1.350.000 (\$5.400/oda)
<i>Toplam Yerine Koyma Maliyeti</i>	\$42.850.000 (\$176.400/oda)

Hesaplanan yerine koyma maliyetinde, tesisin amortisman, fiziksel yıpranma, modası geçme ve dışsal modası geçme giderleri göz ardı edilmiştir. Bu nedenle aşağıda amortisman düzeltilmesi yapılmıştır. Örnek otelin 2000 yılında kurulduğu bu bağlamda değerlemenin yapıldığı zaman içerisinde 8 yaşında ve bu nedenle dışsal yıpranmasının az olduğu kabul edilmiştir. Yine otel binasının fiziksel ömrünün 50 yıl, demirbaşın ise ortalama fiziksel ömrünün 10 yıl olduğu varsayılmıştır. Daha sonra tesisin 8 yıllık ömrü üzerinden yenileme yatırımı için ayrılan karşılık tutarı eklenmiştir. Bu bilgiler doğrultusunda örnek otelin düzeltilmiş değeri şu şekilde hesaplanmaktadır;

<i>Toplam Yerine Koyma Maliyeti</i>	\$ 42.850.000
<i>(-) Bina yıpranması</i>	\$ 4.880.000 (*) (yerine koyma maliyetinin 8/50'si)

(-) Demirbaş yıpranması \$ 2.800.000 (**) (yerine koyma maliyetinin 8/10'u)

(+)Sermaye Gideri Yedeği \$ 1.220.800 (***) (yenileme yatırımı için ayrılan yedek)

Düzeltilmiş Toplam \$ 36.390.800

(*) 4.880.000 = (30.500.000 / 50 yıl)*8

(**) 2.800.000 = (3.500.000 / 10 yıl)*8

(***) 1.220.800 = [(4.880.000*%70*%30) + (2.800.000*%10*%70)]

Satış Karşılaştırması Yaklaşımı

Bu yaklaşım, değerlendirilecek gayrimenkulün değerini, yeni satılmış olan benzer diğer gayrimenkullerin satış fiyatına ve piyasadaki cari fiyat talebine göre belirlemektedir. Yaklaşımın ekonomik temeli hiçbir yatırımcının aynı piyasa koşullarında diğer yatırımcıların benzer gayrimenkullere ödediği fiyattan fazla ödemeyeceğine dayanmaktadır (Schulz 2003: 11). Bu yaklaşımda, benzer konaklama işletmelerinin satışı dikkate alınarak, söz konusu konaklama işletmesinin değeri tahmin edilmeye çalışılır. Satış karşılaştırması yaklaşımında dikkate alınması gereken faktörleri; gayrimenkule ilişkin hakların devri, satış dönemi ve koşulları, piyasa koşulları, kuruluş yeri, fiziksel ve ekonomik özellikler olarak sıralamak mümkündür. Değerleme yapılacak konaklama işletmelerinin bu açılarından birbirine benzemesi gerekmektedir. Bu yaklaşım, konaklama işletmesi açısından değer aralığının belirlenmesini sağlar. Aralıkta en yüksek satış fiyatı, konaklama işletmesinin değerinin tepe noktasını ifade ederken, en düşük satış fiyatı ise işletme değerinin alt noktasını ifade etmektedir (Lesser, 1992). Belirlenen fiyat, pazarın benzer bir konaklama işletmesini satın almak için ödemeyi kabul edeceği fiyattır (Sikich 1993). Ayrıca, kıyaslanan ko-

naklama işletmelerindeki farklılıklar nedeniyle bir takım düzeltmeler gerekir (Andrew ve Schmidgall 1993). Bununla birlikte, her konaklama işletmesinin fiziksel imkânları, arsa ve arazinin çekiciliği, hizmet kalitesi farklı olabilmektedir. Dolayısıyla bu yaklaşımda elde edilen bilgiler, yatırımcıların nihai satın alma kararlarında kullandıkları bilgiler değildir. Ancak bu bilgiler gelir indirgeme yaklaşımının uygulanabilmesi için gerekli olan bazı bilgileri içermektedir (Lesser 1992).

Bu yaklaşımın uygulanmasını örnek otel verileri üzerinden devam ederek gösterecek olursak; örnek otelin dışında yine aynı bölgede faaliyet gösteren ve benzer olarak seçilen üç otel işletmesinin 2007 yılına ait satış işlemlerine ait bilgiler alınmıştır.

Bu yaklaşımda örnek otelin değerinin belirlenmesi sürecinde satışlarla ilgili bu bilgiler üzerinde düzeltmeler yapılması gerekmektedir. En temel düzeltme yukarıdaki tabloda da gösterildiği üzere odabaşına satış fiyatının hesaplanmasında yapılmaktadır. Diğer düzeltmeler genellikle fiziksel özellikler, göreceli pazar gücü, marka imajı, yaşı, sektör ortalaması altında borçlanma ve sunulan hizmetlerin bileşimi ile ilgilidir. Gerekli düzeltmeler ışığında; A, B ve C otellerinin düzeltilmiş oda satış fiyatları aşağıda verilmiştir. Otel A'nın satışında oda satış fiyatı, satışın zamanlamasına göre %3 düzeyinde bir yükselme, Otel B'nin satışında ise örnek otelin sahip olduğu üstün fiziksel özelliklere göre %5 düzeyinde bir yükselme söz konusudur. Otel C'nin satışında ise örnek otelin kuruluş yerinin Otel C'ye göre daha kötü olması nedeniyle %5'lik bir azalma olmuştur.

Yukarıdaki hesaplama ve düzeltmeler sonucunda örnek otelin değeri 36.645.000\$ ile 38.625.000\$ arasında ortalama 37.321.250 \$ olarak belirlenmiştir.

Tablo 1. Karşılaştırılabilir Satış İşlemlerine Ait Bilgiler

	Otel A'ya İlişkin Satış Bilgileri	Otel B'ye İlişkin Satış Bilgileri	Otel C'ye İlişkin Satış Bilgileri
Satış Fiyatı	48.000.000 dolar	32.806.000 dolar	44.805.000 dolar
Oda Sayısı	320	235	290
Oda Başına Satış Fiyatı	150.000 dolar	139.600 dolar	154.500 dolar
Satış Tarihleri	Mart 2007	Kasım 2007	Haziran 2008
Doluluk Oranları	%55	%58	%61
Ortalama Oda Fiyatları	159,75 dolar	162,50 dolar	166,00 dolar
Net Gelir (2008 fiyatlarıyla)	3.040.000 dolar	2.105.000 dolar	2.297.000 dolar
Yorumlar	Uzun vadeli performansının düşük olacağı tahmin edilmekte	Tamir ve bakım açısından sorunlar yok	Pazarın lideri, yerleşim yeri ve fiziksel imkânları çok iyi

Tablo 2. Örnek Otelin Gelir Gider Tablosu

	2007			2008			2009 (Tahmini)		
Doluluk (%)	59			63			67		
O.O.F(\$)	166,6			171,6			176,8		
Y.S.O.S.	53.838			57.488			61.138		
	%		\$	%		\$	%		\$
	\$(000)	Brüt	Oda Başı	\$(000)	Brüt	Oda Başı	\$(000)	Brüt	Oda Başı
Top.Gel.	12.591	100,0	50.364	13.769	100,0	55.076	15.005	100,0	60.020
Böl. Gid. (-)	4.939	39,2	19.756	5.197	37,7	20.788	5.465	36,4	21.860
Böl. Gel.	7.652	60,8	30.608	8.572	62,3	34.288	9.540	63,6	38.160
Dağ.Faal.Gid.	3.915	31,1	15.660	4.116	29,9	16.464	4.326	28,8	17.304
S.G.Ö.Gel.	3.737	29,7	14.498	4.456	32,4	17.824	5.214	34,7	20.856
Sabit Gid.	1.354	10,8	5.416	1.449	10,5	5.796	1.550	10,3	6.200
Net Gelir	2.383	18,9	9.532	3.007	21,8	12.028	3.664	24,4	14.658
	2010 (Tahmini)			2011 (Tahmini)			2012 (Tahmini)		
Doluluk(%)	71			72			70		
O.O.F(\$)	182,1			187,6			193,2		
Y.S.O.S.	64.788			64.700			63.875		
	%		\$	%		\$	%		\$
	\$(000)	Brüt	Oda Başı	\$(000)	Brüt	Oda Başı	\$(000)	Brüt	Oda Başı
Top.Gel.	16.306	100,0	65.224	17.014	100,0	68.056	17.074	100,0	68.296
Böl. Gid.(-)	5.706	35,2	22.984	6.948	35,0	23.792	6.065	35,5	24.260
Böl. Gel.	10.560	64,8	42.240	11.066	65,0	44.264	11.009	64,5	44.038
Dağ.Faal.Gid.	4.547	27,9	18.188	4.706	27,7	18.824	4.799	28,1	19.196
S.G.Ö.Gel.	6.013	36,9	24.052	6.360	37,4	25.440	6.210	36,4	24.840
Sabit Gid.	1.656	10,2	6.624	1.722	10,1	6.888	1.742	10,2	6.968
Net Gelir	4.357	26,7	17.428	4.638	27,3	18.552	4.468	26,2	17.872

O.O.F. : Ortalama Oda Fiyatı

Y.S.O.S. : Yıllık Satılan Oda Sayısı

S.G.Ö.Gel. : Sabit Giderler Öncesi Gelirler

Not:

1) Toplam Gelirler: Odalar, Yiyecek&İçecek, Telefon ve diğer gelirleri içermektedir

2) Bölüm Giderleri: Direkt Odalar, Yiyecek&İçecek, Telefon ve diğer giderler içermektedir

3) Dağıtılmayan Faaliyet Giderleri: AR&GE, Pazarlama, Kira Giderleri, Bina Tamir Bakım Giderlerini ve Enerji Giderlerini içermektedir.

Sabit giderler; Vergi, sigorta primleri, yönetim giderleri, sermaye giderleri rezervinin %4'ünü içermektedir.

Gelir İndirgeme Yaklaşımı

Gelir indirgeme yaklaşımı, konaklama işletmesinin net kazancının değerini ya da bir başka ifadeyle gelecekte elde edilecek faydaların bugünkü değerini dikkate alarak değerlendirme yapmaktadır. Gelecekteki faydalar, konaklama işletmesinin gelecekte gerçekleştirilecek satışlarından kaynaklanan gelir ve giderlerinin tahminine göre hesaplanan net gelirini

ifade etmektedir. Bu faydalar bugüne indirgenerek konaklama işletmesinin şu anki değeri hesaplanmaktadır. Burada, indirgeme sürecinde kullanılan iskonto oranının bir başka ifadeyle işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanması oldukça zordur. Buna rağmen gelir indirgeme yöntemi, daha güvenilir ve daha gerçekçi sonuçlar vermesi bakımından son yıllarda konaklama işletmelerinin değerlendirilmesinde en çok kullanılan

	Düzeltilmiş Oda Satış Fiyatı	Örnek Otel İşletmesinin Hesaplanan Firma Değeri
Otel A'ya Göre	150.000*1,03 = 154.500 \$	250*154.500 = 38.625.000 \$
Otel B'ye Göre	139.600*1,05 = 146.580 \$	250*146.580 = 36.645.000 \$
Otel C'ye Göre	154.500*0,95 = 146.775 \$	250*146.775 = 36.693.750 \$
	Ortalama Firma Değeri	111.963.750 / 3= 37.321.250 \$

yöntemdir (Lesser 1992; Andrew ve Schmidgall 1993). Bununla beraber, gelir indirgeme yöntemi ile yapılan değerlemeler özellikle Basel II kurallarının ileride geçerli olacağı dikkate alındığında öneminin daha da artacağı düşünülmektedir. Gelir indirgeme yöntemiyle değerlendirme yaklaşımında kullanılan değerlendirme teknikleri ise şunlardır (De Roos ve Rushmore 2003):

- Yatırım Bileşimi: İstikrarlı Bir Yıl Tekniği (Band of Investment Using One Stabilized Year)
- İpotek ve Özsermaye Getirisini Kullanarak 10 Yıllık İndirgenmiş Nakit Akımı Tekniği
- İpotek-Özsermaye Modeli ve Borç Servis Oranını Kullanarak 10 Yıllık İndirgenmiş Nakit Akımı Tekniği
- Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA)

1) Yatırım Bileşimi: İstikrarlı Bir Yıl Tekniği

Bu teknikte istikrarlı bir yılda elde edilen net kar, uygun bir indirgeme oranıyla indirgenir. İstikrarlı net kar, değerlendirilecek otelin doluluk, ortalama fiyat ve net gelir değişkenlerine bağlı olarak tahmin edilir. Örnek otelin istikrarlı net karı 4.107.000\$ olarak tahmin edilmiştir. İkinci aşama, yine istikrarlı bir yılı kullanarak konaklama işletmesi yatırımlarında kullanılan sermaye kaynaklarının maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasını hesaplamaktır (Rushmore 2000: 32; De Roos ve Rushmore, 2003). Hesaplanan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, istikrarlı yıldaki net kardan hareketle, tesis değerini tahminde kullanılacak indirgeme oranı olarak kabul edilir (Rushmore 2001). Finans literatüründe, elde edilen net karın, belirli bir iskonto oranı ile indirgenmesi en çok kabul gören yöntemdir. Önemli olan iskonto oranının doğru bir şekilde belirlenmesidir (Ercan vd. 2003; Damodaran 2000). Yukarıdaki tahmini veriler doğrultusunda bu tekniğe göre örnek otelin değeri şu şekilde hesaplanmaktadır;

Amortisman Süresi	25 Yıl
İpotek Faizleri (mortgage interests)	%8,75
Yıllık İpotek Sabiti	0,098657
Kredi (Borç)/Değer Oranı (Loan to Value)	%60
Vergi Öncesi Karpayı Ödeme Oranı	%13

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin (AOSM) hesaplanması:

	Şimdiki Değer (1)	Getiri Oranı (2)	Ortalama Ağırlıklı İndirgeme Oranı (1)*(2)
İpotek	%60	0,098657	0,059194
Özsermaye	%40	0,130000	0,052000
	İndirgeme Oranı		0,111194

Örnek otelin tahmini net karı, indirgeme oranına bölünerek otelin şimdiki değeri:

4.107.000 \$ / 0,111194= 36.395.446 \$ olarak bulunur.

2) Konaklama İşletmesi Değerleme Formülü: 10 Yıllık İndirgenmiş Nakit Akışı Tekniği

Bu yöntem, gelir ve giderlerin piyasa getiri oranları ile borç değer oranlarını temel alan ve bu dönemdeki tahmini net karları, bir ipotek özkaynak prosedürü (borç itfa tablosu) kullanarak, on yıllık gelir ve gider tahmini ile değerlendirme yapmaktadır. Tekniğe göre firmanın değeri, özkaynak unsurlarının ve ipotegin toplamıdır. Bu teknik, özellikle dinamik bir yapıya sahip olan ve sürekli olarak arz ve talebin ve buna bağlı olarak doluluk oranlarının, oda fiyatlarının ve net gelirin değiştiği turizm sektörü için uygun bir değerlendirme tekniğidir. Değerlemeciler, turizm sektörünün bu özelliklerine dikkat ederek on yıllık projeksiyon dönemi kullanmaktadırlar. Değerin saptanması süreci 4 aşamadan oluşmaktadır (Rushmore 1992):

- Konaklama işletmesinin borçlanması; faiz oranı, itfa şartları ve borç/değer oranı dikkate alınarak belirlenir.

- Özkaynak getiri oranı saptanır; Birçok konaklama işletmesi yatırımcısı, yatırımlarını on yıllık sermaye getiri oranlarını esas alarak gerçekleştirmektedirler.
- Özkaynak unsurunun değeri; tahmini borç servisi (ödenen anapara ve faiz) öncesi kardan, yıllık borç servisinin indirilmesiyle hesaplanır. Böylelikle her bir tahmini yıl açısından özkaynak karlılığı hesaplanmaktadır. 10. yıldan sonra, ipotek bakiyesiyle birlikte, normal satış maliyetleri çıkarıldıktan sonra özkaynak bakiyesi, özkaynak getiri oranı kullanılarak değerlendirilme tarihine indirgenir. Tahmin dönemine ait net karın özkaynağa oranı da iskonto tabii tutulur. İskonto edilen değerler toplamı özkaynak unsurunun toplamına eşittir. Bu değere, başlangıçtaki ipotek değeri eklendiğinde konaklama işletmesinin bütünsel değerine ulaşılmıştır.
- Önceki aşamalarda ifade edilmeye çalışılan süreç değişkenleri arasındaki matematiksel ilişkiyi ortaya koyan iki denklemden meydana gelmektedir. Bu denklemlerde kullanılan semboller aşağıda belirtilmektedir:

V = Değer

NI = Borç servisi için mevcut olan net kar

M = Borç/Değer oranı

f = Yıllık borç servisi sabiti

n = Tahmin süresindeki yıl sayısı

d_e = Yıllık mevcut özkaynak temettüsü

d_r = Artık özkaynak değeri (dönem sonundaki özvarlıkların değeri)

b = Komisyon ve yasal maliyet giderleri yüzdesi

P = Tahmin döneminde ödenen borç miktarı ($P = (f - i) / (f_{p-i})$)

i = İpotek faiz oranı

f_p = Tahmin edilen döneme ait toplam borcun itfası için gerekli yıllık itfa sabiti

R_f = Net kardan hareketle, konaklama işletmesinin ilk sahip olma değerini hesaplamada kullanılan devam eden kapitalizasyon oranı (tahmin dönemi sonundaki satış fiyatı)

$1/S^n = 1$ para biriminin indirgeme faktörü ile hesaplanan bugünkü değeri.

Borç Servisi: Bir konaklama işletmesinin borç servisini hesaplamak için öncelikle toplam değer (V), borç/değer oranı (M) ile çarpılır ve ipotek miktarı hesaplanır. Daha sonra ipotek miktarıyla, yıllık borç servisi sabiti (f) çarpılarak borç servisi hesaplanmış olur.

$$f_x M_x V = \text{Borç Servisi}$$

Özkaynak Temettüsü: Özkaynak temettüsü (de), konaklama işletmesinin borç servisinden önceki net karından (NI) borç servisinin çıkarılmasıyla hesaplanır.

$$NI - [(fZ_x (M)_x (V)] = d$$

Dönüşüm Değeri (Reversionary Value): Onuncu yılın sonunda işletmenin değeri, borç servisinden önceki on birinci yılın net karının (NI1) nihai kapitalizasyon oranına (R_r) bölünmesiyle hesaplanır.

$$(NI^{11} / R_r) = \text{Dönüşüm Değeri}$$

Komisyon ve Yasal Giderler: Bir konaklama işletmesi satıldığında, çeşitli maliyetler oluşur. Komisyonculara ve avukatlara yasal ödemeler yapılır. Bu ödemeler genelde satış fiyatının %1'i ve %4'ü arasında değişir. Bu maliyetler, tahsilât miktarını azaltır. Dolayısıyla bu gider kalemleri, ipotek-özkaynak, değerlendirme sürecinde dönüşüm değerinden çıkarılır. Komisyon ve yasal giderler (b), dönüşüm değerinin yüzdesi olarak ifade edilir ve şöyle hesaplanır;

$$b_x (NI^{11} / R_r) = \text{Komisyon ve yasal maliyetler}$$

Dönem Sonu İpotek Bakiyesi (Ending Mortgage Balance): Onuncu dönemin sonunda ipotek bakiyesi, özkaynak bakiyesini belirlemek için, toplam dönüşüm değerinden (borç ve özkaynak) çıkarılmalıdır. Herhangi bir dönemde ödenmiş olan borç miktarının (p) hesaplanması aşağıdaki gibidir;

$$(f - i) / (f_{p-i}) = P$$

Bu eşitlikte söz konusu borcun ödenecek kısmı P ile gösterilmektedir. Dolayısıyla, borcun ödenmeyen kısmının yüzdesi 1-P ile gösterilebilir. Dönem sonu ipotek bakiyesi de borcun ödenen kısmı ile başlangıçtaki borç miktarının çarpımıyla bulunur;

$$(1 - P)_x M_x V = \text{Dönem sonu ipotek bakiyesi}$$

Konaklama İşletmesinin Dönem Sonu Değeri: Konaklama işletmesinin tahmin dönemi sonundaki satış değeri (d_r); dönüşüm değerinden komisyon ve yasal maliyetlerin çıkarılmasıyla bulunan değerden dönem sonu ipotek bakiyesinin çıkarılmasıyla bulunur.

$$(N^{11} / R_r) - (b_x (N^{11} / R_r)) - ((1-P) x M x V) = d_r$$

Özkaynağa Yıllık Nakit Akımları: Özkaynağa nakit akımları, tahmin edilen on yıllık dönemdeki her bir yılın temettü gelirleri ve nihai değerler toplamından oluşur. 10. yılda:

$$N^1 - (f x M x V) = d_e^1$$

$$N^2 - (f x M x V) = d_e^2$$

$$N^{10} - (f x M x V) = d_e^{10}$$

$$(N^{11} / R_r) - [b x (N^{11} / R_r)] - [(1-P) x M x V] = d_r$$

Özkaynağın Değeri: Konaklama işletmesinin özkaynak değeri, 1'le borç/değer rasyosu arasındaki farkın, işletmenin değeri ile çarpılması sonucunda hesaplanmaktadır;

$$(1-M) x V = \text{Özkaynak değeri}$$

Özkaynak Nakit Akımlarının Bugünkü Değere İndirgenmesi: Bu değer, nakit akımlarının, (1/S_n) ile iskonto edilerek, bugüne indirgenmesiyle hesaplanır. Tahmin dönemlerine ait nakit akımlarının toplamının indirgenmiş toplamı, konaklama işletmesinin değerini vermektedir.

$$(d_e^1 x 1/S^1) + (d_e^2 x 1/S^2) + \dots + (d_e^{10} x 1/S^{10}) + (d_r x 1/S^{10}) = (1 - M) x V$$

Denklemlerin Birleştirilmesi (Yıllık Nakit Akımları ve Bugünkü Değere İskonto Edilmesi):

$$((NI1 - (f x M x V)) x 1/S^1) + ((NI2 - (f x M x V)) x 1/S^2) + \dots + ((NI10 - (f x M x V)) x 1/S^{10}) + \{[(NI11/R_r) - (b x (NI11/R_r)) - ((1 - P) x M x V)] x 1/S^{10}\} = (1 - M) x V$$

Bu tekniğe göre değerlendirme örnek otelin verileri ile şu şekilde hesaplanabilmektedir:

Örnek Otelin Yıllık Net Karı(NI): 2008 yılına ait net kar istikrarlı net kar olarak dikkate alınmıştır ve 2009-2015 yıllarında net karın %3 oranında her yıl artacağı varsayılmıştır.

Borç/Değer Oranı		%60
İpotek Faiz Oranı		%8,75
Borç Servis Sabiti	f	0,098657
Özsermaye Getirisi	Y _e	%18
Komisyon ve Yasal Ödemeler	b	%3
Devam Eden Kapitalizasyon Oranı	R _r	%11,25
Yıllık Borç Servisi Hesaplaması= (f x M x V)		
=(f x M x V) = 0,098657 x 0,60 x V = 0,059194V		

Bilinen bu değerler otel değerlendirme formülünde yerine yerleştirilir:

Tablo 4. 10 Yıllık İndirgenmiş Nakit Akışı Tekniği'ne Göre Otel

Tablo 3. Bugünkü Değer Faktörleri

Yıl	Bugünkü Değer Faktörleri (%18)
1	0,847458
2	0,718184
3	0,608631
4	0,515789
5	0,437109
6	0,370432
7	0,313925
8	0,266038
9	0,225456
10	0,191064

Değerinin Hesaplanması

$$(3.007.000 - 0,059194 \times V) \times 0,847458 + (3.664.000 - 0,059194 \times V) \times 0,718184 + (4.357.000 - 0,059194 \times V) \times 0,608631 + (4.488.000 - 0,059194 \times V) \times 0,515789 + (4.622.000 - 0,059194 \times V) \times 0,437109 + (4.761.000 - 0,059194 \times V) \times 0,370432 + (4.904.000 - 0,059194 \times V) \times 0,313925 + (5.051.000 - 0,059194 \times V) \times 0,266038 + (5.202.000 - 0,059194 \times V) \times 0,225456 + (5.359.000 - 0,059194 \times V) \times 0,191064 + \{[(5.519.000/0,1125) - (0,03 \times (5.519.000 / 0,1125))] - ((1 - 0,17740) \times 0,60 \times V)\} \times 0,191064 = (1 - 0,60) V$$

$$28.102.819 - 0,360326 V = (1 - 0,60) V$$

$$28.102.819 = 0,639674 V$$

$$V = 28.102.819 / 0,639674$$

$$V = 36.961.542$$

$$V = 36.962.000 \$$$

* Söz konusu değer (0,059194) yukarıda Ağırlık Ortalama Sermaye Maliyetinin belirlenmesi sürecinde ipoteğin ortalama ağırlıklı indirgeme oranı olarak nasıl hesaplandığı gösterilmiştir.

Değerin Ayrıştırılması:

İpotek Unsurları (%60)	22.177.000
Özsermaye Unsurları (%40)	14.785.000
Toplam	36.962.000

Yıllık borç servisi, değer ipoteğin kısmı ile ipoteğin sabitinin çarpımı ile hesaplanır:

$$\text{İpotek Unsurları} \times \text{potek Sabiti} = \text{Yıllık borç servisi}$$

$$22.177.000 \times 0,098657 = 2.187.914 \approx 2.188.000$$

Özsermayeye nakit akımı, borç servisinden önceki tahmini gelirden, borç servisinin çıkarılmasıyla

hesaplanır. 10. yılın sonundaki özsermaye değeri ise şu şekilde hesaplanır;

Dönüşüm Değeri (5.555.000 / 0,1125)	49.061.000
(-) Komisyon ve Yasal Ödemeler (3,0%)	1.472.000
(-) İpotek Bakiyesi	18.243.000
=Dönem Sonu Özsermaye Değeri	29.346.000

Borç servisinde önceki bütünsel otel getirisi, borç verenlerin getirisi ve özsermaye getirisi aşağıdaki gibi hesaplanmıştır;

Tablo 5. Özsermayeye Net Akımların Tahmini

Yıllar	Net Gelir	Borç Servisi	Özsermayeye Nakit Akımı
2008	3.007.000	- 2.188.000	= 819.000
2009	3.664.000	- 2.188.000	= 1.476.000
2010	4.357.000	- 2.188.000	= 2.169.000
2011	4.488.000	- 2.188.000	= 2.300.000
2012	4.622.000	- 2.188.000	= 2.434.000
2013	4.761.000	- 2.188.000	= 2.573.000
2014	4.904.000	- 2.188.000	= 2.716.000
2015	5.051.000	- 2.188.000	= 2.863.000
2016	5.202.000	- 2.188.000	= 3.015.000
2017	5.359.000	- 2.188.000	= 3.171.000
	45.415.000	21.880.000	23.535.000

3) İpotek-Özsermaye Modelini ve Borç Karşılama Oranını Kullanan 10 Yıllık İndirgenmiş Nakit Akışı Tekniği

Bu teknik, başlangıç ipotek bakiyesi ile konaklama işletmesinin değerinin tutarıyla bağlantılı borç/değer rasyosunu kullanmaktadır. Birçok durumda ipoteye dayalı kredi veren finansal kurumlar işletmenin net geliri ve yıllık borç servisi ile ilgilenirler. Bu durumda borç/değer oranı yerine borç karşılama oranı kullanılır. Borç karşılama oranı, yıllık net gelirin, borç servisinin kaç katı olduğunu ifade eder. Borç veren kuruluşlar kredi kararlarını alırken hem kredi (borç)/değer hem de borç karşılama oranını kullanmaktadır.

Konaklama İşletmesi Değerleme Formülü: 10 Yıllık İndirgenmiş Nakit Akışı Tekniği'ndeki bilgiler bu teknikte de kullanılır. Ayrıca, borç karşılama oranı ve borç verenlerin, borcun hacmini belirlerken kullandıkları istikrarlı net gelir kullanılmaktadır.

Tablo 6. Toplam Tesis Getirisi

Yıllar	Borç Servisinden Önceki Net Gelir (000\$)	1\$ B.D. Faktörü (%13,20)	İNA(\$)
2008	3.007	X 0,883389	2.656
2009	3.664	X 0,780376	2.859
2010	4.357	X 0,689375	3.004
2011	4.488	X 0,608986	2.733
2012	4.622	X 0,537971	2.487
2013	4.761	X 0,475238	2.263
2014	4.904	X 0,41982	2.059
2015	5.051	X 0,370864	1.873
2016	5.202	X 0,327617	1.704
2017	52.947	X 0,289413	15.324
			36.962

Not: 10. yıldaki net gelir olan 5.359.000 \$, 47.589.000 \$ olan satış sürecine eklenmiştir

Tablo 7. İpotek Unsurunun Getirisi

Yıllar	Borç Servisi (\$ (000\$))	1 \$ B.D. Faktörü (%13,20)	İNA (\$)
2008	2.188	X 0,920132	2.013
2009	2.188	X 0,846642	1.852
2010	2.188	X 0,779022	1.704
2011	2.188	X 0,716803	1.568
2012	2.188	X 0,659553	1.443
2013	2.188	X 0,606876	1.328
2014	2.188	X 0,558405	1.222
2015	2.188	X 0,513806	1.124
2016	2.188	X 0,47277	1.034
2017	20.341	X 0,43501	8.888
			22.177

Not: 10. yıldaki borç servisi olan 2.188.000 \$, 18.243.000 \$ olan dönem sonu ipotek bakiyesine eklenmiştir.

Konaklama işletmesinin değerinin hesaplanmasında kullanılan değişkenler aşağıdadır:

Borç Servisi: Bir konaklama işletmesinin borç servisi oranı, işletmenin istikrarlı net gelirinin borç karşılama oranına (DCR) bölünmesiyle hesaplanır;

$$NI / DCR$$

Tablo 8. Özsermayenin Getirisi

Yıllar	Özkaynağa Net Nakit Akımı (\$)		1\$ B.D. Faktörü (%18)	İNA (\$)
2008	819	X	0,84746	694
2009	1.476	X	0,71818	1.060
2010	2.169	X	0,60863	1.320
2011	2.300	X	0,51579	1.186
2012	2.434	X	0,43711	1.064
2013	2.573	X	0,37043	953
2014	2.716	X	0,31393	853
2015	2.863	X	0,26604	762
2016	3.015	X	0,22546	680
2017	32.517	X	0,19106	6.213
				14.785

Not: 10. yıldaki net gelir olan 3.171.000 \$, 29.346.000 \$ olan satış sürecine (sales proceeds) eklenmiştir

İpotek Miktarı: İpotek miktarı, istikrarlı (stabilize) net gelirin, borç karşılama oranı (DCR) ile ipotek sabitinin (f) çarpımına bölünmesi ile hesaplanır;

$$NI/(DCR \times f)$$

Özkaynak Temettüsü: Özkaynak temettüsü (de), konaklama işletmesinin borç servisinden önceki net karından (NI) borç servisinin çıkarılmasıyla hesaplanır.

$$NI - (NI/DCR)$$

Dönüşüm Değeri (Reversionary Value): Onuncu yılın sonunda işletmenin değeri, borç servisinden önceki on birinci yılın net karının (NI11) nihai kapitalizasyon oranına (Rr) bölünmesiyle hesaplanır.

$$(NI^{11} / R_r)$$

Komisyon ve Yasal Giderler: Bir konaklama işletmesi satıldığında, çeşitli maliyetler oluşur. Komisyonculara ve avukatlara yasal ödemeler yapılır. Ortaya çıkan maliyetler, satıcının tahsilât miktarını azaltmaktadır. Dolayısıyla bu gider kalemleri, ipotek-özkaynak, değerlendirme sürecinde dönüşüm değerinden çıkarılır. Komisyon ve yasal giderler (b), dönüşüm değerinin yüzdesi olarak ifade edilir ve şöyle hesaplanır;

$$b \times (NI^{11} / R_r)$$

Dönem Sonu İpotek Bakiyesi: Özkaynak bakiyesini belirlemek için, onuncu dönemin sonunda ipotek bakiyesi, toplam dönüşüm değerinden (borç ve özkaynak) çıkarılmalıdır. Herhangi bir dönemde

ödenmiş olan borç miktarının (p) hesaplanması aşağıdaki gibidir;

$$(f-i) / (f_{p-i})=P$$

Bu eşitlikte söz konusu borcun ödenecek kısmı P ile gösterilmektedir. Dolayısıyla, borcun ödenmeyen kısmının yüzdesi 1-P ile gösterilebilir. Dönem sonu ipotek bakiyesi de borcun ödenen kısmı ile başlangıçtaki borç miktarının çarpımıyla bulunur;

$$(1-P) \times (NI/DCR \times f)$$

Konaklama İşletmesinin Dönem Sonu Değeri (Residual Equity Value): İşletmenin tahmin dönemi sonundaki satış değeri (dr); dönüşüm değerinden komisyon ve yasal maliyetlerin çıkarılmasıyla bulunan değerden dönem sonu ipotek bakiyesinin çıkarılmasıyla bulunur.

$$(NI^{11} / R_r) - (b \times (NI^{11} / R_r)) - ((1-P) \times NI / (DCR \times f)) = dr$$

Özkaynağa Yıllık Nakit Akımları: Yıllık özkaynağa nakit akımları, tahmin edilen on yıllık dönemdeki her bir yıla ait temettü gelirleri ve nihai değerlerin toplamından oluşur. Onuncu yılın sonunda;

$$N^1 - (NI/DCR) = d_e^1$$

$$N^2 - (NI/DCR) = d_e^2$$

$$N^{10} - (NI/DCR) = d_e^{10}$$

Özkaynağın Değeri: Her bir tahmin yılına ait özsermayeye nakit akımı, özsermaye getiri oranı (1/Sn) ile iskonto edilerek bugünkü değerleri hesaplanır. Bu değerlerin toplamı ise bize özsermayenin değerini vermektedir.

$$(d_e^1 \times 1/S^1) + (d_e^2 \times 1/S^2) + \dots + (d_e^{10} \times 1/S^{10}) + (d_r \times 1/S^{10})$$

Denklemlerin Birleştirilmesi (Yıllık Nakit Akımları ve Bugünkü Değere İskonto Edilmesi)

$$(NI^1 - NIs/DCR) \times 1/S^1 + ((NI^2 - NIs /DCR) \times 1/S^2) + \dots + ((NI^{10} - NIs/DCR) \times 1/S^{10}) + \{[(NI^{11}/R_r) - (b \times (NI^{11}/R_r)) - ((1 - P) \times (NIs/(DCR \times f)))] \times 1/S^{10}\} + NIs / (DCR \times f) = V$$

V = Değer,

NI = Borç servisi için mevcut olan net kar,

f = Yıllık borç servisi sabiti,

b = Komisyon ve yasal maliyet giderleri yüzdesi,

P = Tahmin döneminde ödenen borç miktarı (P=(f-i)/(f_{p-i}),

1/Sⁿ = 1 para biriminin indirgeme faktörü ile hesaplanan bugünkü değeri,

DCR = Borç Karşılama Oranı,

NIs = İstikrarlı Gelirdir.

Örnek otelimizin piyasa değerinin hesaplanmasında borç karşılama oranı 1,90 ve değerlemenin yapıldığı yıldan (2008) itibaren 3. yıldaki (2010) istikrarlı gelir ise 4.357.000\$ olarak tahmin edilmektedir. Yukarıda denklemlerin birleştirilmesi ile elde edilen denklemdeki değerler yerine konarak örnek otelin değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$(3.007.000 - (4.357.000/1.90) \times 0,847458 + (3.664.000 - (4.357.000/1.90) \times 0,718184 + (4.357.000 - (4.357.000/1.90) \times 0,608631 + (4.488.000 - (4.357.000/1.90) \times 0,515789 + (4.622.000 - (4.357.000/1.90) \times 0,437109 + (4.761.000 - (4.357.000/1.90) \times 0,370432 + (4.904.000 - (4.357.000/1.90) \times 0,313925 + (5.051.000 - (4.357.000/1.90) \times 0,266038 + (5.051.000 - (4.357.000/1.90) \times 0,225456 + (5.359.000 - (4.357.000/1.90) \times 0,191064 + \{[(5.519.000/0.1125) - (0.03 \times (5.519.000/0.1125)) - ((1-0,177403) \times (4.357.000/(1.90 \times 0,098657)))] \times 0,191064\} + (4.357.000/(1.90 \times 0,098657)) = 37.388.000 \$$$

4) Ekonomik Katma Değer (EVA) Tekniği

Stern ve Stewart Danışmanlık Firmasının geliştirdiği EVA, en basit ifade ile bir firmanın yatırımları üzerinden meydana getirdiği vergi sonrası nakit akımı ile firmada kullanılan sermayeye yüklenen maliyet arasındaki farktır. EVA'nın bir başka tanımı ise; yatırılan sermayenin getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki farkın yatırılan sermaye tutarı ile çarpımı sonucu bulunan değerdir (Kramer 1997: 41; Ehrbar 1999: 20). EVA, ortakların refahının en üst düzeye çıkarılması ile yakından ilişkili olduğu için firmanın başarısını finansal açıdan ölçmede modern bir ölçüdür (Damodaran 2000; Hartman 2000). EVA, halka açık olan ve olmayan konaklama işletmelerinin değerinin hesaplanmasında kullanılan bir tekniktir. EVA aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir (Ganchev 2000; Haspeslagh vd. 2001).

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{VSNFK} - (\text{AOSM} \times \text{Yatırılan Sermaye}) \\ \text{EVA} &= \text{Yatırılan Sermaye} \times (\text{YSG} - \text{AOSM}) \\ \text{VSNFK} &= \text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı}, \\ \text{YSG} &= \text{Yatırılan Sermayenin Getirisi}, \\ \text{AOSM} &= \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetini ifade etmektedir.} \\ \text{Tesis Yatırım Değeri} \ \& \ \text{Yatırılan Sermaye(Değer)} \\ &= \text{VSNFK} / \text{AOSM} \\ \text{VSNFK} &= \text{İstikrarlı Net Gelir} - \text{Amortisman} - \text{Gelir Vergisi} \end{aligned}$$

$\text{AOSM} = \text{Borç Unsuru} + \text{Özkaynak Unsuru}$
 $\text{Borç Unsuru} = \text{Borç Oranı} (\%) \times (1 - \text{Vergi Oranı} (\%)) \times \text{Borç/Değer} (\%)$
 $\text{Özkaynak Unsuru} = \{\text{Risksiz Faiz Oranı} (\%) + (\text{Özsermaye Pazar Primi} (\%) \times \text{Firma Betası})\} \times \text{Özsermaye/Değer} (\%)$
 Örnek otelimizin EVA değeri ise şu şekilde hesaplanmaktadır:

1) VSNFK 'nın Hesaplanması

İstikrarlı Net Gelir	4.107.000
(-) Bina Amortismanı	662.500
(-) Gelir Vergisi	609.800
VSNFK	2.834.700

2) Gelir Vergisinin Hesaplanması

İstikrarlı Net Gelir	4.107.000
(+) İstikrarlı Sermaye Harcaması	597.000
AFVÖK*	4.614.000
(-) Amortisman**	1.189.800
(-) Faiz***	1.771.700
Vergiye Tabii Gelir	1.742.200
(x) Vergi Oranı	%35
Gelir Vergisi	609.800

*AFVÖK: Amortisman, Faiz Ve Vergi Öncesi Kar

**Amortisman= Bina Amortismanı (36.911.000 x %70 / 39 Yıl) + Demirbaş Amortismanı (36.911.000 x %10/ 7 Yıl)

***Faiz= Değer x Borç Maliyeti (%) x Borç/Değer Oranı=36.911.000 x %8 x %60

3) AOSM'nin Hesaplanması

$$\begin{aligned} \text{Borç Unsuru} &= 8,0\% \times (1 - 35\%) \times 60\% = 3,120\% \\ \text{Özsermaye Unsuru} &= \{5,0\% + (8,0\% \times 0,80)\} \times 40\% \\ &= 4,560\% \\ \text{AOSM} &= 7,680\% \end{aligned}$$

4) Değerin Hesaplanması

$$\begin{aligned} \text{VSNFK} / \text{AOSM} &= 2.834.700 / 0,07680 = 36.911.000 \$ \\ \text{EVA' nın Hesaplanması: EVATM} &= \text{VSNFK} - (\text{AOSM} \times \text{Yatırılan Sermaye}) \\ \text{EVA} &= 2.834.700 - (0,07680 \times 36.911.000) = 64,8 \end{aligned}$$

Gelecek yıllar için tahmin edilen EVA değerleri AOSM değeri üzerinden iskonto edilir ve bugünkü değeri hesaplanır ve bu değere mevcut yatırılan sermaye eklenir ve şu anda işletmenin işlem gören

hisse senetlerinin değeri belirlenmeye çalışılır. Bu teknik oldukça hassas ve hesaplanması zor bir tekniktir. Bu nedenle burada fazla ayrıntıya girilmeyecektir.

Konaklama İşletmesi Değerlemesinde Basit Teknikler

Yukarıda açıklanan yöntem ve tekniklerin haricinde konaklama işletmelerinin değerinin hesaplamasında kullanılan ve Başparmak Kuralları (Rules of Thumb) olarak adlandırılan teknikler de vardır. Bu teknikler, oda satış fiyatı çarpanı tekniği ve kola kutusu çarpanı tekniğidir (CokeTM of Can Multiplier).

1) Oda Satış Fiyatı Çarpanı Tekniği

Oda satış fiyatı çarpanı tekniği, oturma amaçlı ve ticari amaçlı gayrimenkullerin değerlendirilmesi ile genel işletme faaliyetlerinin değerlendirilmesinde, sektörün ve değerlendirilecek gayrimenkulün türüne göre farklılaşan şekillerde kullanılır. Konaklama endüstrisinde, satışa hazır odaların satış fiyatının bin katı şeklinde ifade edilen genel bir kural vardır. Bu kuraldan hareketle değer şu şekilde hesaplanmaktadır (O'Neill 2003: 8);

$$\text{Değer} = \text{Ortalama Günlük Oda Fiyatı} \times \text{Oda Sayısı} \times 1000$$

Ortalama oda fiyatı, istikrarlı bir yılın oda fiyatıdır. Örnek otelimize ait istikrarlı yıl 2008 yılıdır. 2008 yılı ortalama oda fiyatı 182,09\$'dır. Bu değer 2006 yılındaki dolar fiyatı cinsinden değeri ise 171,64\$'dır. Yukarıdaki formül ile değer aşağıdaki gibi hesaplanır;

$$171,64 \times 250 \times 1.000 = 42.910.000 \$.$$

2) Kola Kutusu Çarpanı Tekniği (The CokeTM Can Multiplier)

Konaklama endüstrisinde kullanılan bu teknikte, konaklama işletmesinin odalarındaki mini barda veya lobide satılan kola veya soda kutusunun satış fiyatı ile oda sayısının 100.000 sabit çarpanıyla çarpılması sonucu değer hesaplanması söz konusudur.

$$\text{Değer} = \text{Kola veya Soda Satış Fiyatı} \times \text{Oda Sayısı} \times 100.000$$

Örnek otelimizde mini barda satılan bir kutu kolanın fiyatının 1,50\$ olduğunu düşünürsek;

$$\text{Değer} = 1,50 \times 300 \times 100.000 = \$37.500.000 \text{ olarak hesaplanır.}$$

Yukarıdaki tekniklere göre otel işletmesinin değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir;

Bu sonuçlar incelendiğinde otelin en düşük değerinin 36.395.000 \$, en yüksek değerinin ise 42.910.000 \$ olduğu görülmektedir. Sekiz değer ortalama ise yaklaşık olarak 38.529.656 \$'dır. Hesaplanan değerlerin standart sapması 2.707.422 \$'dır. Genel olarak sekiz yöntem ve teknikte hesaplanan değerlerin ortalama otel işletmesinin değeri olarak kabul edilmekte ve satış fiyatına temel teşkil etmektedir.

SONUÇ

Günümüzde piyasalarda gayrimenkule dayalı birçok finansal varlık firmaların sermaye ihtiyaçlarını karşılamada kullanılmaktadır. Bununla beraber firmanın yatırım performansını değerlendirirken firma değerinin önemi artmaktadır. Ayrıca bir firmanın satın alınmasında veya birleşme sürecinde

Tablo 9. Örnek Otelin Hesaplanan Değerleri

Yöntem ve Teknikler	Değerler (\$)
Maliyet Yaklaşımı	42.850.000
Satış Karşılaştırması Yaklaşımı	37.321.250
Gelir İndirgeme Yaklaşımı	
* Yatırım Bileşimi: İstikrarlı Bir Yıl Tekniği	36.395.000
* 10 Yıllık İndirgenmiş Nakit Akışı Tekniği	36.962.000
* İpotek-Özsermaye Modelini ve Borç Karşılama Oranını Kullanan 10 Yıllık İndirgenmiş Nakit Akışı Tekniği	37.388.000
* Ekonomik Katma Değer (EVA) Tekniği	36.911.000
Basit Teknikler (Başparmak Kuralları)	
* Oda Satış Fiyatı Çarpanı (Başparmak Kuralı) Tekniği	42.910.000
* Kola Kutusu Çarpanı Tekniği	37.500.000

firmaların sahip olduğu gayrimenkullerin ve faaliyetlerinin bir bütün olarak değerinin belirlenmesi satış fiyatına temel teşkil etmesi açısından önem arz etmektedir. Özellikle 2008 yılının son çeyreğinde ABD ipotekli emlak piyasasındaki ahlaki riziko (bir ekonomide, bireylerin moral değerlere aykırı olarak verdikleri finansal kararlar dolayısıyla ortaya çıkacak zararlara ilişkin risk) nedeniyle bu piyasadaki gayrimenkuller ile bu piyasaya verilen düşük kalitedeki (subprime mortgage) kredilere dayalı finansal araçların yanlış değerlendirilmesinden dolayı ortaya çıkan finansal kriz sonucunda gayrimenkul değerlemenin ve gayrimenkule dayalı finansal araçların değerlendirilmesinin daha etkin yapılması önem kazanmaktadır. Günümüzde özellikle gelişmiş ülkelerde gayrimenkul varlıklara dayalı finansal araçlar geliştirilmek suretiyle, firmaların farklılık gösteren finansman ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılabilir. Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarındaki gelişmeler, gayrimenkul değerlemenin önemini artırmış ve özellikle gelişmiş ülkelerde bir meslek dalı ve uzmanlık alanı haline gelmiştir.

Turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin niteliklerinin değişmesiyle, konaklama işletmeleri aile işletmeleri olmaktan çıkıp, sermaye şirketleri haline dönüşmüşlerdir. Bununla beraber turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmeleri; arsa, arazi, bina gibi büyük tutarlara ulaşan gayrimenkullere sahip işletmelerdir. Bu durum konaklama işletmesi yöneticilerinin, sadece yatırım ve faaliyet performansını temel alan değerlendirmeyi değil sahip oldukları gayrimenkulleri de dikkate alan bütünsel değeri hesaplamalarını zorunlu kılmıştır. Ayrıca turizm sektörünün hızla gelişmesi sonunda büyük konaklama işletmeleri veya tur operatörleri ülkemizdeki mevcut konaklama işletmelerini satın alarak veya birleşerek rekabette avantajlı konuma geçmeyi amaçlamaktadırlar. Gelecekte de Türk konaklama işletmelerinin daha fazla küreselleşmesi ve iç pazarda bütünleşmelerin artması beklenebilir. Bu bağlamda, stratejik ortaklık, birleşme veya satın alma sürecindeki konaklama işletmelerinin sahip oldukları varlıklarının ve faaliyetlerinin değerinin gayrimenkul değerlendirilmesinde bütünsel olarak hesaplanması önem kazanmaktadır.

Bu çalışmanın amacı konaklama işletmeleri açısından değerlemenin önemini ve değerlendirme sürecini belirlemek ve gayrimenkul değerlendirme mantığıyla konaklama işletmelerinin birleşme ve satın

alma durumlarında sahip olduğu arsa, arazi, net varlıklar ve faaliyetlerinin etkinliğini toplu olarak ifade eden bütünsel değerini hesaplama yöntemlerini açıklamaktır. Bu bağlamda değerlendirme yapabilmek için gerekli olan finansal verilerin, muhasebe bilgi sisteminin olmayışı ve konaklama işletmelerinin gizlilik gerekçesiyle vermek istememeleri nedeniyle literatürde yer alan teknikler hipotetik veriler kullanılarak örnek bir otel işletmesi üzerinde uygulanmıştır. Yapılan hipotetik uygulama sonucunda her bir değerlendirme yöntemine göre farklı değerler hesaplanmıştır. Bunun nedeni değerlendirme yöntem ve tekniklerin her birinin farklı açılardan konaklama işletmelerinin değerini belirlemeyi amaçlamalarıdır. Bu nedenle konaklama işletmelerinin bütünsel değerinin belirlenmesinde bütün bu yöntem ve tekniklerin göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Genel olarak dünyada bu teknikler aynı anda bir bütün halinde uygulanmakta ve bu tekniklere göre saptanan değerlerin ortalaması alınarak konaklama işletmesinin bütünsel değeri hesaplanmaktadır. Çünkü bu tekniklerin her biri farklı açılardan işletmenin değerini belirlemeye yöneliktir. Bu nedenle, hesaplanan değerlerin ortalamasının alınması konaklama işletmelerinin değerinin hesaplanmasında daha rasyonel sonuç verecektir. Bu teknikler uygulanırken Türk konaklama işletmelerinin ve turizm sektörünün karakteristik özelliklerinin dikkate alınmasının gerçekçi değeri hesaplanması açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Ülkede değerlendirme ile ilgili mevzuatın tek bir çatı altında toplanmasının ardından değerlendirme işlemlerinin daha doğru bir şekilde yapılması sağlanmış olacaktır. Bununla birlikte, turizm işletmelerinin değerlendirilmesinin daha etkin yapılabilmesi için turizm sektörünün yapısını iyi bilen değerlendirme uzmanlarına da ihtiyaç bulunmaktadır. Konaklama işletmelerinde bütünsel değeri hesaplamaya yönelik tekniklerin uygulanmasıyla Türk konaklama işletmelerinin daha sağlıklı bir finansman, pazarlama-satış ve üretim politikası izlemeleri ve küreselleşen turizm sektöründe rekabette daha etkin ve başarılı olabilecekleri düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Açlar, A. ve Çağdaş, V. (2002). *Taşınmaz (Gayrimenkul) Değerlemesi*. Ankara: TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası Yayınları.
- Açlar, A., Demir, H. ve Çağdaş, V. (2003). *Taşınmaz Değerleme Uzmanlığı ve Jeodezi-Fotogrametri Mühendisliği, Jeodezi, Jeoinformasyon ve Arazi Yönetimi Dergisi*, 88: 15-20.
- Alp, A. (2000). Gayrimenkul Değerlemesine Genel Bakış: Oturma Amaçlı Konutların Değerlemesi, *Active Dergisi*, (Haziran-Temmuz): 1-11.

- Andrew, W. P. ve Schmidgall, R. (1993). *Financial Management For The Hospitality Industry*. USA: AH&MA.
- Bredice, A. (2003). Understanding The Real Estate Appraisal Process, <http://www.ils.com/ANAppraisalProcess.htm> Erişim Tarihi:12.05.2008.
- Brueggeman, W. B. ve Fisher J. (2001). *Real Estate Finance and Investments*. New York: McGraw-Hill Irwin.
- Chen, M. (2003). Risk and Return: CAPM and CCAPM, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 43: 369-393.
- Copeland, T., Koller, T. ve Murrin J. (1996). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: John Wiley&Sons Inc.
- Corgel, J. B. ve deRoos, J. A. (1993). The ADR Rule-Of-Thumb As Predictor Of Lodging Property Values, *International Journal of Hospitality Management*, 12(4):353-365.
- Damodaran, A. (2000). *Investment Valuation*. New York: John Wiley&Sons Inc.
- Demir, F., Karabıyık, A., Ermişoğlu, E. ve Küçük, A. (2008). ABD Mortgage Krizi. BDDK Strateji Geliştirme Başkanlığı Çalışma Tebliği Sayı 3. Ankara. http://www.bddk.org.tr/turkcel/Raporlar/Calisma_Raporlari/5176ABDMORTGAGE0-5082008x.pdf. Erişim Tarihi: 09.11.2008.
- Deroos, J. ve Rushmore, S. (2003). Hotel Valuation Techniques", <http://www.hvsinternational.com/Content/1117.pdf>. Erişim Tarihi:07.04.2007.
- Deroos, J. ve Rushmore S. (1995). Investment Values Of Lodging Property Part I, <http://www.hvsinternational.com>. Erişim Tarihi:07.04.2007.
- Deroos, J. ve Rushmore S. (1996). Investment Values Of Lodging Property Part II, <http://www.hvsinternational.com>. Erişim Tarihi: 07.04.2007.
- Economic, Feasibility and Valuation Flow Chart. http://www.hotelconsulting.net/val_process.htm. Erişim Tarihi: 10.08.2008.
- Ehrbar, A. (1999). Using EVA to Measure and Asses Strategy, *Strategy&Leadership*, May/June, 27:20-24.
- Ercan, K., M. ve Ban Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, K., M., Öztürk B. ve Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim Ve Entelektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ganchev, O. (2000). Applying Value Drivers to Hotel Valuation, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 41(5):78-89.
- Gilbertson, B. ve Preston D. (2005). A Vision for Valuation Practice Briefing, *Journal of Property Investment & Finance*, 23(2): 123-140.
- Güngör, E. (2006). Gayrimenkul Değerlemesinde Yeni Hedefler- Uluslar Arası Değerleme Standartları, *Active Dergisi*, 47: 42-49.
- Güngör, E. (1999). Gayrimenkul Değerlemesi ve Türkiye'de Sermaye Piyasalarında Gayrimenkul Ekspertiz Şirketlerine Yönelik Düzenlemeler Yapılmasına İlişkin Öneriler (*Basılmamış Yeterlilik Etüdü*). Ankara: T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi.
- Gürbüz, O. ve Erginçan, Y. (2004). *Şirket Değerlemesi / Klasik ve Modern Yaklaşımlar*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Hanrahan, D. C. (1995). Valuation: Regulation Versus Reality. İçinde L.E. Raleigh ve R.J. Roginnsky (Editörler), *Hotel Investments Issues and Perspectives (191-201)*. USA: A.H.M.A. Educational Institute.
- Harris, P. J. ve Brander B. (1998). Research and Development In Hospitality Accounting and Financial Management, *International Journal of Hospitality Management*, 17(2): 161-181.
- Hartman, J. (2000). Technical Note on the Equivalence of Net Present Value and Market Value Added as Measures of A Project's Economic Worth, *The Engineering Economist*, 45(2): 156-161.
- Haspeslagh, P., Noda, T. ve Boulos, F. (2001). Managing For Value: It's not Just About the Numbers, *Harvard Business Review*, July-August: 60-69.
- Jones, G. ve Van Dyke, D. (1998). *The Business of Business Valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Karan, M. (2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kramer, J. ve Pushner G. (1997). An Empirical Analysis of Economic Value Added as A Proxy for Market Value Added, *Financial Practice and Education*. *Spring/Summer*, (7): 41-49.
- Lesser, D.(1992). Property Tax Valuation of Lodging Properties, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 33(1): 73-81.
- Met, Ö. ve Gül, K. (2006). Konaklama Sektöründe Tesis Yatırımlarında Değerleme Yaklaşımlarına Yönelik Bir Araştırma, *Marmara Üniversitesi Muhasebe-Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi Analiz*, 6(15): 83-95.
- Met, Ö. (2007). Konaklama İşletmelerinin Değerini Etkileyen Faktörlerin Analizi ve Değerleme Yaklaşımları, *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, (1): 42-58.
- Nilsson, M., Haris, P. ve Kett, R. (2001). Towards A Valuation Framework for Hotels As Business Entities, *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 13(1): 6-12.
- O'Neill W. J. (2003). ADR Rule of Thumb: Validity and Suggestions for Its Application, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 44(7): 7-16.
- O'Neill, J. W. (2004). An Automated Valuation Model for Hotels, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 45(3): 260-268.
- Önal, Y.B., Karadeniz, E. ve Kandır, S.Y. (2005). Devam Eden Değerin Hesaplanması: İMKB'ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerinde Uygulama, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 14(2): 369-390.
- Önal, Y.B. ve Karadeniz, E. (2004). Firma Değerinin Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemiyle Tespit Edilmesi: İMKB'ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerine Uygulama, *Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi*, 15(2): 139-158.
- Önal, B. Y. ve Topaloğlu, M. (2007). *İpotekli Konut Finansmanı Hukuku Mortgage (Tutsat)*. Adana: Karahan Kitabevi Yayınları.
- Rushmore, S. (2001). Making Alan Greenspan Your Partner, *Hotels*, 34(02), <http://www.hotelsmag.com/archives/2000/02/rushmore-greenspan-federal-reserve.asp>. Erişim Tarihi: 12.03.2007.
- Rushmore, S. (2000). Europe, Asia Values Show Slow To Moderate Growth, *Hotels*, Augusts, <http://www.hotelsmag.com/archives/2000/08/rushmore-asia-europe-hotel-values.asp>. Erişim Tarihi: 12.03.2007.
- Rushmore, S. (1975). How Much Is Your Place Worth? A Case Study In Hotel-Motel Valuation, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, (21): 38-48.
- Rushmore, S. ve George G. (2001). Hotel Value Trends, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 38(29): 18-29.
- Rushmore, S. (1992). Seven Current Hotel Valuation Techniques, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, (33): 49-56.

- Schulz, R. (2003). Valuation of Properties and Economic Models of Real Estate Markets. (Basılmamış Doktora Tezi). <http://edoc.hu-berlin.de/dissertationen/schulz-rainer-2003-02-05/PDF/Schulz.Pdf>. Erişim Tarihi: 15.01.2007.
- Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında (Seri VIII 45 nolu) Tebliğ. www.spk.gov.tr/tebliğ/files/SeriVIII_No48.pdf. Erişim Tarihi: 15.01.2007.
- Sikich, F. (1993). Business Valuations: from the Accountant's Perspective, *The Bottomline*, 8(2): 14-18.
- Stefanelli, M. J. (1982), Buying or Selling A Restaurant: How to Set the Price, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 23(3): 80-92.
- Taşınmaz Değerleme Yüksek Kurulu Kurulması Hakkında Yasa Tasarısı, <http://www.hkmo.org.tr>. Erişim Tarihi: 12.03.2007.
- Tavmergen, İ. P. (2000). Turizm İşletmelerinde Değerleme Faaliyetleri, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/Ocak2000/turzm.htm>. Erişim Tarihi: 02.03.2007.
- Walsh, B. C. ve Staley, H. B. (1993). Considerations In The Valuation Of Hotels, *The Appraisal Journal*, 61(3): 348-356.
- Yazıcı, K. (1997). Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri (Basılmamış Uzmanlık Tezi). Ankara: Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Gen. Md. Finansman Dairesi Bşk. Devlet Planlama Teşkilatı Yayın No:2478.