

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARETİ VE İNŞAAT A.Ş.

Firma Değerleme Raporu



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

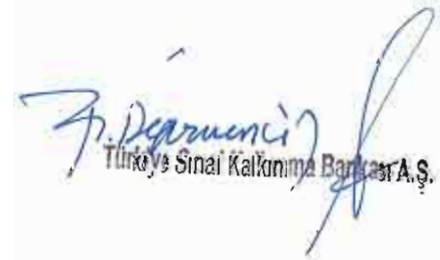
28 Şubat 2011

F. Değerleme
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

UYARI NOTU

Bu değerleme raporu ("Rapor"), çeşitli dokümanlar, finansal tablolar ve ekleri kapsamakta olup, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB") tarafından Rapor'a konu Akfen Gayrimenkul Ticareti ve İnşaat A.Ş. ("Akfen GT")'nin değeri konusunda sadece bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu Rapor ve/veya bu Rapor'daki bilgiler kopyalanamaz, ifşa edilemez veya TSKB tarafından Rapor'un ve/veya Rapor'daki bilgilerin doğrudan yollandığı, Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Akfen GYO") ve/veya Akfen GT'nin Rapor'un bir kopyasını yollamak zorunda olduğu kişiler dışında kişilere dağıtılamaz. TSKB, Rapor'un her türlü hata ve eksikliklerden arındırılması için azami gayret gösterilmiş olmasına rağmen, Rapor'daki , Akfen GYO, Akfen GT tarafından sağlanan ve diğer kaynaklardan elde edilen bilgiler, Akfen GT'nin iş planına bağlı kalınarak yapılan varsayımlar ile dokümanlardaki eksikliklerden veya herhangi yazılı ve/veya sözlü iletilmiş bilgilerden sorumlu olmadığını açıkça beyan etmektedir. Bu Rapor'da yer alan bilgiler aksi belirtilmedikçe yayınlandığı tarih itibariyle geçerlidir.

Bu Rapor kapsamında sunulmuş olan analiz, görüş ve sonuçlar, tarafımıza Akfen GYO tarafından sağlanan bilgi ve belgeler ile belirtilmiş olan yatırım varsayımları doğrultusunda ve kapsamında tarafımızca yapılan şahsi, objektif, profesyonel analiz, görüş ve çıkarımlarımızı ile oluşturulmuştur. Bu Rapor'da Akfen GYO tarafından sağlanan bilgi ve belgeler ile belirtilmiş olan varsayımlar ve bu kapsamda oluşturulmuş olgular gerçek ve doğrudur.



F. Depremci
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

İçindekiler

Sayfa Numarası

1. Giriş ve Kapsam	4
1.1 Kapsam ve Metodoloji	5
1.2 Değerleme Özeti	6
1.3 Değerleme Sonucu Hakkında Görüş	9
2.Sektör	10
2.1 Turizm Sektörü	11
2.1.1 Dünyada Turizm Sektörü	11
2.1.2 KKTC	13
2.1.3 Rusya	16
2.2 Sektörde Geleceğe Bakış	20
3. Firma	22
3.1 Genel Bilgiler	23
3.1.1 Kuruluş ve Mevcut Durum	23
3.1.2 Sermaye Yapısı	24
3.1.3 İştirakler	24
3.1.4 Faaliyetleri	25
3.2 Finansal Analiz	28
4. Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme	31
4.1 Değerleme Yöntemi	32
4.2. Varsayımlar	33
4.2.1 KKTC Varsayımları	33
4.2.2 Rusya Varsayımları	34
4.3 Projeksiyonlar	37
4.3.1 KKTC Projeksiyonları	37
4.3.2 Yatırım Projeksiyonları	38
4.3.2 Rusya Projeksiyonları	39
4.4 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Değerleme	41
4.5 Değerleme Sonucu Hakkında Görüş	42
5. Ekler	43


Türkiye Sınal Kalkınma Bankası A.Ş.

1.Giriş ve Kapsam


Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

1.1 Kapsam ve Metodoloji

Akfen Gayrimenkul Ticareti ve İnşaat A.Ş. ("Akfen GT") gayrimenkul sektöründe faaliyet göstermek üzere 1999 yılında kurulmuş, 2004 yılında Akfen Grubu firmaları tarafından devir alınmıştır. 2007 yılında ise Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Akfen GYO), Firmaya %99,9 oranında iştirak etmiştir.

Akfen GYO, 25 Şubat 2011 tarihinde iştiraki olan Akfen GT'nin firma değerini hesaplatmak amacıyla değerlendirme danışmanlığı almak için TSKB'ye başvuruda bulunmuştur.

Bu çalışma, yukarıda belirtilen talep üzerine ilgili Firmanın değerini tespit amacıyla Akfen GT'nin mevcut ve gelecek iş planı doğrultusunda, detaylı hukuki ve finansal inceleme, muhasebesel denetim ve/ya yönetim sunumları gerçekleştirilmeden tamamlanmıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki bölümlerden oluşmaktadır:

1. Giriş ve Kapsam
2. Sektör
3. Firma
4. Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme
5. Ekler

Bu çalışmanın amacı Akfen GT'nin firma değerini hesaplamaktır. Firmanın faaliyetinin temel dayanağı sahip olduğu gayrimenkul ve gayrimenkul projeleri olduğu için, mevcut şartlar altında değerini en doğru yansıtacak yaklaşımın İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yöntemi olduğuna karar verilmiştir ve rapor bu yaklaşıma uygun hazırlanmıştır.

Bu değerlendirme raporunda, İNA yöntemi kullanılarak hesaplanan değer "adil piyasa değeri"ni ifade etmektedir. Bir varlığa ilişkin alım-satımda ön plana çıkan ise, istekli bir alıcı ve satıcı arasında gerçekleşen pazarlık sonucu üzerinde uzlaşılan "fiyat"tır. Alım-satıma esas teşkil eden "fiyat"ın, çeşitli nedenlerle "adil piyasa değeri"nden farklı bir seviyede teşekkül edebileceği gerçeği, her zaman göz önünde bulundurulması gereken bir husustur.

Akfen GYO ve Akfen GT'den alınan bilgiler ve iş planı bu çalışma kapsamında kullanılmıştır. Çalışmanın her türlü hata ve eksikliklerden arındırılması için azami gayret gösterilmiş olmasına karşın, dış kaynaklı verilerde oluşabilecek hata ve noksanların, değerlendirme sonuçları üzerinde etkili olabileceği hususunun her çalışmada olduğu gibi burada da dikkate alınması gerekmektedir.

1.2 Değerleme Özeti

Firma

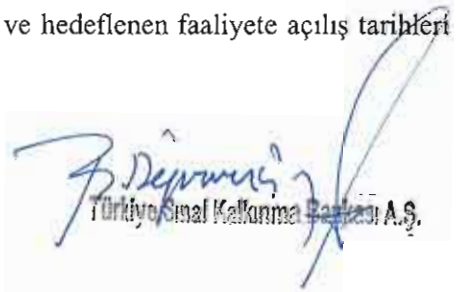
Akfen Gayrimenkul Ticareti ve İnşaat A.Ş.'nin ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı yapmak, geliştirmek, işletmek, işletlettirmektir. Akfen GYO'nun %99,9 oranında ortak olduğu Akfen GT mevcut durumda, Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde sahip olduğu 5 yıldızlı otelinden kira geliri elde etmekte ve Rusya'da otel ile ofis projeleri gerçekleştirmektedir.

Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde yer alan Mercure Otel, 5 yıldızlı otel ve casinosu ile 2007 yılından bu yana hizmet vermektedir. Ayrıca Akfen GT KKTC'nin Bafra bölgesinde 167 dönümlük bir arsayı KKTC Tarım ve Doğal Kaynaklar Bakanlığı'nı temsilen Orman Dairesi'nden 30/12/2010 tarihi itibarıyla 49 yıllığına kiralamış olup, tahsis hakkını almıştır. Firma Moskova Otel Projesi haricindeki Rusya'daki tüm projelerini ise %50 oranında ortak olduğu Hollanda'da kurulu Russian Hotel Investment B.V. ("RHI"), ve Russian Property Investment B.V. ("RPI") aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Firma, ayrıca Moskova'da bir Ibis Otel projesi üzerinde çalışmaktadır. Moskova Ibis Otel arsasının uzun süreli kira ve mülkiyet opsiyonu edinilmesine ilişkin hisse alım sözleşmesi imzalanmıştır. Firmanın Moskova otel projesi şirketine yurtdışında kuracağı yeni bir iştirak ile %100 iştirak etmesi planlanmaktadır.

İştiraklerden RHI, 21 Eylül 2007'de Akfen GT ve Eastern European Property Investment Ltd (EEPI) ortaklığıyla Rusya'da otel projelerini gerçekleştirmek amacıyla kurulmuştur.

RPI ise, 8 Ocak 2008'de yine Akfen Gayrimenkul Geliştirme ve Tic. A.Ş. ve Eastern European Property Investment Ltd (EEPI), ortak girişimi ile Rusya'daki ofis projelerini gerçekleştirmek üzere kurulmuştur. Akfen Gayrimenkul Geliştirme ve Tic. A.Ş.'nin payı 5 Haziran 2009 tarihinde Akfen GT tarafından devir alınmıştır.

Rusya'daki otel ve ofis projeleri, oda sayıları ve hedeflenen faaliyete açılış tarihleri aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.


Z. Demir
Türkiye Sınal Kalkınma Bankası A.Ş.

Tablo 1.1 Rusya Projeleri

Yapımına Başlanan ve Planlanan Projeler	Oda Sayısı	Başlangıç Tarihi	Faaliyete Geçiş Tarihi	Arazi Büyüklüğü (m ²)	İnşaat Alanı (m ²)
Samara IBIS	204	07/2009	10/2011	2.467	9.904
Yaroslavl IBIS	177	04/2010	10/2011	4.432	7.916
Kaliningrad IBIS	167	01/2011	07/2012	5.099	6.209
Samara Ofis	-	07/2009	07/2011	1.048	6.510
Moscow Leningradsky IBIS	475	01/2011	01/2014	3.000	20.030

Firma Rusya'daki projelerinin ve KKTC'deki gayrimenkulününün 28.02.201 tarihinde TSKB Gayrimenkul Değerleme şirketine değerlemesini yaptırmıştır. İlgili değerlendirme çalışmasının sonuçları aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 1.2 Ekspertiz Raporlarına Göre Gayrimenkul Değerleri

Gayrimenkuller	Değer (EURO)	Akfen Hissesi (EURO)
Kaliningrad IBIS	14,222,000	7,111,000
Moskova Leningradsky IBIS	66,119,000	66,119,000
Samara IBIS	28,112,000	14,056,000
Samara Ofis	8,536,000	4,268,000
Yaroslavl IBIS	28,079,000	14,039,500
KKTC	80,317,000	80,317,000
TOPLAM	225,385,000	185,910,500

(Kaynak: TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.)

Değerleme Sonucu

Akfen GT'nin değerinin tespiti amacıyla hazırlanan bu raporda İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yöntemi kullanılmıştır. İNA yönteminde Firmanın gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı + amortisman) ile, vergi ödemelerinden ve gerekli işletme sermayesi ihtiyaçlarının ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Yıllar itibarıyla elde edileceği öngörülen nakit yaratımları, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmaktadır. Bunun sonucunda hesaplanan değer, finansal borçlar hariç firma değerini ifade eden **Girişim Değeri'dir (Enterprise Value)**. Girişim Değerinden mevcut ise net finansal borçlar (finansal borçlar – hazır değerler) ve gerekli ise kıdem ve ihbar tazminatlarının çıkartılması, varsa iştiraklerin ya da operasyonel olmayan diğer varlıkların eklenmesi suretiyle hedeflenen Özsermaye Değeri'ne (Equity Value) ulaşılmaktadır.

R. Depiranci
Türkiye İsmail Kalkınma Bankası A.Ş.

Yapılan analizler sonucunda, Akfen GT'nin İNA yöntemine göre hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

Tablo 1.3: 28.02.2011 İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu

Euro (000)		Değer	Finansal Borçlar (-)	Hazır Değerler (+)	Özsermaye Değeri
Akfen GT Merkez	KKTC & Merkez Değeri	77.148	22.811	5	54.342
	Bafra'da Arsa	2.744	-	-	2.744
RHI(50%)	Samara IBIS	17.746	11.133	10	28.884
	Yaroslav IBIS	14.560			
	Kaliningrad IBIS	7.701			
RPI (50%)	Samara Office	7.492	3.400	1	4.093
Moskova Projesi	Moscow Leningradsky IBIS	44.555	-	-	44.555
Akfen GT Şirket Değeri		171.945	Akfen GT Özsermaye Değeri		134.618

Bu kapsamda İNA yöntemine dayanarak özsermaye değeri yaklaşık **134,618 milyon Euro (297,936 milyon TL¹)** hesaplanmıştır.



Z. Depirinci

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

¹ 28 Şubat 2011 tarihli T.C.M.B.'nin EURO/TL satış kuru (2.2132) esas alınmıştır.

1.3 Değerleme Sonucu Hakkında Görüş

Akfen GT, KKTC'de sahip olduğu Mercure Otel ve Rusya'daki otel ve ofis projeleri kapsamında gayrimenkul projeleri gerçekleştirmektedir.

KKTC'deki Mercure Otel, 2007 yılı başından bu yana otel ve casinosu ile hizmet vermektedir. Mercure Otel'in otel ve casino bölümleri, 2008 yılından bu yana kiralanmaktadır. Firma Rusya'da ise iştirakleri vasıtasıyla otel ve ofis proje yatırımları gerçekleştirmektedir.

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında KKTC Mercure Otel'in, mevcut durumda olduğu gibi kiralanmaya devam edeceği varsayılmıştır. Ayrıca Firma tarafından KKTC Bafra bölgesinde 30 Aralık 2010 tarihi itibarıyla tahsis hakkı alınan arsanın değeri değerlendirme çalışmamızda TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin ekspertiz raporunda yazan ekspertiz değeri üzerinden hesaplanmıştır.

Rusya'daki projeler ise Firmanın iş planı dikkate alınarak, yatırım tutarı, doluluk ve fiyat varsayımlarına bağlı kalınarak değerlendirme kapsamına alınmıştır.

Yapılan çalışma kapsamında Firmanın Özsermaye değerinin **134,618 milyon Euro (297,936 milyon TL¹)** olacağı öngörülmüştür.

Tarafımızca yapılan değerlendirme neticesinde, Firmanın mevcut ve potansiyel iş planları dikkate alındığında, en uygun değerlendirme yöntemi olan İNA yöntemi baz alınarak hesaplanan değer adil piyasa değerini yansıttığı düşünülmektedir.



¹ 28 Şubat 2011 tarihli T.C.M.B.'nin EURO/TL satış kuru (2.2132) esas alınmıştır.

2.Sektör


Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

2.1 Turizm Sektörü

2.1.1 Dünyada Turizm Sektörü

Turizm sektörü, dünyada en hızlı gelişen ve büyüyen sektörlerin başında gelmektedir. Globalleşen dünyada insanlar daha uzak mesafelere seyahat etme eğilimine girmiştir. Bunun başlıca nedenleri; harcanabilir kişisel gelirlere turizm ve tatil için ayrılan payın artması, ulaşım ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişme ve insanların şimdiye kadar görmedikleri ve merak ettikleri yeni bölgeleri ziyaret etme isteğidir.

Turizm çok çeşitli yapısı sonucu bir yandan tipik turistik faaliyet olarak adlandırılan konaklama, planlama, gezi organizasyonu ve satışı gibi faaliyetleri, öte yandan yalnızca turistlerin tüketimine bağlı olmayan, ancak onlar tarafından da kullanılan ulaşım, oto kiralama gibi faaliyetleri kapsamaktadır.

Tüm dünyadaki ekonomik duraklamaya karşın büyümesini devam ettirmekte olan bu dinamik sektör, ulaştırma, hizmet ve perakende gibi sektörler için de motor gücü olarak işlev görmektedir.

Turizm milli gelire olan katkısı yanında, sağladığı döviz geliri ile ödemeler dengesi açığının kapanmasında da önemli rol oynamaktadır. Geniş kitlelere iş imkanı sağlamasının bir sonucu olarak istihdamın en yoğun olduğu sektörlerden biri olma avantajına sahip olan turizm sektörü, aynı zamanda ülke için etkin bir pazarlama ve reklam aracı olma özelliğini de sürdürmektedir.

Turizm bugün dünya gayrisafi hasılasının önemli bölümünü oluşturan bir sektör konumundadır. World Travel & Tourism Council raporunda dünyada toplam GSMH içerisinde seyahat ve turizm sektörünün, 2011 yılında tahmini olarak %9,1'lik paya sahip olacağı ve bu rakamın yaklaşık 5.987 milyar Amerikan doları olacağı belirtilmektedir.

Raporda dünya üzerinde toplam GSMH rakamları üzerinden hesaplanan turizm ve seyahat hasılasının yıllık ortalama % 4,1 büyüyerek 2021 yılında 11.964 milyar Amerikan doları seviyesine gelmesi öngörülmektedir. Ülkeler bazından turizm ve

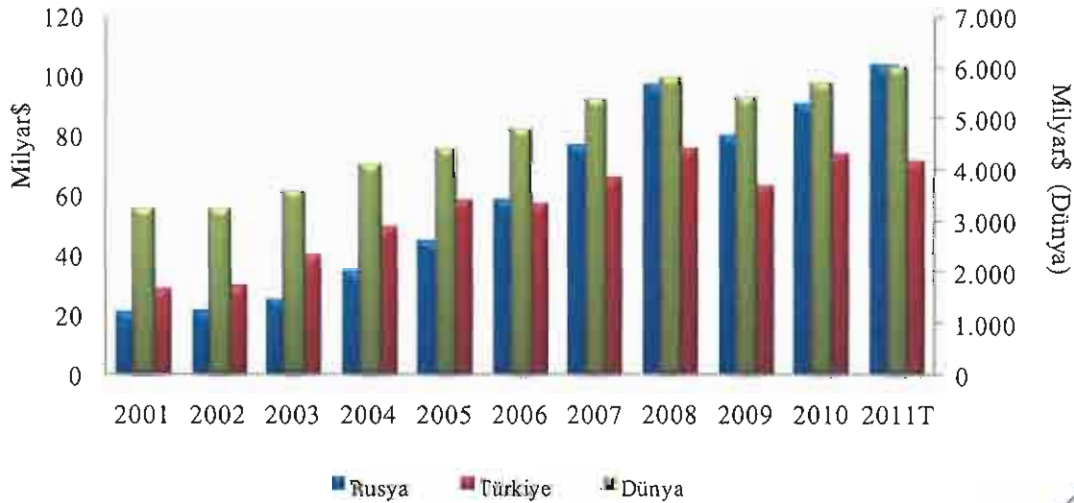
seyahat sektöründen gelen hasıla bakımından başı çeken ilk 10 ülke aşağıdaki gibi sıralanmaktadır. Tabloda da görüldüğü gibi ABD açık ara lider konumundadır.

Tablo 2.1 Turizm ve Seyahat Sektöründen Gelen Hasıla (Milyar \$)

Ülke	2011T
A.B.D.	1.349,64
Çin Halk Cumhuriyeti	565,63
Japonya	376,55
Fransa	227,88
İspanya	191,67
Brezilya	187,26
Avustralya	175,71
İtalya	170,49
Birleşik Krallık	162,31
Almanya	145,65
Rusya	103,38
Türkiye	71,48

Aynı raporda 2011 yılı tahmini olarak Rusya, GSMH'sının 103,38 milyar ABD dolarını turizm ve seyahat sektöründen elde ederken, bu rakam Türkiye için 71,41 milyar dolar olarak belirtilmektedir. Aşağıdaki grafik Türkiye ve Rusya'nın karşılaştırmalı olarak yıllar itibariyle turizm ve seyahat sektöründen elde ettiği gayri safi milli hasıladaki yükselen değerleri göstermektedir.

Tablo 2.2 Dünya, Rusya ve Türkiye Turizm ve Seyahat Sektöründen Gelen Hasıla



(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)


 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

2.1.2 KKTC

Ekonomik Bakış

Dünya sıralamasında başı çeken ülkeler arasında yer almasa da turizm sektörünün kendi ekonomisinde önemli bir yere sahip olduğu ülkelerden biri KKTC (Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti)'dir. Yıllar itibariyle gelişen turizm sektörüne paralel olarak, KKTC ekonomisi genel olarak hızlı bir büyüme trendi içindedir. 1997-2006 yılları arasında GSMH (1997 fiyatlarıyla) % 277 oranında artmıştır. Ancak 2000-2001 yılları bankacılık kriziyle başlayan ve döviz kurlarından kaynaklanan problemlerle devam ederek tüm ekonomiyi olumsuz etkileyen gelişmeler nedeniyle ekonomik gerileme yaşanan bir dönem olmuştur. Türkiye'den sağlanan finansmanla bankacılık krizinin aşılması ve bankacılık sektöründe mevzuat değişikliğine gidilmesi, KKTC sorununda çözüm umutları ve AB üyeliği beklentilerinin yükselmesi, yerli ve yabancı yatırımların ve istihdamın artması sonucu ekonomi 2002 yılından itibaren önemli bir büyüme eğilimine gitmiştir. Son beş yıllık dönem KKTC ekonomisinde en yüksek büyüme hızının yakalandığı dönem olarak tespit edilmiştir.

Ekonominin büyümesinde rol oynayan belli başlı faktörler sektörlerdeki genel büyüme, ekonomide başta turizm sektörü olmak üzere sürekli büyüme gösteren sektörlerin yer alması ve artan dış ticarete bağlı olarak ithalat vergi miktarlarındaki artışlardır.

KKTC'de Turizm

KKTC ekonomisindeki en önemli sektörlerden birisi turizm sektörüdür. 2006 yılı nüfus sayımına göre, Kıbrıs'ın nüfusu işçiler ve Türkiye'den yerleşenler dahil yaklaşık 265.000'dir. Nüfus yazın gelen turistlerle daha da fazlalaşmaktadır. Ülkeye gelen turistlerin % 78,8'i Türkiye'den gelmektedir. Bunun yanı sıra, ülkeye 45 değişik ülkeden ziyaretçiler gelmektedir. Türkiye'nin dışında en fazla turist İngiltere, Almanya, İran, Moldova, ABD, Suriye, Bulgaristan, Rusya ve İtalya'dan gelmektedir.

KKTC Turizm Çevre ve Kültür Bakanlığı 2009 yılı verilerine göre turistik tesisler ile ilgili çeşitli bilgiler aşağıda belirtilmektedir. Ekim 2008 itibariyle 15.440 olan toplam yatak kapasitesi, Ekim 2009 itibariyle %1,7 yükselerek 15.705 olmuştur.

Tablo 2.3 Kıbrıs Turizm Gelirleri Aylara Göre Yatak Kapasitesi

Aylar	2008	2009	Değişim %
Ocak	15.094	15.044	-0,3
Şubat	15.094	15.044	-0,3
Mart	14.960	15.044	0,3
Nisan	14.794	15.111	2,1
Mayıs	14.794	15.219	2,9
Haziran	15.026	15.219	1,3
Temmuz	15.184	15.219	0,2
Ağustos	15.440	15.523	0,5
Eylül	15.440	15.551	0,7
Ekim	15.440	15.705	1,7

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Turistik konaklama tesislerinde 2009 yılının ilk on ayında gerçekleşen ortalama doluluk oranı % 37,4 olmuştur. 2008 yılı itibariyle aynı dönem için bu rakam % 35,3 olarak gerçekleşmiştir.

Göze çarpan bir diğer özellik ise casinolu otellerin senelik ortalama doluluk oranı %48,5 iken, bu rakamın casinosuz oteller için %28,1 olarak gerçekleştiğidir.

Tablo 2.4 Aylara Göre Doluluk Oranı

Aylar	2008	2009	Değişim %
Ocak	16,3	20,4	25,2
Şubat	18,6	20,0	6,4
Mart	26,4	21,5	-18,6
Nisan	28,6	32,7	13,5
Mayıs	39,0	39,6	1,5
Haziran	37,7	43,8	16,2
Temmuz	42,6	50,0	16,8
Ağustos	55,8	53,3	-4,5
Eylül	39,7	44,8	12,8
Ekim	40,5	40,3	-0,5
Ortalama	35,3	37,4	5,9

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Ekim 2009'de bölgelere göre doluluk oranına bakıldığında en yüksek doluluğun % 45,6 oranıyla Girne şehrinde gerçekleştiği görülmektedir. Bunu sırayla % 34,6 oranıyla Gazimağusa ve % 29,2 oranıyla Lefkoşa takip etmektedir.

Tablo 2.5 Şehirlere Göre Doluluk Oranları

Şehir	Pay %
Girne	45,6
Gazimağusa	34,6
Lefkoşa	29,2
İskele	23,8
Güzelyurt	2,5

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Ekim 2009 itibariyle otel sayısı olarak bakıldığında Girne mevcut 96 oteli ve KKTC genelinde %76'lık payı ile ilk sırada yer almaktadır. Aynı üstünlük yatak sayısı olarak bakıldığında da görülmektedir.

Tablo 2.6 Şehirlere Göre Otel Sayıları

Şehir	Otel Sayısı	Pay %	Yatak Sayısı	Pay %
Girne	91	76	11.065	71
İskele	14	12	2.414	15
Gazimağusa	8	6	1.484	10
Lefkoşa	3	3	524	3
Güzelyurt	3	3	218	1
Toplam	119	100	15.705	100

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Aşağıdaki tabloda Ekim 2009 itibariyle KKTC'deki toplam mevcut oteller özelliklerine göre sıralanmaktadır. Buna göre bölgede 12 adet 5 yıldızlı otel bulunmakta olup, toplam 6.712 yatak sayısı ile turizm yerleşim ihtiyacının büyük bir bölümünü karşılamaktadır.



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

Tablo 2.7 Özelliklerine Göre Otel Sayıları

Özellikler	Tesis Sayısı	Pay %	Yatak Sayısı	Pay %
5 yıldızlı otel	12	10	6.712	43
4 yıldızlı otel	6	5	1.644	10
3 yıldızlı otel	16	13	2.045	13
2 yıldızlı otel	19	16	1.361	9
1 yıldızlı otel	19	16	581	4
Özel sertifikalı oteller	1	1	34	0
2. sınıf tatil köyleri	6	5	1.005	6
Bungalov evler	32	27	1.851	12
Apart Oteller	6	5	396	3
Pansiyonlar	1	1	34	0
Butik Oteller	1	1	42	0
Toplam	119	100	15.705	100

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

2.1.3 Rusya

Ekonomik Bakış

Dünyanın en büyük doğal gaz ve ikinci petrol üreticisi olan Rusya, yaklaşık 1,5¹ trilyon ABD dolarına ulaşan GSYİH'sı ile dünyanın 10. büyük ekonomisi konumundadır. 2008 yılı sonunda ortaya çıkan global ekonomik krizden Rusya önemli oranda etkilenmiş olup; 2009 yılında Rusya Ekonomisi de %7,9 oranında küçülmüştür.

2008-2009 yıllarında çift haneli enflasyon oranına sahip Rusya, 2010 yılında tek haneli enflasyon oranına ulaşmış olup, enflasyon oranı %6,9 oranına gerilemiştir. IMF tahminlerine göre, Rusya ekonomisinde büyüme eğiliminin devam etmesi tahmin edilirken; 2010 yılındada ekonominin %4 seviyesinde büyüme kaydetmesi beklenmektedir.

5 Ocak 2011 tarihinde Derecelendirme Kurumu Fitch, Rusya'nın ülke notunu enflasyon oranlarında azalma, bütçe açığında gözlenen düşüşe bağlı olarak pozitif izlemeye almıştır.



Recep Tayyip Erdoğan
Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı

¹ Dünya Bankası Raporu'nun 2009 yıl sonu için vermiş olduğu değerdir.

Rusya'da Turizm

2009 itibariyle Rusya Federasyonunun GSMH'sinin %6,4'ünü seyahat ve turizm sektörü oluşturmaktadır. Sektörde toplam istihdamın 2009 itibariyle 687.800 kişi olduğu görülmektedir. Sektörde krizle birlikte yapıyı dondurulan projelerin 2009 yılı sonu itibariyle tekrar başlaması, dolayısıyla gerek otel gerekse ofis projelerinin sayısının toparlanan ekonomik yapıyla birlikte canlanacak talep doğrultusunda tekrar artması öngörülmektedir. Ayrıca FIFA 2018 Dünya Kupası'nın Rusya'da yapılacağı açıklanmış olup; ilerleyen yıllarda bölgeye yapılacak yatırımlar doğrultusunda turizm sektöründe ciddi bir büyüme olması beklenmektedir. Firma'nın proje geliştirdiği Moskova, Yaroslavl, Samara, Kaliningrad şehirleri Dünya Kupası maçlarının oynanacağı şehirler arasındadır. 2020 yılına kadar sektörün yarattığı hasılanın %5,6 oranında büyümesi beklenirken, mevcut potansiyeller doğrultusunda tarafımızca seçilmiş şehir ve bölgelerden birkaçı aşağıda sıralanmaktadır.

Şekil 2.1 Rusya Federasyonu Haritası



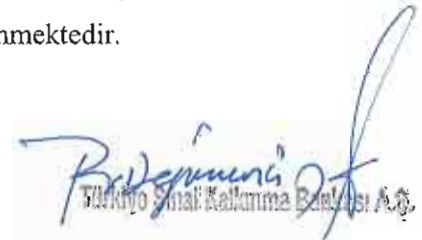
R. Deveci
Türkiye Sınal Kalkınma Bankası A.Ş.

Moskova

Rusya Federasyonunun dünyanın sayılı turizm merkezlerinden olan başkenti Moskova 10,4 milyonluk nüfusu ile 2007 yılı istatistiklerine göre dünyanın en pahalı şehirleri listesinde ilk sırayı almıştır. Şehrin tarihi yapısının yanı sıra, sene içinde yoğun şekilde yatırımcılar ve iş adamları tarafından da ziyaret edildiği bilinmektedir. 2008'deki ekonomik krizin etkisiyle azalan seyahat ve yerleşim talebi sonrası az da olsa etkilenen otel sektörü 2009 yıl sonu itibariyle yeniden toparlanmaya başlamış ve de toplam oda kapasitesi olarak %3,6'lık bir artış sergilenerek, yaklaşık 1.000 odalık yeni kapasitenin şehir genelinde faaliyete geçtiği görülmüştür. 2009'da doluluk oranının %59 olduğu 4 ve 5 yıldızlı otel sektörünün, 2010 yılı itibariyle artan taleple birlikte daha da büyümesi beklenmektedir. Moskova'da 2010 yılı itibariyle artması beklenen otel talebini karşılamak suretiyle, 4 ve 5 yıldızlı otel arzında da %10 ile %12 artış beklenmektedir. Genel olarak Moskova'da otellerin doluluk oranları %70-%80 seviyelerinde olup; kültürel etkinliklerin olduğu zamanlarda doluluk oranları %100 seviyelerine ulaşmaktadır. Moskova'da açılması planlanan 5 yıldızlı otellerden bazıları Holiday Inn Moscow, Renaissance Moscow MonarchCenter, Crowne Plaza, Lotte ve Intercontinental Moscow olarak öngörülmektedir. Açılması muhtemel 4 yıldızlı oteller ise Radisson Belorusskaya, Radisson Riverside ve Garden Ring'tir.

Kaliningrad

Pregolya Nehri'nin yanında bulunan bölge 223 km² üzerinde 2008 başında yapılan sayım itibariyle 421.673 nüfusa sahiptir. Khrabrovo Havaalanına 24 km mesafede olan şehir, bunun yanı sıra birçok şehre demiryolu ulaşımı ile kolay ulaşım olanağı sunmaktadır. Doğal güzelliklerinin yanı sıra endüstriyel anlamda da ön plana çıkan bölgede metalürji başlıca gelir kaynağını oluşturmaktadır. Kaliningrad 1991'de Special Economic Zone statüsünü elde ederek yatırımcılara vergi avantajı sunan bölge niteliğini kazanmıştır. Bunun yanı sıra 1991 yılından sonra yürürlüğe giren vize düzenlemesine göre, bölgede 72 saatten az süre geçiren yabancı turistler için vize zorunluluğu ortadan kaldırılmıştır. Bölgeye ziyaret eden turistlerin %75-77'sini Almanlar oluşturmaktadır. Gelişen turizm sektörüne paralel olarak otel talebinin yakın gelecekte belirgin şekilde artması beklenmektedir.



Handwritten signature and stamp of the Ministry of Trade and Industry of the Republic of Turkey.

Samara

Samara bölgesi Rusya Federasyonu'nun Avrupa bölgesindeki topraklarında yer almakta olup, güneyde Kazakistan ile sınır teşkil etmektedir. 2008 yılı başında yapılan sayıma göre nüfusu 3.172.787 olarak belirtilmektedir. Otomobil, hidroelektrik enerji, metal işleme ve petrokimya, sektörlerin başında gelmektedir. Bölge ayrıca zengin petrol ve doğalgaz yataklarına da sahiptir. Birçok turist ilgisini çekecek tarihi yapılara sahip olan şehirde, turizm sektörünün yeni otel ve tesislere olan ihtiyacı sektör yetkilileri tarafından vurgulanmaktadır. Samara turizm konusunda gelişmekte olan bir bölge niteliğindedir. Samara Yöresi'nde, Volga'nın Mastrukovski göllerinin yanındaki kıyılarda yazları festivaller yapılmakta ve yaz aylarında nüfusu artmaktadır. Kurumoch Havaalanı'na 60-90 dakika mesafede yer alıp, demiryolu ve karayolu ulaşımı olarak da diğer şehirlerle bağlantılıdır.

Yaroslavl

Rusya'nın kuzeyinde, Volga Havzası'nda yer alan bölge, 2000-2008 yılları dikkate alındığında Rusya ortalamasının belirgin şekilde üzerinde gayrisafi bölgesel gelir büyüme oranı ile ön plana çıkmaktadır. Yaklaşık 635 bin nüfusu bulunan Yaroslavl şehri doğal güzellikleri, tarihi yapısı ve petrol zenginlikleri nedeniyle yerli ve yabancı turist ilgisini çekmektedir. Özellikle şehrin 2010 yılında 1.000. kuruluş yılını kutluyor olmasından ötürü düzenlenecek etkinliklerle birlikte, tanınırlığın da artmasıyla yüksek bir turizm potansiyeli oluşturacağı öngörülmektedir. Toplam 785 tarihi ve kültürel eseri bünyesinde barındıran bölge Moskova ve St. Petersburg'a olan ulaşım kolaylığı ile turistler tarafından tercih edilmektedir. 2008'de 300 oda kapasitesi artışı olan şehirde, 2010 yılı itibariyle planlanan yeni yatırımlar ile artan talebin karşılanması ve 2008 itibariyle 900 milyon Ruble olan toplam turizm gelirlerinin 1.900 milyon Rubleye ulaşması hedeflenmektedir.

2010 yılında Yaroslavl şehrine yerli ve yabancı olmak üzere tahmini toplam 1,3 milyon turist geldiği düşünülmektedir. Resmi rakamlara göre şehre ziyarete gelen turistlerin %31'i cruise turizmi yoluyla, %28'i kültür turizmi vasıtasıyla, %27'si ise iş turizmi kapsamında kalmaktadırlar.


Rusya Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

2.2 Sektörde Geleceğe Bakış

World Travel Tourism Council'in açıklamalarına göre 2010 yılının ikinci yarısında toparlanma sürecine giren turizm ve seyahat sektöründen gelen hasılanın dünya genelinde 2011 yılı itibariyle %3,8 büyümesi öngörülmektedir. Sektörün 2020 yılına kadar ise yıllık ortalama %4,15 büyümesi beklenmektedir.

Ülkeler bazında turizm ve seyahat sektöründe 2020 yılı milli gelir beklentilerine bakıldığında ilk 10 ülke aşağıda sıralanmaktadır. Buna göre sektörden gelen hasıla bazında liderliği ABD'nin elinde bulunduracağı öngörülmektedir.

Tablo 2.8 Turizm ve Seyahat Sektörü Hasıla Öngörülleri (Milyar \$)

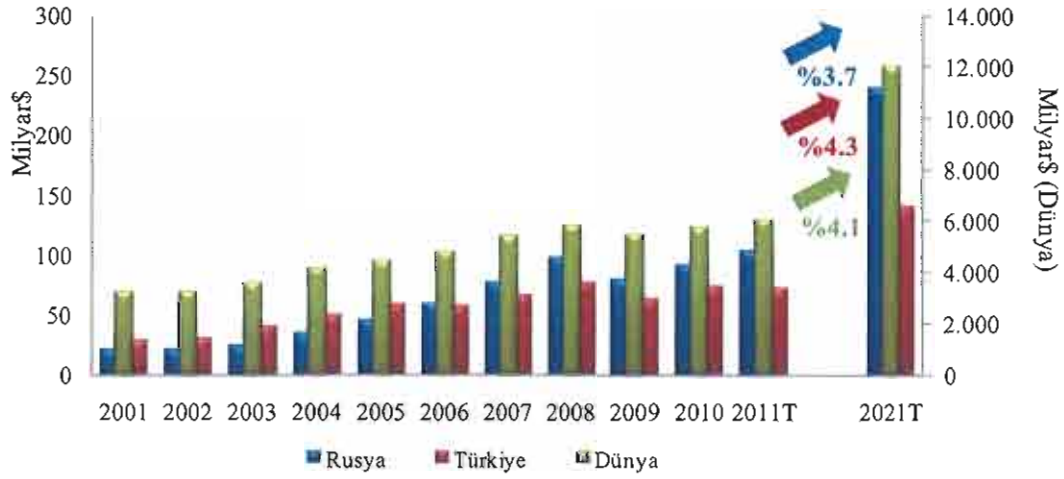
Ülke	2020
A.B.D.	2205
Çin Halk Cumhuriyeti	2173
Japonya	397
Fransa	303
Birleşik Krallık	279
İspanya	238
İtalya	237
Rusya	220
Hindistan	200
Almanya	178

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

Seyahat ve turizm sektöründen gelen hasılanın yıllık ortalama %3,77 reel büyümesi beklenen Rusya'nın, dünya ortalaması olan %4,3'ün biraz altında kalacağı öngörülmektedir. Aynı araştırmaya göre Türkiye'nin, dünya ortalamasının üzerinde yer alarak, seyahat ve turizmden gelen hasılasının 2020 yılına kadar yıllık ortalama %4,45 büyüyerek 132,9 milyar Amerikan Doları seviyesine gelmesi beklenmektedir.


 Türkiye Özel Kalkınma Bankası A.Ş.

Şekil 2.2 Turizm ve Seyahat Sektörü Hasılası Büyüme Oranı Beklentileri



(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

Tablo 2.9 Turizm ve Seyahat Sektörü Hasılası

Milyar \$	2011	2021T	Ortalama Yıllık Büyüme %
Dünya	5.987	11.964	4,1%
Rusya	103	239	3,7%
Türkiye	71	141	4,3%

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

Tablo 2.10 Turizm ve Seyahat Sektörü Yatırımları

Milyar \$	2011	2021T	Ortalama Yıllık Reel Büyüme %
Dünya	652	1.488	5,3%
Rusya	8	24	6,1%
Türkiye	9	22	6,8%

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

2011 sonu itibariyle dünyada turizm ve seyahat sektöründe toplam 652 milyar ABD doları yatırım yapıldığı tahmin edilmektedir. 2020'de bu rakamın yıllık ortalama %5,3 büyüyerek 1.488 milyar ABD doları seviyesine gelmesi beklenmektedir.

Rusya'da turizm ve seyahat sektörü yatırımlarının 2021 yılına kadar yıllık ortalama %6,1 büyüyerek 24 milyar ABD dolarına ulaşması öngörülmektedir.

R. Karaman
Türkiye Sosyal Kalkınma Bankası A.Ş.

3.Firma


Türkiye Kanal Kalkınma Yatırımları A.Ş.

3.1 Genel Bilgiler

3.1.1 Kuruluş ve Mevcut Durum

Akfen GT'nin ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı yapmak, geliştirmek, işletmek, işlettirmektir. 04 Ağustos 1999 tarihinde T-T Turizm İnşaat Tarım Besicilik Sanayi ve Ticaret A.Ş unvanıyla kurulan Firmanın unvanı 27 Eylül 2006 itibarıyla Akfen Gayrimenkul Ticaret ve İnşaat A.Ş olarak değiştirilmiştir. Firmanın Akfen Holding A.Ş. ve Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş'ye ait hisselerinin %99,9'u, 21 Şubat 2007 tarihinde Akfen GYO'ya devrolmuştur.

Akfen GT mevcut durumda, Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde sahip olduğu 5 yıldızlı otelinden kira geliri elde etmekte ve Rusya'da otel ile ofis projeleri gerçekleştirmektedir.

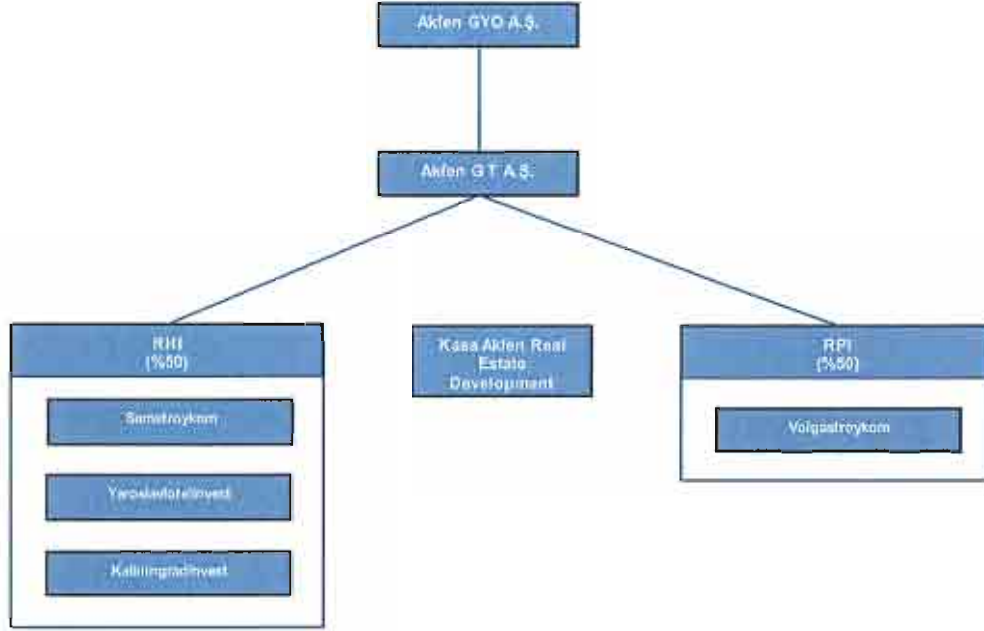
Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde yer alan Mercure Otel, 5 yıldızlı otel ve casinosu ile 2007 yılından bu yana hizmet vermektedir. Ayrıca Akfen GT KKTC'nin Bafra bölgesinde 167 dönümlük bir arsayı KKTC Tarım ve Doğal Kaynaklar Bakanlığı'nı temsilen Orman Dairesi'nden 30/12/2010 tarihi itibarıyla 49 yıllığına kiralamış olup, tahsis hakkını almıştır. Firma Rusya'daki Moskova Projesi hariç tüm projelerini ise %50 oranında ortak olduğu Hollanda'da kurulu Russian Hotel Investment B.V. ("RHI"), ve Russian Property Investment B.V. ("RPI") aracılığıyla gerçekleştirmektedir.

Akfen GT'nin Grup şirketleri ile ortaklık ilişkisi aşağıdaki şemada özetlenmektedir.



F. Değirmenci
Türkiye Genel Mallıkona Bankası A.Ş.

Tablo 3.1 Ortaklık İlişkisi



Firma Moskova projesine yurt dışında kuruluş işlemleri devam eden iştirak şirketiyle %100 iştirak etmesi planlanmaktadır.

3.1.2 Sermaye Yapısı

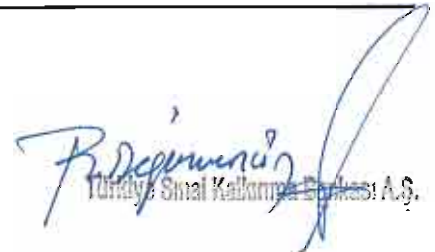
28 Şubat 2010 tarihi itibarıyla Firmanın 35 milyon TL olan sermayesi, 50 milyon TL'ye artırılmıştır. Sermayenin tamamı nakden ödenmiştir.

Firmanın sermayesinin ortaklar arasındaki dağılımı aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.2 Şirketin Pay Dağılımı

Ortaklar	Hisse Tutarı (TL)	Ortaklık Payı (%)
Akfen GYO A.Ş.	49.999.900	99,999714%
Şafak Akın	25	0,000071%
Hamdi Akın	25	0,000071%
Akınısı Mak.San. Ve Tic. A.Ş.	25	0,000071%
Akfen Tur. Yat. Ve İşl. A.Ş.	25	0,000071%
Toplam	50.000.000	100%

(Kaynak: Akfen GT)



R. Demirhan

Türkiye Sınal Kalkınma Bankası A.Ş.

3.1.3 İştirakler

Akfen GT'nin Hollanda kuruluşlu iki iştiraki bulunmaktadır. Bunlardan biri Russian Hotel Investment B.V. ("RHI"), diğeri Russian Property Investment B.V. ("RPI")'dir.

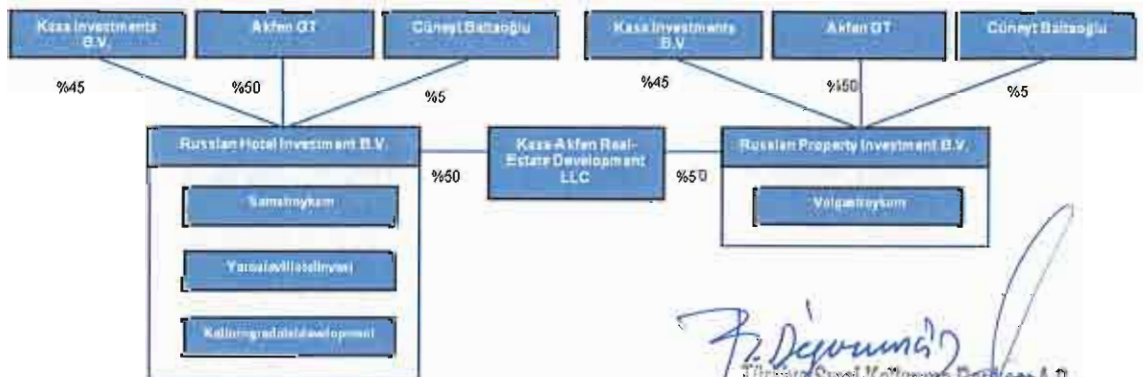
RHI, 21 Eylül 2007'de Akfen GT ve Eastern European Property Investment Ltd (EEPI) ortaklığıyla Rusya'daki otel projelerini gerçekleştirmek amacıyla kurulmuştur. İki ortak da %50 eşit nominal hisse payına sahiptir. Rusya'da halen yürürlükte olan mevzuat itibariyle her otel projesi için ayrı bir şirket kurulumu zorunluluğu nedeniyle, otel projeleri için kurulu firmalar RHI çatısı altında birleşmektedir. RHI bünyesindeki otel projesi amacıyla kurulmuş firmalar tablo 3.3'de belirtilmiştir.

RPI, 8 Ocak 2008'de Akfen Gayrimenkul Geliştirme ve Tic. A.Ş. ve Eastern European Property Investment Ltd. (EEPI) ortak girişimi ile Rusya'daki ofis projelerini gerçekleştirmek amacıyla kurulmuş olup, proje bazlı kurulan firmaları tek çatı altında toplamaktadır. Akfen Gayrimenkul Geliştirme ve Tic. A.Ş.'nin payı 5 Haziran 2009 tarihinde Akfen GT tarafından devir alınmıştır. Halen aktif olan Samara ofis projesi dışında RPI bünyesinde kurulu bulunan firmalar gayri faaldir.

RHI ve RPI ayrıca Rusya'da ortak girişim ile Kasa-Akfen Real-Estate Development LLC unvanıyla bir firma kurmuşlardır. Moskova bazlı kurulan şirketin ana faaliyet konusu Rusya yatırım projelerinin yönetimi konusunda merkez ofisi olarak hizmet vermektir.

Eastern European Property Investment Ltd. (EEPI) RPI ve RHI'daki hisselerini sırasıyla 21 Aralık 2010 ve 28 Aralık 2010 tarihleri itibariyle %45'ini Kasa Investments B.V. ve %5'ini Cüneyt Baltaoğlu'na devretmiştir.

Tablo 3.3 Mevcut İştiraklerin Yapısı



3.1.4. Faaliyetler

Merkezi Ankara'da bulunan Akfen GT'nin faaliyetleri KKTC ve Rusya bazlı olarak iki ana bölgede konumlanmıştır.

Rusya bazlı projeler Akfen GT'nin iştirakleri olan RHI ve RPI tarafından gerçekleştirilmektedir. KKTC faaliyetleri ise Akfen GT'nin KKTC Deniz Aşırı Şirketler Sicilinde kayıtlı olan kendisi tarafından yürütülmektedir.

KKTC

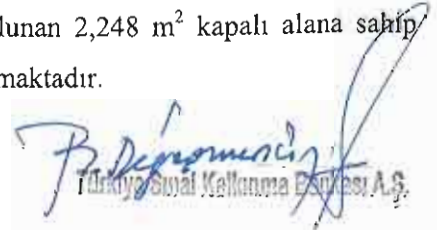
Firmanın %100 sahibi olduğu Aralık 2006 itibariyle yapımı tamamlanan KKTC'nin Girne şehrinde kurulu Mercure Hotel'den elde edilen otel ve casino işletme kira gelirleri, Akfen GT'nin gelirlerinin KKTC tarafını oluşturmaktadır.

KKTC'de 01.08.2003 tarihinden itibaren 49 yıllığına KKTC Maliye Bakanlığı Devlet Emlak ve Malzeme Dairesi tarafından tahsis edilen arazi üzerine inşa edilen 5 yıldızlı otel ve casino, Mercure Hotel ismi altında işletilmekte olup, 31.315 m² toplam alan üzerinde 299 oda, 648 yatak kapasitesine sahiptir.

Mercure Hotel'in sahibi olan Akfen GT, hem oteli hem de casinoyu 2008 yılı başından bu yana kiraya vermektedir.

Otelin işletmeciliğini, Serenas Turizm Kongre Organizasyon Otelcilik A.Ş. yürütmektedir. 03.12.2007 tarihinde imzalanan sözleşmeye göre, otelin kiralama süresi 5 yıl olup, bu süre sonunda tarafların mutabık kalması durumunda kiralamanın 5 yıl daha sürdürülmesi taahhüt edilmiştir. 2010 yılında yıllık kira 1,2 milyon Euro olarak tahsil edilmiş olup, sözleşmeye göre 2011 yılında 1,5 milyon Euro, 2012 yılında ise 2 milyon Euro olacağı öngörülmektedir. Takip eden yıllarda ise kira geliri yıllık Euribor oranında artış elde edileceği beklenilmektedir.

Otel kira gelirlerinin yanı sıra, Akfen GT'nin KKTC otelinden elde ettiği gelirlerin diğer bölümünü, Mercure Hotel bünyesinde bulunan 2,248 m² kapalı alana sahip casino üzerinden elde edilen kira gelirleri oluşturmaktadır.



Bedrettin Özdemir
Türkiye Suval Kalkınma Şirketi A.Ş.

Mercure Hotel'in casinosu Voyager Kıbrıs Limited (Net Holding A.Ş.) tarafından işletilmektedir. 16.03.2007 tarihinde başlayan kiralama anlaşmasına göre kiralama dönemi 5 yıl olup, tarafların mutabık kalması halinde 5 yıllık uzatma opsiyonu mevcuttur. Taraflarca yapılan kira sözleşmesine göre yıllık kira geliri 3 milyon Euro olup, Euribor oranında yıllık artış oranına bağlanmıştır.

Otelin sahip olduğu isim olan "Mercure", dünyanın önemli otel işletmecilerinden olan Fransız Accor Grubu'nun 5 yıldızlı oteller için kullandığı markası olup, Akfen GT'ye marka işletme hakkı olarak kiralanmıştır. Mevcut durumda otel, Serenas tarafından işletildiğinden, yıllık isim hakkı bedeli Serenas tarafından karşılanmaktadır.

Rusya

Akfen GT faaliyetlerinin diğer bölümünü Rusya otel ve ofis yatırımları oluşturmaktadır. Firma daha önce belirtildiği gibi, yapımına başlanan Rusya otel ve ofis projeleri kapsamındaki operasyonlarını sırasıyla iştirakleri olan RHI ve RPI vasıtasıyla gerçekleştirmektedir.

Yapımına başlanan otel projeleri ve ofis projesi hakkında bilgiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 3.4 Rusya Proje Bilgileri

Yapımına Başlanan ve Planlanan Projeler	Oda Sayısı	Başlangıç Tarihi	Faaliyete Geçiş Tarihi	Arazi Büyüklüğü (m ²)	İnşaat Alanı (m ²)
Samara IBIS	204	07/2009	10/2011	2.467	9.904
Yaroslavl IBIS	177	04/2010	10/2011	4.432	7.916
Kaliningrad IBIS	167	01/2011	07/2012	5.099	6.209
Samara Ofis	-	07/2009	07/2011	1.048	6.510
Moscow Leningradsky IBIS	475	01/2011	01/2014	3.000	20.030

(Kaynak: Akfen GT)

Samara otel ve ofis projeleri haricindeki otel projelerinin konumlandığı arsalar, inşaat süresini kapsayacak olan 3 seneyi takiben 49 yıllığına kiralanacaktır. İnşaatların tamamlanmasını takiben Firmanın Kaliningrad ve Yaroslavl şehirlerinde bulunan arsaları satın alma hakkı bulunmaktadır.

3. 2 Finansal Analiz

Akfen GT'nin 2008-2010 yıllarına ilişkin konsolide özet finansal tabloları aşağıda yer almaktadır. Akfen GT Merkez ile Akfen GT KKTC finansalları uluslararası finansal raporlama standartlarına uygun şekilde Firma tarafından konsolide edilmiştir. Ancak RHI ve RPI yatırımları Finansal Yatırımlar başlığı altında maliyetten gösterilmiştir.

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARETİ VE İNŞAAT A.Ş. BİLANÇOSU

€	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
Dönen Varlıklar	2.027.059	60.758	1.861.472
Nakit ve nakit benzerleri	1.015.070	3.293	39.831
Ticari alacaklar	610.451	38.206	771.556
Diğer alacaklar	357.110	-	1.002.800
Diğer dönen varlıklar	44.428	19.259	47.286
Duran Varlıklar	76.159.980	73.730.257	92.756.884
Diğer alacaklar	13.837	12.302	13.587
Finansal Yatırımlar			11.349.060
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	277.365	3.790.333	-
Yat. amaçlı gayrim. ve yap. olan yat. amaçlı gayrim.	74.150.572	68.171.933	79.545.034
Maddi duran varlıklar	46.930	32.721	8.207
Diğer duran varlıklar	1.671.276	1.722.968	1.840.996
Aktif Toplamı	78.187.040	73.791.015	94.618.356
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.585.493	13.602.857	6.717.283
Finansal borçlar	7.598.660	6.630.426	5.262.237
Ticari borçlar	198.053	9.075	57.008
Diğer borçlar	764.710	6.930.439	1.369.271
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	24.071	32.917	28.767
Uzun Vadeli Yükümlülükler	26.410.325	21.493.293	18.889.029
Finansal borçlar	24.163.971	21.180.273	17.502.792
Ertelenen vergi yükümlülüğü	2.246.354	313.020	1.386.237
Özkaynaklar	43.191.221	38.694.865	69.012.044
Ödenmiş sermaye	6.562.910	6.533.812	23.668.921
Sermaye düzeltme farkları	148.764	148.105	277.994
Yabancı para çevrim farkları	(1.417.898)	135.234	-
Geçmiş yıllar karları / (zararları)	25.980.365	36.422.414	34.733.665
Net dönem karı	11.917.080	(4.544.700)	10.331.464
Pasif Toplamı	78.187.040	73.791.015	94.618.356

(Kaynak: Akfen GT)



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

Firma'nın bilançosu, aşağıdaki tabloda yer alan TCMB dönem sonu döviz alış kurları esas alınarak EURO'ya çevrilmiştir:

Tablo 3.5 TCMB dönem sonu döviz alış kurları

	2008	2009	2010
EURO/TL (Dönem Sonu Kur)	2,1332	2,1427	2,0551

(Kaynak: T.C.M.B.)

Firma'nın gelir tablosu, aşağıdaki tabloda yer alan ortalama TCMB döviz alış kurları esas alınarak EURO'ya çevrilmiştir:

Tablo 3.6 Ortalama TCMB döviz alış kurları

	2008	2009	2010
EURO/TL (Ortalama Kur)	1,8975	2,1506	1,9890

(Kaynak: T.C.M.B.)

Akfen GT'nin 2010 yılı itibariyle aktif toplamı yaklaşık 95 milyon Euro'dur. Aktif toplamının %84'ü yatırım amaçlı gayrimenkuller oluşturmaktadır.

Yatırım amaçlı gayrimenkuller hesabı, her yıl değerlemesi yapılan KKTC'deki Mercure otelinden oluşmaktadır.

2010 yılında 11,4 milyon Euro tutarındaki finansal yatırımlar, Firmanın iştirakleri olan RHI ve RPI'den oluşmaktadır.

Firmanın 2010 yılı itibari ile pasifleri incelendiğinde yaklaşık %18'inin, uzun vadeli finansal borçların (banka kredileri) oluşturduğu görülmektedir.

Firmanın uzun vadeli kredilerinin yaklaşık %67'si Euro cinsinden temin edilen kredilerden oluşmakta olup, bu krediler için faiz oranı Euribor (3 aylık) + %3,7'dur. Firmanın TL cinsinden kredilerinin faiz oranı ise %10'dur. İncelenen dönemler itibariyle Firmanın kısa vadeli kredisi yoktur. Aynı zamanda uzun vadeli kredilerinin yapılan yatırımlardaki artışa paralel olarak artan bir seyir izlediği görülmektedir. Euro cinsinden uzun vadeli kredilerin vadesi 10.09.2015 iken, TL cinsinden uzun vadeli kredilerin vadesi 16.05.2016'dır.

28 Şubat 2011 tarihi itibariyle Firmanın 35 milyon TL olan sermayesi, 50 milyon TL'ye artırılmıştır. Sermayenin tamamı nakden ödenmiştir.



T. Değirmenci
Türkiye Gazetesi Yayıncılık ve Emlak A.Ş.

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARETİ VE İNŞAAT A.Ş. GELİR TABLOSU

€	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
Satış gelirleri	4.541.033	4.381.308	4.268.131
Satışların maliyeti	(220.946)	(26.807)	(12.721)
Brüt Kar	4.320.087	4.354.501	4.255.410
Genel yönetim giderleri	(410.852)	(226.547)	(102.022)
Diğer faaliyet gelirleri	21.362.905	1.118	8.736.283
Diğer faaliyet giderleri	(4.960)	(5.875.173)	(59.858)
Faaliyet Karı	25.267.181	(1.746.101)	12.829.813
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların zararlarındaki paylar	(512.182)	(1.001.487)	-
Finansal gelirler	4.676.327	3.565.066	3.397.941
Finansal giderler	(12.880.839)	(7.277.260)	(4.457.850)
Vergi Öncesi Kar	16.550.486	(6.459.781)	11.769.904
- Ertelenen vergi geliri / (gideri)	(4.629.015)	1.916.310	(1.095.098)
Net Dönem Karı	11.921.471	(4.543.471)	10.674.807

İncelenen yıllar itibariyle Firmanın gelirleri temel olarak otel ve casino kira gelirlerinden oluşmaktadır.

Bir diğer önemli kalem olan diğer faaliyet gelirleri, bilançoda izlenen yatırım amaçlı gayrimenkullerin yeniden değerlemesinden kaynaklanmaktadır. KKTC Mercure Otel'in değer artışı dolayısıyla 2008 yılında yaklaşık 21 milyon € tutarında gelir kaydı yapılmıştır. 2009 yılında ise diğer faaliyet giderlerindeki artış özkaynak yöntemiyle konsolide edilen iştiraklerin zararlarındaki paydan ve kur farkı giderlerinden oluşmaktadır.


Türkiye Genel Kurul Başkanı A.Ş.

4. Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme



F. Demirören
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

4. 1 Değerleme Yöntemi

Bir şirketin değerlendirilmesinde kullanılabilir çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Bunlar, şirketin salt gelecekteki faaliyet performansını (nakit yaratımı, temettü verimi vb.) dikkate alan yöntemler olabildiği gibi, şirketin mevcut varlıklarının (yeniden inşa etme veya elden çıkarma gibi) çeşitli yaklaşımlara göre değerlerinin tespit edilmesine dayanan metotları veya şirketin mevcut ve gelecekteki büyüklüğünün ve performansının, piyasalarda işlem gören benzer şirketlerle karşılaştırılmasını ve seçilmiş piyasa göstergelerini esas alan fiyat çarpanlarıyla değerlendirilmesini öngören uygulamaları da içerebilmektedir.

Akfen GT'nin değer tespitine yönelik bu çalışmada kullanılan yöntem, **İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA")** yöntemidir. Bu yönteme göre, ilk olarak Firmanın gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı + amortisman) ile, vergi ödemelerinden ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Yıllar itibarıyla elde edileceği öngörülen nakit yaratımları, belirli bir oran üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmaktadır. İndirgeme oranı olarak kullanılan oranlar, özkaynak ve borçlanma maliyetlerinin ağırlıklandırılmış ortalamasını ifade eden ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir (Weighted Average Cost of Capital). Bunun sonucunda hesaplanan değer, finansal borçlar hariç değeri ifade eden firma değeri ve aktif değeri olarak da ifade edilen **Girişim Değeri'dir (Enterprise Value)**. Girişim Değerinden mevcut ise net finansal borçlar (finansal borçlar – hazır değerler) ve gerekli ise kıdem ve ihbar tazminatlarının çıkartılması, varsa iştiraklerin ya da operasyonel olmayan diğer varlıkların eklenmesi suretiyle hedeflenen **Özsermaye Değeri'ne (Equity Value)** ulaşılmaktadır.



Türkiye İstatistik Kurumu A.Ş.

4.2 Varsayımlar

4.2.1. KKTC Varsayımları

Gelirler

Akfen GT'nin sahip olduğu KKTC'deki Mercure Hotel'in değeri hesaplanırken, casino ve otelin kiralanması yoluyla işletilmesi yaklaşımının sürdürüleceği varsayılmıştır.

Otel ve casino kira gelirleri mevcut sözleşme koşulları kapsamında ele alınmış, her iki kira gelirinin de ilerleyen senelerde %3 oranında artması öngörülmüştür.

Giderler

Kira gelirlerine dayalı faaliyet yapısı nedeniyle, gider hesaplarında personel ve ofis harcamalarını içeren genel yönetim giderleri dikkate alınmıştır. Net gelirlerin %3'ü oranında genel yönetim gideri öngörülmüştür.

Yatırım Varsayımları

Kira sözleşmeleri, otel içerisinde yapılması gereken temel yenileme yatırımlarının kiracılar tarafından yapılacağını hükmetmektedir. Söz konusu yatırımların kiracılar tarafından yapılacağı varsayımıyla, yıllık satışların %0,85'i kadar yaklaşık 45.000 - 50.000 Euro tutarında cüzi bir yenileme yatırımı öngörülmüştür.

Vergi Varsayımları

Mercure Hotel'in inşa edildiği arsanın 49 yıllık kira süresi göz önüne alınarak, projeksiyonlar 2052 yılı sonuna kadar uzatılmış ve de bu süre zarfında Firmanın KKTC otelinden elde ettiği gelirler dolayısıyla karşılaşacağı vergi etkisi değerlendirilmiştir. Buna göre, Firmanın 2010 yılı itibariyle kurumlar vergisi matrahından düşebileceği 68 milyon TL tutarında yatırım indirimi bulunmaktadır. Bunun yanı sıra Vergi Usul Kanununa göre geçmiş yıllardan yaklaşık 1,7 milyon TL tutarında birikmiş zararı olup, Firmanın ilerleyen yıllarda gerçekleşmesi planlanan gelirleri dikkate alındığında 2018 yılı itibariyle KKTC'de geçerli olan vergi oranı olan %23,5 oranında kurumlar vergisi ödemeye başlayacağı hesaplanmıştır.


Türkiye Emel Kallıncı A.Ş.

Amortisman

Firmanın sabit kıymetlerinin amortisman süreleri, bina için 25 yıl, tesis makine için 10 yıl, taşıtlar için 5-7 yıl, özel maliyetler içinse ortalama 30 yıl olarak öngörülmüştür.

İndirgeme Oranı

Otel gelirlerinin yıllar itibariyle yaratacağı öngörülen serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanmasında değişken ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) hesaplanmıştır. Söz konusu oranın hesaplanmasına ilişkin detay Ek:1'de verilmiştir.

4.2.2 Rusya Varsayımları

Gelirler

Accor tarafından işletilecek olan Rusya otel projeleri kapsamında, Akfen GT'nin iş planları dikkate alınarak, her bir otelden elde edilmesi hedeflenen gelirler, yıllar itibariyle otelin doluluk oranı, oda sayısı ve günlük ortalama oda fiyatı ile 365 gün çalışacağı gibi varsayımlara dayanarak öngörülmüştür.

Geçekleşmesi beklenen doluluk oranlarını gösteren aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi, otel açılışını takiben ilk üç sene zarfında doluluk oranlarında belirgin bir artış meydana gelmekte, ilerleyen senelerde hedeflenen doluluk oranına ulaşıldığında bu oranın sabitleneceği varsayılmaktadır.

Tablo 4.1 Doluluk Oranları

Doluluk Oranı	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Samara IBIS	55%	62%	66%	68%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Yaroslavl IBIS	58%	65%	68%	70%	74%	74%	74%	74%	74%	74%
Kaliningrad IBIS	0%	55%	62%	68%	71%	73%	73%	73%	73%	73%
Moscow Leningradsky IBIS	0%	0%	0%	55%	70%	75%	80%	80%	80%	80%



 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

Ortalama oda başına gecelik fiyatlar ve bu fiyatlarda yıllar itibariyle gerçekleşmesi beklenen artışlar aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Tablo 4.2 Ortalama Günlük Fiyat

Ortalama Günlük Fiyat €	Oda sayısı	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Samara IBIS	204	73	88	100	102	105	113	120	127	138	147
Yaroslavl IBIS	177	75	86	92	96	99	104	111	118	122	124
Kaliningrad IBIS	167	-	76	85	91	97	101	109	114	122	129
Moscow Leningradsky IBIS	475	-	-	-	115	122	128	134	140	145	150

Oda gelirlerine ek olarak, otel ekstraları da gelir projeksiyonlarına dahil edilmiş olup, toplam oda gelirlerinin %17 - %22'i oranında oluşacağı öngörülmüştür.

Akfen GT'nin iştiraki olan RPI tarafından yürütülen Samara ofis projesi gelirlerinin ise 5.000 m² net kiralanabilir alan üzerinden %60 doluluk oranı yıllar itibariyle artarak %90 seviyelerine ulaşacağı varsayılarak, başlangıç kirası olan m² başına €240 kira bedelinin yıllar itibariyle %4 oranında artırılması sonucu gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Karlılık Varsayımları

Firmanın iş planına göre, planlanan yatırımların işletmeye alınmasından itibaren yükselen doluluk oranlarına bağlı olarak, kar marjlarında da artış yaşanacağı, ilk 4 yılın ardından ise kar marjlarının sabitleneceği varsayılmıştır.

4.3 Ortalama Brüt Kar Marjı

Brüt Faaliyet Marjı %	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Samara IBIS	45%	48%	51%	54%	57%	57%	57%	57%	57%	57%
Yaroslavl IBIS	45%	51%	55%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%
Kaliningrad IBIS	0%	45%	51%	55%	58%	59%	59%	59%	59%	59%
Moscow Leningradsky IBIS	0%	0%	0%	50%	55%	58%	60%	60%	60%	60%

Yıllar itibariyle gerçekleşmesi beklenen gelirler üzerinden %4 oranında demirbaş ve teçhizatlar için, yıllar itibariyle kullanılmak üzere, rezerv biriktirilmektedir. Bunun yanı sıra Accor'a otelin elde ettiği gelirler üzerinden %4 pay ödenmektedir. Sözleşme gereği, Akfen GT'ye bu meblağlar düşüldükten sonra kalan düzeltilmiş brüt faaliyet karı üzerinden %75 oranında pay almaktadır.

Gider Varsayımları

Proje bazında giderler, bakım onarım giderleri, sigorta giderleri, gayrimenkul vergisi ve de arazi kiralardan oluşmaktadır. Yıllar itibariyle bakım onarım giderlerinin inşaat yatırımının %0,5'i, sigorta giderlerinin ise arazi, inşaat ve danışmanlık hizmetlerini kapsayan toplam yatırım rakamının %0,6'sı kadar olacağı öngörülmüştür. Gayrimenkul vergisi Kaliningrad'ta %1,1 olup, diğer tüm şehirlerde %2,2 olarak kabul edilmiştir. Samara'da bulunan Samara Office ve Samara IBIS projelerinde ise arsa vergisi yasal arsa fiyatının %1,5'u olarak hesaplanmıştır.

Şehir bazındaki otel projelerinin genel yönetim giderleri haricinde, Akfen GT tarafından Rusya'da planlanan tüm otel projelerine dair öngörülen genel yönetim gideri otel yatırımlarının içine eklenmiştir.

Amortisman Varsayımları

Demirbaş ve teçhizatlar için sabit kıymet itfa süresi 5 yıl olup, diğer sabit kıymet yatırımları için öngörülen ortalama süre 30 yıldır.

Diğer Varsayımlar

Projelerin yıllar itibariyle yaratacağı öngörülen serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanmasında değişken ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) hesaplanmıştır. Söz konusu oranın hesaplanmasına ilişkin detay Ek:1'de verilmiştir.

Söz konusu değerlendirme çalışması kapsamında Rusya bazlı tüm otel projelerine ait nakit akımları için nihai değere ulaşırken %3 büyüme oranı öngörülmüştür. Arsanın kiralama yoluna gidildiği, Yaroslavl, Kaliningrad projelerinde ise arsa satın alma opsiyonu kullanılarak değerlendirilmiştir.

Moskova Ibis Otel arsasının uzun süreli kira ve mülkiyet opsiyonu edinilmesine ilişkin hisse alım sözleşmesi imzalanmıştır. Firmanın Moskova otel projesi şirketine yurtdışında kuracağı yeni bir iştirak ile %100 iştirak etmesi öngörülmüştür.


R. Değirmenci
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

4. 3 Projeksiyonlar

4.3.1 KKTC Projeksiyonları

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kıbrıs - Euro										
Kira Gelirleri	1.250.000	2.000.000	2.060.000	2.121.800	2.185.454	2.251.018	2.318.548	2.388.105	2.459.748	2.533.540
Casino Gelirleri	2.674.867	3.306.135	3.405.319	3.507.479	3.612.703	3.721.084	3.832.717	3.947.698	4.066.129	4.188.113
Genel Yönetim Giderleri	(64.375)	(79.568)	(81.955)	(84.413)	(86.946)	(89.554)	(92.241)	(95.008)	(97.858)	(100.794)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	3.860.492	5.226.568	5.383.365	5.544.866	5.711.212	5.882.548	6.059.024	6.240.795	6.428.019	6.620.860
Vergi	-	-	-	-	-	-	-	1.116.652	(79.247)	(1.320.463)
Yatırımlar	(44.501)	(60.162)	(61.967)	(63.826)	(65.741)	(67.713)	(69.745)	(71.837)	(73.992)	(76.212)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	3.815.990	5.166.405	5.321.397	5.481.039	5.645.471	5.814.835	5.989.280	6.163.006	6.346.829	6.536.533
İndirgeme Oranı (WACC)	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%
Kıbrıs - Euro										
Kira Gelirleri	2.609.546	2.687.833	2.768.468	2.851.522	2.937.067	3.025.179	3.115.935	3.209.413	3.305.695	3.404.866
Casino Gelirleri	4.313.757	4.443.169	4.576.464	4.713.758	4.855.171	5.000.826	5.150.851	5.305.376	5.464.538	5.628.474
Genel Yönetim Giderleri	(103.818)	(106.932)	(110.140)	(113.444)	(116.848)	(120.353)	(123.964)	(127.682)	(131.513)	(135.458)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	6.819.485	7.024.070	7.234.792	7.451.836	7.675.391	7.905.653	8.142.822	8.387.107	8.638.720	8.897.882
Vergi	(1.287.893)	(1.335.970)	(1.385.490)	(1.436.495)	(1.489.031)	(1.543.142)	(1.598.877)	(1.656.284)	(1.715.413)	(1.776.316)
Yatırımlar	(78.498)	(80.853)	(83.279)	(85.777)	(88.351)	(91.001)	(93.731)	(96.543)	(99.439)	(102.423)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	8.028.880	8.279.187	8.537.003	8.802.554	9.076.071	9.357.794	9.647.968	9.946.848	10.254.694	10.571.775
İndirgeme Oranı (WACC)	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Kıbrıs - Euro										
Kira Gelirleri	3.612.222	3.720.589	3.832.207	3.947.173	4.065.588	4.187.556	4.313.183	4.442.578	4.575.855	4.713.131
Casino Gelirleri	5.971.248	6.150.385	6.334.897	6.524.944	6.720.692	6.922.313	7.129.982	7.343.882	7.564.198	7.791.124
Genel Yönetim Giderleri	(143.708)	(148.019)	(152.460)	(157.033)	(161.744)	(166.597)	(171.595)	(176.742)	(182.045)	(187.506)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	9.439.763	9.722.956	10.014.644	10.315.084	10.624.536	10.943.272	11.271.570	11.609.717	11.958.009	12.316.749
Vergi	(2.183.215)	(2.249.764)	(2.324.388)	(2.394.991)	(2.467.713)	(2.542.616)	(2.619.766)	(2.699.230)	(2.781.079)	(2.865.383)
Yatırımlar	(108.660)	(111.920)	(115.277)	(118.736)	(122.298)	(125.967)	(129.746)	(133.638)	(137.647)	(141.777)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	11.514.317	11.860.800	12.223.755	12.591.339	12.969.951	13.359.921	13.761.590	14.175.310	14.601.440	15.040.355
İndirgeme Oranı (WACC)	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Kıbrıs - Euro										
Kira Gelirleri	5.000.161	5.150.166	5.304.670	5.463.811	5.627.725	5.796.557	5.970.453	6.149.567	6.334.054	6.524.076
Casino Gelirleri	8.265.604	8.513.572	8.768.979	9.032.048	9.303.010	9.582.100	9.869.563	10.165.650	10.470.619	10.784.738
Genel Yönetim Giderleri	(198.925)	(204.893)	(211.040)	(217.371)	(223.892)	(230.609)	(237.527)	(244.653)	(251.992)	(259.552)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	13.066.839	13.458.844	13.862.610	14.278.488	14.706.848	15.148.048	15.602.489	16.070.564	16.552.681	17.049.261
Vergi	(3.041.654)	(3.133.775)	(3.228.660)	(3.326.392)	(3.427.055)	(3.530.738)	(3.637.532)	(3.747.529)	(3.860.827)	(3.977.523)
Yatırımlar	(150.411)	(154.923)	(159.571)	(164.358)	(169.289)	(174.368)	(179.599)	(184.986)	(190.536)	(196.252)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	15.958.082	16.437.696	16.931.699	17.440.521	17.964.609	18.504.418	19.060.423	19.633.107	20.222.972	20.830.532
İndirgeme Oranı (WACC)	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%



4.3.2 Yatırım Projeksiyonları

Firma Moskova projesi haricinde otel ve ofis projelerinin yatırımlarına başlamış bulunmaktadır. Samara otel ve Samara ofis haricindeki tüm Rusya bazlı projelerde arsa satın alımı yerine inşaatın gerçekleşeceği 3 yıl sonrasında 49 yıllığına kiralama yoluna gidilmektedir. İnşaatların tamamlanmasını takiben Firmanın Kaliningrad ve Yaroslavl şehirlerinde bulunan arsaları satın alma hakkını kullandığı öngörülmüştür.

Gerçekleşmesi öngörülen Akfen GT'nin hissesi oranında KDV hariç yatırım harcamaları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 4.4 Yatırım Projeksiyonları

Yatırım Harcamaları €	28.02.2011	01.03.2011	2012	2013	Toplam
	'e kadar	/ 31.12.2011			
Moscow Leningradsky IBIS	-	9.739.759	17.454.766	16.442.390	43.636.915
Kaliningrad IBIS	1.178.158	3.956.390	2.079.495	-	7.214.043
Yaroslavl IBIS	6.343.836	661.281	-	-	7.005.117
Samara IBIS	8.218.322	1.525.145	-	-	9.743.467
Samara Office	3.323.427	277.602	-	-	3.601.029
Toplam	20.326.621	14.897.298	19.534.261	16.442.390	71.200.570



F. Demirhan
Türkiye İsmail Kalkınma Bankası A.Ş.

4.3.3 Rusya Projeksiyonları

Net Satışlar - Euro	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	
Samara IBIS	532.465	2.629.871	3.058.597	3.105.197	3.299.896	3.538.228	3.776.761	3.975.538	4.333.336	4.611.824	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yaroslavl IBIS	518.238	2.412.145	2.456.919	2.636.711	2.878.952	3.026.570	3.248.026	3.447.337	3.543.301	3.617.120	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kaliningrad IBIS	-	925.589	2.144.457	2.305.929	2.552.702	2.748.281	2.954.403	3.091.817	3.297.938	3.504.059	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Moscow Leningradsky IBIS	-	-	-	12.983.707	17.516.201	19.705.726	22.070.413	23.953.230	23.871.339	24.587.500	25.274.387	26.032.619	26.813.597	27.618.005	28.446.545	29.299.942	30.178.940	31.084.308	32.016.837	32.977.342	33.966.663	34.985.663	-
Samara Ofise	218.799	588.120	648.960	713.726	742.275	771.966	802.845	834.959	868.357	903.091	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ToplamNet Satışlar	1.269.502	6.555.725	8.308.933	21.745.271	26.989.807	29.790.772	32.852.448	34.302.880	35.914.291	37.233.394	25.274.387	26.032.619	26.813.597	27.618.005	28.446.545	29.299.942	30.178.940	31.084.308	32.016.837	32.977.342	33.966.663	34.985.663	-
Satışların Maliyeti - Euro	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	
Samara IBIS	292.856	1.367.533	1.498.712	1.428.391	1.432.068	1.535.591	1.639.114	1.725.383	1.880.668	2.001.445	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yaroslavl IBIS	285.031	1.181.951	1.105.614	1.081.051	1.180.362	1.240.894	1.331.691	1.413.408	1.452.754	1.483.019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kaliningrad IBIS	-	509.074	1.050.784	1.037.668	1.072.135	1.126.795	1.211.305	1.267.645	1.352.154	1.436.664	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Moscow Leningradsky IBIS	-	-	-	6.491.854	7.882.290	8.276.405	8.828.165	9.181.292	9.548.544	9.835.000	10.109.755	10.413.047	10.725.439	11.047.202	11.378.618	11.719.977	12.071.576	12.433.723	12.806.735	13.190.937	13.586.665	13.994.265	-
ToplamSatışların Maliyeti	577.887	3.058.558	3.655.110	10.038.964	11.566.856	12.179.685	13.010.275	13.587.728	14.234.119	14.756.128	10.109.755	10.413.047	10.725.439	11.047.202	11.378.618	11.719.977	12.071.576	12.433.723	12.806.735	13.190.937	13.586.665	13.994.265	-
Brüt Kar	691.615	3.497.167	4.653.823	11.706.307	15.422.951	17.611.087	19.842.173	20.715.152	21.680.172	22.467.266	15.164.632	15.619.571	16.088.158	16.570.803	17.067.927	17.579.965	18.107.364	18.650.585	19.210.102	19.786.405	20.379.998	20.991.398	-
Accor Payı, Sonrası Brüt Kar	550.369	2.453.849	3.237.109	7.742.574	10.226.550	11.711.230	13.212.968	13.793.312	14.430.746	14.956.102	9.357.011	10.152.721	10.457.721	10.771.022	11.094.153	11.426.977	11.769.787	12.122.880	12.486.567	12.861.164	13.246.998	13.644.408	-
Orta & Osis ile İlgili Günterler	(121.162)	(434.799)	(472.001)	(1.580.954)	(1.710.166)	(1.976.423)	(1.910.236)	(1.894.245)	(1.876.751)	(1.835.652)	(917.188)	(920.308)	(923.522)	(926.832)	(930.241)	(933.753)	(937.370)	(941.095)	(944.933)	(948.885)	(952.956)	(957.149)	-
FVAÖK - Euro	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	
Samara IBIS	124.125	705.944	905.933	993.382	1.089.974	1.035.417	1.131.963	1.210.504	1.346.971	1.454.421	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yaroslavl IBIS	149.278	719.212	811.581	958.385	1.023.015	965.649	1.055.772	1.139.522	1.181.030	1.216.850	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kaliningrad IBIS	-	187.268	595.238	718.404	834.117	929.056	1.008.874	1.037.427	1.094.243	1.175.158	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Moscow Leningradsky IBIS	-	-	-	2.990.456	5.046.411	6.317.446	7.591.029	7.969.737	8.362.133	8.675.668	8.939.823	9.232.413	9.533.781	9.844.190	10.163.911	10.493.224	10.832.417	11.181.785	11.541.634	11.912.278	12.294.042	12.687.259	-
Samara Ofise	155.804	406.625	452.355	500.993	522.868	489.229	515.094	541.878	569.618	598.353	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ToplamFVAÖK	429.207	2.019.050	2.765.107	6.161.619	8.516.385	9.734.807	11.302.732	11.899.067	12.553.995	13.120.450	8.939.823	9.232.413	9.533.781	9.844.190	10.163.911	10.493.224	10.832.417	11.181.785	11.541.634	11.912.278	12.294.042	12.687.259	-
Vergi	(43.390)	(133.971)	(282.485)	(394.180)	(808.578)	(1.326.387)	(1.692.033)	(1.963.302)	(2.094.287)	(2.207.578)	(1.522.385)	(1.580.903)	(1.641.177)	(1.703.259)	(1.767.203)	(1.833.065)	(1.900.904)	(1.970.778)	(2.042.747)	(2.116.876)	(2.193.229)	(2.271.872)	-
Yatırımharcamaları	(13.884.922)	(19.534.261)	(17.454.766)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KDV girişi	(2.568.063)	(2.512.008)	(2.076.694)	1.358.948	1.806.064	2.073.306	2.364.257	2.232.765	199.071	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nakit Aktım	(16.067.168)	(20.161.191)	(17.048.837)	7.126.387	9.513.871	10.481.736	11.974.954	12.168.530	10.658.779	10.912.872	7.417.438	7.651.510	7.892.604	8.140.931	8.396.708	8.660.159	8.931.513	9.211.007	9.498.886	9.795.402	10.100.813	10.415.387	-
İndirgenç Öran (WACC)	8.1%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%

F. Karimov
 Turkiye Sınai Kalkınma Ajansı A.Ş.

4.4 İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme

Akfen GT'nin değerinin hesaplanmasında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem, Firmanın gelecekte sağlayacağı serbest nakit akımlarının, Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak bugünkü değerinin bulunması esasına dayanmaktadır. Bu yöntemle göre nakit akımlarının bugünkü değeri Firmanın "Girişim Değeri"ni vermekte, daha sonra net finansal borçlar düşülerek özsermaye değerine ulaşılmaktadır.

Yapılan analizler sonucunda, Akfen GT'nin İNA yöntemine göre hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

Tablo 4.5: 28.02.2011 İtibariyle Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu

Euro (000)		Değer	Finansal Borçlar (-)	Hazır Değerler (+)	Özsermaye Değeri
Akfen GT Merkez	KKTC & Merkez Değeri	77.148	22.811	5	54.342
	Bafra'da Arsa	2.744	-	-	2.744
RHI(50%)	Samara IBIS	17.746	11.133	10	28.884
	Yaroslav IBIS	14.560			
	Kaliningrad IBIS	7.701			
RPI (50%)	Samara Office	7.492	3.400	1	4.093
Moskova Projesi	Moscow Leningradsky IBIS	44.555	-	-	44.555
Akfen GT Şirket Değeri		171.945	Akfen GT Özsermaye Değeri		134.618

Firmanın nakit akımlarının yıllar itibariyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenmesi sonucunda 28 Şubat 2011 itibari ile firma değeri **171,945 milyon Euro (380,549 milyon TL)** olarak hesaplanmaktadır.

Firmanın 28.02.2011 itibariyle hesaplanan firma değerinden net finansal borç tutarının çıkarılması hazır değerlerin eklenmesi neticesinde özsermaye değeri **134,618 milyon Euro (297,936 milyon TL¹)** olarak hesaplanmaktadır.

F. Değirmenci
Yatırımlar Genel Müdürlüğü Akfen Enerji A.Ş.

¹ 28 Şubat 2011 tarihli T.C.M.B.'nin EURO/TL satış kuru (2.2132) esas alınmıştır.

4.5 Değerleme Sonucu Hakkında Görüş

Akfen GT, KKTC’de sahip olduğu Mercure Otel ve Rusya’daki otel ve ofis projeleri kapsamında gayrimenkul projeleri gerçekleştirmektedir.

KKTC’deki Mercure Otel, 2007 yılı başından bu yana otel ve casinosu ile hizmet vermektedir. Mercure Otel’in otel ve casino bölümleri, 2008 yılından bu yana kiralanmaktadır. Firma Rusya’da ise iştirakleri vasıtasıyla otel ve ofis proje yatırımları gerçekleştirmektedir.

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında KKTC Mercure Otel’in, mevcut durumda olduğu gibi kiralanmaya devam edeceği varsayılmıştır.

Rusya’daki projeler ise Firmanın iş planı dikkate alınarak, yatırım tutarı, doluluk ve fiyat varsayımlarına bağlı kalınarak değerlendirilmiştir.

Yapılan çalışma kapsamında Firmanın Özsermaye değerinin **134,618 milyon Euro (297,936 milyon TL¹)** olacağı öngörülmüştür.

Tarafımızca yapılan değerlendirme neticesinde, Firmanın mevcut ve potansiyel iş planları dikkate alındığında, en uygun değerlendirme yöntemi olan İNA yöntemi baz alınarak hesaplanan değer adil piyasa değerini yansıttığı düşünülmektedir.



R. Demirerli
Türkiye Sınai Mülkiyet Kurumu A.Ş.

¹ 28 Şubat 2011 tarihli T.C.M.B.’nin EURO/TL satış kuru (2.2132) esas alınmıştır.

4. Ekler


Türkiye İstatistik Kurumu A.Ş.

İNDİRGEME ORANI HESABI

İndirgenmiş nakit akımı yönteminde kullanılan indirgeme katsayısının hesaplanmasında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC - Weighted Average Cost of Capital) yöntemi kullanılmıştır. Söz konusu yöntemin matematiksel ifadesi aşağıdaki gibidir;

$$\text{WACC} = (\text{Borç}/(\text{Borç}+\text{Özsermaye}) \times \text{Borç maliyeti} \times (1-t) + (\text{Özsermaye}/(\text{Borç}+\text{Özsermaye}) \times \text{Özsermaye maliyeti}$$

Hem KKTC hem de Rusya için sabit WACC yerine değişken WACC hesaplama yolu izlenmiş ve bu yolla WACC dinamiklerinin yıllar itibariyle uğrayacağı değişiklikler de göz önüne alınmıştır.

KKTC

Firmanın borç-özsermaye dengesinin, Firma için yapılan mali projeksiyon, mevcut kredi ödeme planları ve geleceğe yönelik hesaplanan finansman ihtiyacı dikkate alınarak ilerleyen senelerde %30 borç -%70 özsermaye ile %20 borç - %80 özsermaye seviyesinde seyredeceği öngörülmüştür.

Firmanın borçlanma maliyetinin mevcut piyasa şartları ve Firmanın borç Euro ve TL cinsinden borçluluk yapısı dikkate alınarak % Euribor(6 aylık)+%4,5 düzeyinde olacağı öngörülmüştür. Yıllar itibariyle Euribor'da meydana gelmesi beklenen artışlarla borçlanma maliyetinin ilerleyen senelerde artması ve sabitlenmesi beklenmektedir.

Formülde t ile ifade edilen Kurumlar Vergisi oranı %23,5'dir.

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında klasik Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli olan (CAPM – Capital Asset Pricing Model) kullanılmıştır.

Matematiksel ifadesi $K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ olan CAPM Modeline R_f olarak T.C. Hazinesinin çıkarmış olduğu 10 yıllık vadeli euro cinsi Eurobond getirisi olan %4,70 dahil edilmiştir.

CAPM Modeli'nin piyasa risk primi olarak ifade edilen ($R_m - R_f$) bileşeni için %5 oranı kabul edilmiştir.

Akfen GT'nin levered betası, piyasadaki GYO şirketlerinin betalarının unlevere edilip, ortalamalarının firma borçluluk yapısına uygun şekilde relever edilmesi yoluyla 0,601 olarak hesaplanmış, ilerleyen senelerde değişen borçluluk oranı ile değişeceği öngörülmüştür.

KKTC için ülke risk primi %0,75 olarak kabul edilmiştir.

Rusya

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında KKTC için olduğu gibi klasik Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli olan (CAPM – Capital Asset Pricing Model) kullanılmıştır.

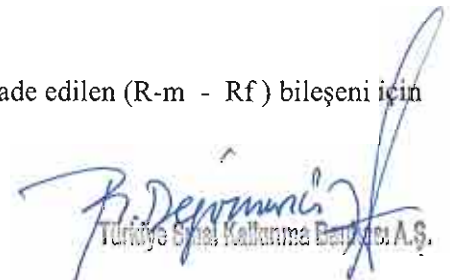
Firmanın borç-özsermaye dengesinin, Firma için yapılan mali projeksiyon, mevcut kredi ödeme planları ve geleceğe yönelik hesaplanan finansman ihtiyacı dikkate alınarak ilerleyen senelerde %50 borç-%50 özsermaye düzeyinde gerçekleşeceği hesaplanmaktadır.

Firmanın borçlanma maliyetinin mevcut piyasa şartları ve Firmanın borç yapısı dikkate alınarak %Euribor (3 aylık) + %6,25 düzeyinde olacağı öngörülmüştür. Yıllar itibariyle Euribor'da meydana gelmesi beklenen artışlarla borçlanma maliyetinin ilerleyen senelerde artması ve sabitlenmesi beklenmektedir.

Formülde t ile ifade edilen Kurumlar Vergisi oranı %20'dir.

Matematiksel ifadesi $K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ olan CAPM Modeline R_f olarak 10 yıl vadeli euro cinsi Rusya ihraçlı Eurobond getirisi olan %4,5 dahil edilmiştir.

CAPM Modeli'nin piyasa risk primi olarak ifade edilen ($R_m - R_f$) bileşeni için %5 oranı kabul edilmiştir.


Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

Rusya için levered beta, Rusya'da gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren PIK Group betasının unlever edilip, şirket borçluluk yapısına uygun şekilde relever edilmesi yoluyla 1 olarak hesaplanmıştır.

Rusya için ülke risk primi %0,75 olarak kabul edilmiştir.


Türkiye Genel Kuruluna Başkan A.Ş.