

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş.

Firma Değerleme Raporu



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

19 Şubat 2013

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 Ticaret 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 planındaki 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 yayımlandığı tarih itibarıyla geçerlidir.

Bu Rapor kapsamında sunulmuş olan analiz, görüş ve sonuçlar, tarafımıza Akfen GYO tarafından sağlanan geçmiş ve tahmini döneme ait bilgi ve belgeler ile yatırım varsayımları doğrultusunda ve kapsamında tarafımızca yapılan şahsi, objektif, profesyonel analiz, görüş ve çıkarımlarımız ile oluşturulmuştur. Bu Rapor’da Akfen GYO tarafından sağlanan bilgi ve belgeler ile belirtilmiş olan varsayımların ve bu kapsamda oluşturulmuş olguların gerçek ve doğru olduğu varsayılmıştır.

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. Dünyada Turizm Sektörü	11
2.1.2. KKTC	12
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	24
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 KKTC Projeksiyonları	36
4.2.3 Rusya Varsayımları	37
4.2.4 Yatırım Projeksiyonları	41
4.2.5 Rusya Projeksiyonları	42
4.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Değerleme	43
5. Ekler	44

1. Giriş ve Kapsam

1.1 Kapsam ve Metodoloji

Akfen Gayrimenkul Ticaret ve İnşaat A.Ş. (“Akfen GT” veya “Firma”) gayrimenkul sektöründe faaliyet göstermek üzere 1999 yılında kurulmuş, 2004 yılında Akfen Grubu firmaları tarafından devralınmıştır. 2007 yılında ise Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Akfen GYO”), Firmaya %99,9 oranında iştirak etmiştir.

Akfen GYO, iştiraki olan Akfen GT’nin 14 Kasım 2012 tarihi itibarıyla firma değerini belirlemek amacıyla Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (“TSKB”)’ye başvuruda bulunmuştur.

Bu çalışma, yukarıda belirtilen talep üzerine ilgili Firmanın değerini tespit amacıyla hazırlanmış olup, detaylı hukuki ve finansal inceleme, muhasebesel denetim veya yönetim sunumları gerçekleştirilmeden, Akfen GT’nin mevcut ve gelecek iş planı doğrultusunda yapılmıştır.

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 olup, değeri yansıtacak metodlardan en yaygın olan İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) yöntemi kullanılmış 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.

Bu çalışma kapsamında Akfen GYO ve Akfen GT’den alınan bilgiler ve iş planı 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 Ticaret ve İnşaat A.Ş.'nin ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı yapmak, geliştirmek, işletmek, işletmektir. Akfen GYO'nun %100¹ 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 5 yıldızlı otel, 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 tüm projelerini ise %95 oranında ortak olduğu Hollanda'da kurulu Russian Hotel Investment B.V. ("RHI"), ve Russian Property Investment B.V. ("RPI") aracılığıyla gerçekleştirmektedir.

İştiraklerden RHI, 21 Eylül 2007'de Akfen GT ve Eastern European Property Investment Ltd ("EEPI") ortaklığıyla Rusya'da otel projelerini gerçekleştirmek amacıyla kurulmuş olup, mevcut durumda %95 oranında Akfen GT ve %5 oranında Cüneyt Baltaoğlu ortaklığındadır.

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 alınmış olup, mevcut durumda RPI'nin %95 oranındaki payı Akfen GT'ye ve %5 oranında Cüneyt Baltaoğlu'na aittir.

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

¹ Sermaye yapısı, 3.1.2 nolu bölümde detaylandırılmaktadır.

Tablo 1.1 Rusya Projeleri

Yapımına Başlanan ve Planlanan Projeler	Oda Sayısı	Başlangıç Tarihi	Faaliyete Geçiş Tarihi	Arazi Büyüklüğü (m ²)	Toplam Alan (m ²)
Samara IBIS	204	07/2009	03/2012	2.466	9.961
Yaroslavl IBIS	177	04/2010	09/2011	4.468	7.916
Kaliningrad IBIS	167	01/2011	07/2013	5.099	6.322
Samara Ofis	-	07/2009	01/2012	1.048	6.510

(Kaynak: Akfen GT)

8 Eylül 2011 tarihi itibarıyla Yaroslavl IBIS oteli açılmış ve faaliyetlerine başlamıştır. Samara IBIS Otel, Mart 2012 itibarıyla faaliyetlerine başlamış olup, Kaliningrad Ibis Otel'in Temmuz 2013'te açılması beklenmektedir. Samara Ofis son bir yıllık periyod için boş durmuştur. 2013 yılı itibarıyla kiraya verilecektir.

Firma Rusya'daki projelerinin ve KKTC'deki gayrimenkullerinin (otel ve arsa) 31.12.2012 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 Hisse Oranı (%)	Akfen Hissesi (EURO)
Kaliningrad IBIS	28,300,000	95%	26,885,000
Samara IBIS	33,900,000	95%	32,205,000
Samara Ofis	9,300,000	95%	8,835,000
Yaroslavl IBIS	35,190,000	95%	33,430,500
KKTC + Bafra	79,100,000	100%	79,100,000
TOPLAM	185,790,000		180,455,500

(Kaynak: Akfen GT)

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.

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

Tablo 1.3: 31.12.2012 İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu

Euro (000)		Değer	Finansal Borçlar (-)	Hazır Değerler (+)	Özsermaye Değeri
Akfen GT Merkez	KKTC & Merkez Değeri	65,599	12,586	919	53,932
	Bafra'da Arsa	2,880	-	-	2,880
RHI(50%)	Samara IBIS	28,840	30,003	9,618	69,209
	Yaroslavl IBIS	32,205			
	Kaliningrad IBIS	28,549			
RPI (50%)	Samara Office	13,492	7,125	706	7,073
Akfen GT Şirket Değeri		171,565	Akfen GT Özsermaye Değeri		133,094

Firmanın 31 Aralık 2012 itibarıyla hesaplanan firma değerinden net finansal borç tutarının çıkarılması hazır değerlerin eklenmesi neticesinde özsermaye değeri **133,094 milyon Euro (312,997 milyon TL)** olarak hesaplanmaktadır.

1.3 Değerleme Sonucu Hakkında Görüş

Akfen GT, KKTC Girne’de sahip olduğu 5 yıldızlı otel, Bafra’da tahsis alınan arazi ve Rusya’daki otel ve ofis projeleri kapsamında gayrimenkul projeleri gerçekleştirmektedir.

KKTC’de, 2007 yılı başından bu yana otel ve casinosu ile hizmet veren 5 yıldızlı otel; Serenas Turizm Kongre ve Organizasyon Hizmetleri Ltd. Şti’nin sözleşme süresinin dolması akabinde Voyager Kıbrıs Ltd. Şti’ne kiralanmıştır. 15.05.2012 tarihinde imzalanan kira sözleşmesi ile Casino dahil 5 yıldızlı otelin tamamı Voyager Kıbrıs Ltd. Şti tarafından 2013 yılı başından itibaren başlamak üzere 20 yıl süre ile kiralanmıştır. Otel isminin de yeni kira dönemi ile birlikte değişeceği belirtilmiştir. Firma Rusya’da ise iştirakleri vasıtasıyla otel ve ofis proje yatırımları gerçekleştirmektedir.

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında KKTC’deki 5 yıldızlı otelin, casino bölümü ile birlikte kiralanmaya devam edeceği varsayılmıştır. Firma’nın ayrıca KKTC Bafra bölgesinde 30 Aralık 2010 tarihi itibarıyla tahsis hakkını almış olduğu bir arsası bulunmaktadır. Söz konusu arsanın değeri için TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.’nin 31.12.2012 tarihli ekspertiz çalışmasında belirlenen değeri esas alınmıştır.

Rusya’daki projeler ise Firmanın iş planı ve tarafımıza temin edilen ekspertiz raporlarında yer alan yatırım tutarı, doluluk ve fiyat varsayımlarına bağlı kalınarak değerlendirme kapsamına alınmıştır.

Yapılan çalışma kapsamında Firmanın Özsermaye değerinin **133,094 milyon Euro (312,997 milyon TL¹)** olacağı öngörülmüştür.

Mevcut ve potansiyel iş planları dikkate alınarak Firmanın değeri, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İNA) kullanılmak suretiyle hesaplanmıştır.

¹ 31 Aralık 2012 tarihli T.C.M.B. ’nin EURO/TL alış kuru (2.3517) esas alınmıştır.

2.Sektör

2.1 Turizm Sektörü

2.1.1 Dünyada Turizm Sektörü

Turizm ekonomilere doğrudan ve dolaylı fayda sağlayan bir sektör olarak, dünya genelinde pek çok ülke için önemli ölçüde ekonomik katma değer yaratmaktadır. En büyük sektörlerden biri sayılan turizm, gelişme ve büyüme vaad etmeye devam etmektedir.

Turizm sektörü, gerek planlama, konaklama, gezi organizasyonu/satışı gibi turistik faaliyetlerin, gerekse bu faaliyetlerden yararlanan -yalnızca turistlerin tüketimiyle kısıtlı olmayıp- kişilerin de ulaşım, oto kiralama vb gibi çok çeşitli faaliyetlerinin geniş bir çatı altında değerlendirildiği bir sektördür.

1980'lerden bu yana kendini iyice gösteren globalleşme ile birlikte, günümüzde ulaşım ve iletişim oldukça ulaşılabilir bir seviyeye gelmiş, daha mobil bir ortam yaratılmıştır. Bununla beraber, zamanla yükselme gösteren yaşam standartları turizm sektörünü ileriye götüren motivasyonlardan biridir. Sektör, geziler, turlar, oteller, restoranlar, parklar, müzeler havayolları, seyahat acentaları, yolcu taşıma hizmetleri, spor-sağlık-kültür turizmi gibi çok çeşitli alanlarda kendini göstermekte, bu alanlarda çalışanlara istihdam sağlamakta, üretimde doğrudan/dolaylı fayda yaratan kişilerin harcamalarıyla da ekonomiye canlılık kazandırmaktadır.

Ekonomik yavaşlama dönemlerinde, paralel olarak durgunluk eğiliminde olan sektör, toparlanma ve gelişme daha hızlı ön plana çıkan dinamik bir sektördür. Turizm sektörü, ulaştırma, hizmet ve perakende gibi öne çıkan diğer ana sektörler için de itici güç olmayı sürdürmektedir.

Gelire sağladığı katkı yanında, döviz geliri ile ödemeler dengesi açığının kapanmasında önemli rol oynamaktadır. Geniş kitlelere iş imkanı sağlamasının bir sonucu olarak istihdamın en yoğun olduğu sektörlerden biri olma avantajına sahiptir. Ülke için etkin bir pazarlama ve reklam aracı olan sektör, bilinçli ve proaktif hareket etmektedir.

Turizm bugün Dünya gayrisafi hasılasının önemli bölümünü oluşturan bir sektör konumundadır. Dünyada toplam GSYH içerisinde seyahat ve turizm sektörü, 2011

yılında 6 trilyon Amerikan Doları'nı aşan büyüklüğü ile %9 pay sahibi olarak 255 milyon kişiye istihdam sağlamıştır. Önümüzdeki 10 yıl içerisinde seyahat ve turizm sektörünün yıllık ortalama %4 civarında büyüyeceği, toplam üretimin %10'unu sağlayacağı öngörülmektedir.¹

2.1.2 KKTC

Ekonomik Bakış

KKTC (Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti) ekonomisi, yıllar itibarıyla gelişen turizm sektörüne paralel genel olarak hızlı bir büyüme trendi içindedir.

Birleşmiş Milletler tarafından 2003 yılında geliştirilen ve tartışılan “Kıbrıs sorununa kapsamlı bir çözüm bulunması” planı ve adanın Kuzey ve Güneyi arasında geçişleri sağlayan kapıların açılması, yatırım ortamında olumlu gelişmelerin tetikleyici gücü olmuştur. Yatırım ortamındaki iyileşmeler sonucunda KKTC, 2003-2009 döneminde Avrupa ülkeleri arasında en hızlı büyüyen ekonomilerden biri olmuş ve bu dönemde yıllık ortalama %6.5 oranında büyüme göstermiştir. Ancak, 2008 yılında başlayan küresel kriz ile KKTC ekonomisi 2009 yılı itibarıyla olumsuz etkilenmeye başlamıştır. Sanayi sektörü, inşaat sektörü ve hizmetler sektörünün alt sektörleri olan toptan ve perakende caret ile kamu hizmetleri sektörlerinde daralma yaşanmıştır. 2010 yılında ise krizin etkisinin piyasalaradan çekilmesiyle inşaat sektöründe %3,8, tarım sektöründe %10,0 ve ticaret sektöründe %18,3'lük (ticaret sektör büyümesinin %43,2'lik kısmı ithalat, %20,5'lik kısmı ihracattan kaynaklanmaktadır.) büyüme kaydedilmiş ve GSYH rakamlarında %3,7'lik bir artış yaşanmıştır.

2011 yılında yayınlanan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'na göre dünya ekonomisi daha belirsiz hale gelmekte, güven ortamında keskin bir düşüş görülmekte ve bazı risk faktörlerin kendini göstermesi dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde 2012 yılı büyümesinin %6 civarında olması öngörülmüştür.

KKTC ekonomisinin büyümesinde rol oynayan başlıca faktörler sektörlerdeki genel büyüme, üniversitelerin çok sayıda yer alması, ekonomide yeni ve sürekli büyüme gösteren sektörlerin yer alması ve artan dış ticarete bağlı olarak ithalat vergi miktarlarındaki artışlardır. KKTC ekonomisinde olumlu gelişmeler yaşansa da yapısal olarak kırılgan özellik göstermekte ve finansman ihtiyacı devam etmektedir.

¹ World Travel & Tourism Council 2012

KKTC'de Turizm

KKTC ekonomisindeki en önemli sektörlerden birisi turizm sektörüdür. 2011 yılında toplam nüfus yaklaşık 295.000'dir. Nüfus yazın gelen turistlerle daha da fazlalaşmaktadır. Ülkeye gelen turistlerin %64,0'ü Türkiye'den gelmektedir. Bunun yanı sıra, ülkeye 40'ın üzerinde farklı ülkeden ziyaretçi gelmektedir. Türkiye'nin dışında en fazla turist İngiltere, Almanya, İran, Hollanda, ABD, Belçika, Avusturya, Rusya, Polonya ve İtalya'dan gelmektedir.

KKTC Turizm Çevre ve Kültür Bakanlığı 2012 Ekim ayı verilerine göre turistik tesisler ile ilgili çeşitli bilgiler aşağıda belirtilmektedir. Ekim 2011 itibarıyla 19.162 olan toplam yatak kapasitesi, Ekim 2012 itibarıyla %3,3 yükselerek 19.795 olmuştur.

Tablo 2.3 Kıbrıs Turizm Gelirleri Aylara Göre Yatak Kapasitesi

Aylar	2011	2012	Değişim %
Ocak	16.869	19.041	12,9
Şubat	16.869	19.041	12,9
Mart	16.869	19.348	14,7
Nisan	16.869	19.348	14,7
Mayıs	16.869	19.389	14,9
Haziran	16.837	19.389	15,2
Temmuz	16.984	19.461	14,6
Ağustos	18.216	19.739	8,4
Eylül	18.692	19.795	5,9
Ekim	19.162	19.795	3,3

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Turistik konaklama tesislerinde 2012 yılının ilk on ayında gerçekleşen ortalama doluluk oranı %46,6 olmuştur. 2011 yılı itibarıyla aynı dönem için bu rakam %44,1 olarak gerçekleşmiştir.

Göze çarpan bir diğer özellik ise casinolu otellerin senelik ortalama doluluk oranı %59,5 iken, bu rakamın casinosuz oteller için %43,1 olarak gerçekleştiğidir.

Tablo 2.4 Aylara Göre Doluluk Oranı

Aylar	2011	2012	Değişim %
Ocak	20,6	22,8	10,7
Şubat	21,1	19,1	-9,5
Mart	30,5	31,2	2,3
Nisan	35,0	38,5	10,0
Mayıs	46,3	44,0	-5,0
Haziran	53,8	59,5	10,6
Temmuz	62,1	62,9	1,3
Ağustos	57,3	64,9	13,3
Eylül	56,5	62,1	9,9
Ekim	47,6	52,1	9,5
Ortalama	44,1	46,6	5,7

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Ekim 2012'de bölgelere göre doluluk oranına bakıldığında en yüksek doluluğun %72,5 oranıyla Gazimağusa şehrinde gerçekleştiği görülmektedir. Bunu sırayla %54,2 oranıyla Girne ve %52,2 ile Lefkoşa takip etmektedir.

Tablo 2.5 Şehirlere Göre Doluluk Oranları

Şehir	Pay %
Gazimağusa	72,5
Girne	54,2
Lefkoşa	52,2
İskele	42,1
Güzelyurt	8,3

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Ekim 2012 itibarıyla otel sayısı olarak bakıldığında Girne mevcut 97 oteli ve KKTC genelinde %67'lik payı ile ilk sırada yer almaktadır. Aynı üstünlük yatak sayısı olarak bakıldığında da görülmektedir. En yüksek doluluk oranına sahip Gazimağusa şehri ise sahip olduğu 12 oteliyle %20'lik paya sahip olup, otel sayısı ve yatak kapasitesi ile 3. sırada yer almaktadır.

Tablo 2.6 Şehirlere Göre Otel Sayıları

Şehir	Otel Sayısı	Pay %	Yatak Sayısı	Pay %
Girne	97	68	13.254	67
İskele	26	18	3.856	20
Gazimağusa	12	8	1.655	8
Lefkoşa	4	3	802	4
Güzelyurt	4	3	228	1
Toplam	143	100	19.795	100

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Aşağıdaki tabloda Ekim 2012 itibarıyla KKTC'deki toplam mevcut oteller özelliklerine göre sıralanmaktadır. Buna göre bölgede 15 adet 5 yıldızlı otel bulunmakta olup, toplam 9.580 yatak sayısı ile turizm yerleşim ihtiyacının %48'lik bölümünü karşılamaktadır.

Tablo 2.7 Özelliklerine Göre Otel Sayıları

Özellikler	Tesis Sayısı	Pay %	Yatak Sayısı	Pay %
5 yıldızlı otel	15	11	9.580	48
4 yıldızlı otel	6	4	1.704	9
3 yıldızlı otel	15	10	2.211	12
2 yıldızlı otel	22	15	1.588	8
1 yıldızlı otel	20	14	646	3
Özel sertifikalı oteller	6	4	1.045	5
2. sınıf tatil köyleri	3	2	418	2
Bungalov evler	1	1	34	0
Apart Oteller	32	22	1.891	10
Pansiyonlar	7	5	456	2
Butik Oteller	1	1	34	0
Toplam	143	100	19.795	100

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

2.1.3Rusya

Ekonomik Bakış

Dünyanın en büyük doğal gaz ve ikinci petrol üreticisi olan Rusya, yaklaşık 1,5¹ trilyon \$'a 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. 2010 yılında toparlanmaya başlayan ekonomi %4,8 ve 2011 yılında ise %4,2'lik büyüme göstermiştir. 2011 yılında ulaştığı bu oran ile Rusya, dünyanın 3. büyük büyüme oranına sahip ülke konuma gelmiştir. Rusya'nın 2012 yılı büyümesi %3,5 ve 2013 yılı büyümesi %3,9 olarak öngörülmektedir.

2008-2009 yıllarında çift haneli enflasyon oranına sahip Rusya, rublenin değerinin artması ve düşük ithalat fiyatları ile 2010 yılında tek haneli enflasyon oranına ulaşmış olup, enflasyon oranı %6,9 oranına gerilemiştir. 2011 yılı itibari ile enflasyonda tekrar artış gözlemlenmiştir. 2011 başında %8-9 seviyelerinde olan enflasyon, yılsonuna doğru %6'lara düşse de 2011 yılı enflasyon ortalaması %8,5 olmuştur. 2012 ve 2013 yılları için ise enflasyonun %6,5 seviyelerinde olması öngörülmektedir.

Rusya'da Turizm

2012 yılında Rusya Federasyonunun GSYH'sinin %5,8'ini seyahat ve turizm sektörünün oluşturacağı öngörülmektedir. Seyahat ve turizm sektörünün GSYH'ya olan katkısında ülkeyi ziyaret eden turist sayısı büyük önem taşımaktadır. 2011 yılında Rusya, 15 milyar \$ turizm ihracatına sahipken, bu değer 2012 yılında %0,3 büyüyeceği beklenmektedir. Ayrıca, uluslararası turist sayısının da 2012 yılında 23,614,000 ulaşacağı öngörülmektedir.

Sektörde krizle birlikte yapımı dondurulan projelerin 2009 yıl sonu itibarıyla tekrar başlaması, dolayısıyla gerek otel gerekse ofis projelerinin sayısının toparlanan ekonomik yapıyla birlikte canlanacak talep doğrultusunda tekrar artışı gerçekleşmiştir. 2011 yılında 10 milyar \$ değerinde yatırım yapılmış olup, bu değer 2012 yılı yatırımları için %2,1 oranında büyüdüğü öngörülmektedir. Ayrıca FIFA 2018 Dünya Kupası'nın Rusya'da yapılacak olması da ilerleyen yıllarda bölgeye yapılacak yatırımların büyüyeceğinin bir göstergesidir. Moskova, Dünya

¹ ¹Dünya Bankası Raporu'nun 2010 yıl sonu için vermiş olduğu değerdir.

Kupası maçlarının oynanacağı şehirler arasındadır. Rusya haritası, Moskova şehri ile Akfen GT'nin projesi olan şehirler işaretlenmiş şekilde aşağıda sunulmuştur.

Tablo 2.2: Rusya Federasyonu Haritası



Kaliningrad

123 km'lik uzunluğa sahip Pregel Nehri'nin yanında bulunan bölge 223 km² yüzölçümü ile 2008 yılı itibarıyla 485.784 nüfusa sahiptir. Rusya Federasyonu'nun Rusya ile bağlantısı olmayan, Litvanya ile Polonya arasında, Baltık Denizi kıyısındaki toprağı olan Kaliningrad bölgesinde yer almaktadır. II. Dünya Savaşı'na kadar Almanya egemenliğinde kalmıştır. Sonrasında Sovyet Ordusu tarafından işgal edilmiştir. Kaliningrad bölgesi, SSCB'nin dağılışından sonra kara bağlantısı bulunmamasına rağmen özerk bir bölge olarak Rusya'ya bağlı kalmıştır. Rusya'nın Baltık Filosunun burada bulunması ve konum itibarıyla açık bir liman olması nedeniyle jeostratejik ve ticari öneme sahiptir.



Kaliningrad önemli bir transfer merkezidir. Şehir, Khrabrovo Havaalanı'na 24 km mesafede bulunmaktadır. Kaliningrad, birçok şehre demiryolu ulaşımı ile kolay ulaşım olanağı sunmakta, demiryolu ile Rusya, Litvanya, Polonya ve Berlin'e bağlanmaktadır. Kaliningrad'da nehir limanı ve deniz limanı yer almaktadır.

Doğal güzelliklerinin yanı sıra endüstriyel anlamda da ön plana çıkan bölgede metalürji başlıca gelir kaynağını oluşturmaktadır. Kaliningrad Special Economic Zone statüsünü elde etmiş, yatırımcılara vergi avantajı sunan bir bölge niteliğindedir. Buna göre, yapılacak yatırımlar için ilk 6 yıl emlak ve kurumlar vergisi muafiyeti, ikinci 6 yıl da bu vergilerin %50'si oranında indirim ve dışarıdan üretim için getirilecek ekipmanlarda KDV uygulanmaması gibi birtakım vergi avantajları sağlamaktadır.

Samara

Volga ve Samara nehirlerinin birleştiği yerde, Volga bölgesinde bir sanayi merkezidir. Kurumoch Havaalanı'na 60-90 dakika mesafede yer almaktadır. Samara bölgesi Rusya Federasyonu'nun Avrupa bölgesindeki güneydoğu kesimindeki topraklarında bulunmaktadır. Volga nehri doğusunda olan bölge, Güney'de Kazakistan ile sınır teşkil etmektedir. Nüfusu 1,2 milyon kişi civarındadır.



Samara, gelir ve sanayi hacmi bakımından ilk on Rus şehri arasındadır. Samara, otomobil, enerji, metal işleme ve petrokimya, kimyasallar, inşaat malzemeleri, uzay

araçları, motor ve kablolar gibi pek çok endüstriyel yelpazede üretimdedir. Bölge ayrıca zengin petrol ve doğalgaz yataklarına sahiptir.

Samara, birçok turistini ilgisini çekecek tarihi yapılara sahiptir. Volga'nın en güzel ve en uzun rıhtımı Samara'dadır. Bölge, demiryolu ve karayolu ulaşımı olarak diğer şehirlerle bağlantılıdır. Turizm alanında gelişmekte olan bir bölge niteliğinde olup, yeni otel ve tesisler anlamında büyük potansiyele sahiptir. Samara Yöresi'nde, Volga'nın Mastrukovski göllerinin yanındaki kıyılarda yazları festivaller yapılmakta, yaz aylarında şehrin nüfusu artmaktadır.

Yaroslavl

Yaroslavl şehri, Rusya'nın kuzeyinde, Volga Havzası'nda yer alan bölgede, Moskova'nın kuzeydoğusunda konumlu olup, Moskova merkezi ile arasında yaklaşık 250 km mesafe bulunmaktadır.



Kentin Moskova'ya yakın konumu, Volga nehri kenarında kurulmuş olması, tarihi mirası, Unesco koruma bölgesinde kalıyor olması Yaroslavl şehrini diğer Rusya Federasyonu şehirlerinden ayırmaktadır. Şehrin stratejik güzergahların üzerinde bulunması avantaj kazandıran özelliklerindedir. Oldukça eski yıllarda kurulmuş olan şehir Volga nehri ile Kotorosl nehirlerinin kesiştiği noktada konumlanmış olup, şehrin tarihi kısımları Unesco tarafından koruma bölgesi olarak seçilmiştir.

2010 yılı itibarıyla yerli turist ağırlıklı olarak şehri yaklaşık 1,3 milyon turist ziyaret etmiştir. Yüksek bir turizm potansiyeli oluşturacağı öngörülen şehir için toplam turist sayısının 2014 yılında 2,5 milyona ulaşması beklenmektedir. Turizm sektöründe, kruvaziyer turizmi, kültür turizmi ve iş turizmi öne çıkan başlıca itici güçler olarak sayılmaktadır.

2.2 Sektörde Geleceğe Bakış

World Travel Tourism Council tarafından yayınlanan Dünya Seyahat ve Turizm Raporu'na göre 2010 yılının ikinci yarısında toparlanma sürecine giren turizm ve seyahat sektörü 2011 yılında küresel gayrisafi hasılanın %2,8'i oranında ve 2 trilyon \$ tutarında bir büyüklüğe ulaşmıştır. Sektörün 2022 yılına kadar yıllık ortalama %4,2 artış göstererek, 3 trilyon \$ büyüklüğe ulaşacağı öngörülmektedir. Diğer sektörlerle etkisi göz önüne alındığında ise, turizm sektörü 2011 yılında küresel gayrisafi hasılanın %9,1'i oranında ve 6,3 trilyon USD tutarında bir iş hacmi yaratmış olup, bu rakamın 2022 yılına kadar yıllık ortalama %4,3 artış ile 10 trilyon USD büyüklüğe ulaşacağı öngörülmektedir.

Ülkeler bazında turizm ve seyahat sektöründe 2020 yılı milli gelir beklentilerine bakıldığında ilk 10 ülke aşağıda sıralanmaktadır.

Tablo 2.1: Turizm ve Seyahat Sektörü Hasıla Öngörülleri (Milyar \$)

Ülke	2012-2022
Çin Halk Cumhuriyeti	994.9
A.B.D.	465.2
Hindistan	146.3
Brezilya	145.7
Meksika	81.6
Japonya	76.9
İngiltere	74.7
Endonezya	73.3
Rusya Federasyonu	49.9
Tayland	49.7

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

2011 yılında turizm sektörüne toplam hasılası 6,3 trilyon \$ olup, bu rakamın önümüzdeki 10 yıllık süreçte yıllık ortalama %4,3 artış göstereceği ve 2022 yılında 9,9 trilyon \$ seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.

Rusya'da turizm ve seyahat sektörü yatırımlarının 2022 yılına kadar yıllık ortalama %3,8 büyüyerek 157 milyar \$'a ulaşması öngörülmektedir.

Tablo 2.4: Turizm ve Seyahat Sektörü Hasılası

Milyar \$	2011	2012	2022T	Ortalama Yıllık Büyüme %
Dünya	6.346	6.526	9.939	4,3%
Rusya	103	108	157	3,8%

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

2011 yılında turizm sektörüne toplam yatırımların %4,9'u oranında 743 milyar USD yatırım yapılmıştır. Bu rakamın önümüzdeki 10 yıllık süreçte yıllık ortalama %5,6 artış göstereceği ve 2022 yılında 1,3 trilyon \$ seviyesine yükselerek toplam yatırımlar içindeki payının %5,1 seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.

Rusya'da turizm ve seyahat sektörü yatırımlarının 2022 yılına kadar yıllık ortalama %5,3 büyüyerek 18 milyar \$'a ulaşması öngörülmektedir.

Tablo 2.5: Turizm ve Seyahat Sektörü Yatırımları

Milyar \$	2011	2012	2022T	Ortalama Yıllık Reel Büyüme %
Dünya	743	769	1.320	5,6%
Rusya	10	10,2	18	5,3%

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

3.Firma

3.1 Genel Bilgiler

3.1.1 Kuruluş ve Mevcut Durum

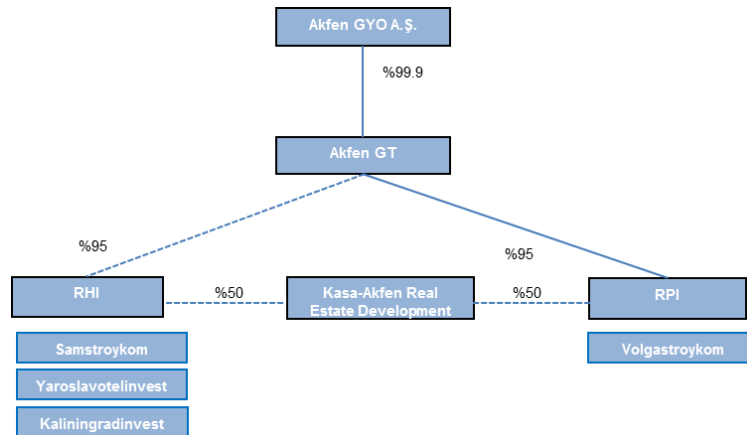
Akfen GT'nin ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı yapmak, geliştirmek, işletmek, işletmektir. 04 Ağustos 1999 tarihinde T-T Turizm İnşaat Tarım Besicilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla kurulan Firmanın unvanı 27 Eylül 2006 itibarıyla Akfen Gayrimenkul Ticaret ve İnşaat A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 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 otelden kira geliri elde etmekte ve Rusya'da otel ile ofis projeleri gerçekleştirmektedir.

Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde yer alan 5 yıldızlı otel, 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 tüm projelerini ise %95 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.

Tablo 3.1: 31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla Ortaklık İlişkisi



3.1.2 Sermaye Yapısı

27 Aralık 2012 tarihi itibarıyla Firmanın 100 milyon TL olan sermayesi, 121 milyon TL'ye artırılmış ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde tescil edilmiştir. Önceki sermayenin tamamı nakden ödenmiş olup, artırılan sermayenin ¼'ü tescil tarihinden itibaren 3 ay içerisinde ödenecektir. Artırılan sermayenin geri kalan tutarı 3 yıl içerisinde şirketin ortakları tarafından nakden ve tamamen taahhüt edilmekte olup nakden ve tamamen ödenecektir.

Firmanın sermayesinin ortaklar arasındaki dağılımı aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.2: 31 Aralık 2012 Tarihi İtibarıyla Şirketin Pay Dağılımı

Ortaklar	Hisse Tutarı (TL)	Ortaklık Payı (%)
Akfen GYO A.Ş.	120.999.825	99,999855%
Akfen Tur. Yat. Ve İşl. A.Ş.	25	0,000041%
Akınısı Mak.San. Ve Tic. A.Ş.	25	0,000041%
Hamdi Akın	50	0,000062%
Toplam	121.000.000	100%

(Kaynak: Akfen GT)

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.

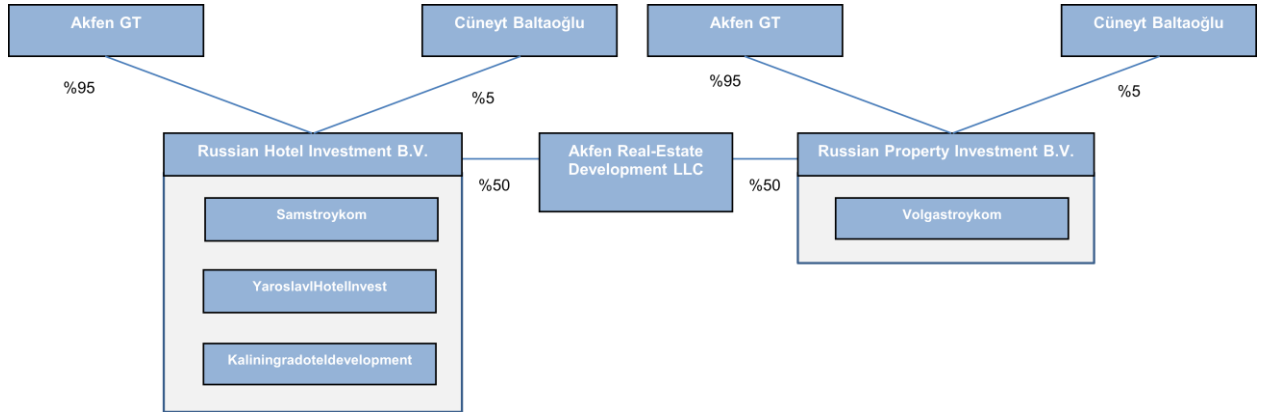
RHI, 21 Eylül 2007'de Akfen GT ve Eastern European Property Investment Ltd (EEPI) ortaklığıyla Rusya'daki otel projelerini gerçekleştirmek için %50 oranında eşit ortaklık yapısıyla kurulmuştur. Eastern European Property Investment Ltd. (EEPI) 28 Aralık 2010 tarihinde RHI'daki hisselerinin %45'ini Kasa Investments B.V. ve %5'ini Cüneyt Baltaoğlu'na devretmiştir. Kasa Investments B.V. ise 29 Temmuz 2011 tarihinde %45 oranındaki payını Akfen GT'ye devretmiş ve Akfen GT'nin RHI'daki payı %95'e yükselmiştir. Diğer %5 oranında pay Cüneyt Baltaoğlu'na aittir.

Rusya'da halen yürürlükte olan mevzuat itibarıyla 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 ise, 3 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. Eastern European Property Investment Ltd. (EEPI) sırasıyla 21 Aralık 2010 tarihi itibarıyla RPI’deki hisselerinin %45’ini Kasa Investments B.V. ve %5’ini Cüneyt Baltaoğlu’na devretmiştir. Kasa Investments B.V. ise 29 Temmuz 2011 tarihinde %45 oranındaki payını Akfen GT’ye devretmiş ve Akfen GT’nin RPI’deki payı da %95’e yükselmiştir. Diğer %5 oranında pay Cüneyt Baltaoğlu’na aittir.

RHI ve RPI ayrıca Rusya’da ortak girişim ile Kasa-Akfen Real-Estate Development LLC unvanıyla bir firma kurmuştur. Moskova bazlı kurulan şirketin ana faaliyet konusu Rusya yatırım projelerinin yönetimi konusunda merkez ofisi olarak hizmet vermek olup, 20 Temmuz 2011 tarihi itibarıyla Kasa bu şirketin de ortaklığından ayrılmıştır.

Tablo 3.3: 31 Aralık 2012 Tarihi İtibarıyla 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 itibarıyla yapımı tamamlanan KKTC'nin Girne şehrinde kurulu 5 yıldızlı otelden elde edilen otel ve casino işletme kira gelirleri, Akfen GT'nin gelirlerinin KKTC tarafını oluşturmaktadır.

Akfen GT, hem oteli hem de casinoyu 2008 yılı başından bu yana kiraya vermektedir. 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 casinonun otel bölümü, 01/01/2008 – 31/12/2012 tarihleri arasında Serenas Turizm Kongre ve Organizasyon Hizmetleri Ltd. Şti.'ne kiralanmıştır. Otel, 31.315 m2 toplam alan üzerinde 299 oda, 648 yatak kapasitesine sahiptir. Otel bünyesinde bulunan 2.248 m2 kapalı alana sahip casino üzerinden kira geliri elde edilmiş olup, casino bölümünü bu dönemde Voyager Kıbrıs Ltd Şti işletmiştir. Serenas Turizm Kongre ve Organizasyon Hizmetleri Ltd. Şti ile imzalanan söz konusu sözleşme süresi dolması akabinde Akfen Gayrimenkul Ticareti ve İnşaat A.Ş. ile Voyager Kıbrıs Ltd. Şti. arasında 15.05.2012 tarihinde imzalanan kira sözleşmesi ile Casino dahil 5 yıldızlı otelin tamamı Voyager Kıbrıs Ltd. Şti tarafından kira başlangıç tarihinden itibaren başlamak üzere 20 yıl süre ile kiralanmıştır. Otel isminin de yeni kira dönemi ile birlikte değişeceği belirtilmiştir.

Kiracı Voyager Kıbrıs Limited, otel va casino için Akfen GT'ye yıllık 4.750.000 Euro ödeme yapacaktır. İlk beş yıl, yıllık kira sabit kalacak, izleyen 6. ve 7. yıllarda Euribor oranı %2'nin altında ise Euribor; üzerinde ise %2 kira artışı uygulanacaktır. İzleyen 8, 9 ve 10. yıllarda kira Euribor artışı ile güncellenecektir.

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)	Toplam Alan (m ²)
Samara IBIS	204	07/2009	03/2012	2.466	9.961
Yaroslavl IBIS	177	04/2010	09/2011	4.468	7.916
Kaliningrad IBIS	167	01/2011	07/2013	5.099	6.322
Samara Ofis	-	07/2009	01/2012	1.048	6.510

(Kaynak: Akfen GT)

8 Eylül 2011 tarihi itibarıyla Yaroslavl IBIS oteli açılmış ve faaliyetlerine başlamıştır. Samara IBIS Otel, Mart 2012 itibarıyla faaliyetlerine başlamış olup, Kaliningrad Ibis Otel'in Temmuz 2013'te açılması beklenmektedir. Samara Ofis son bir yıllık periyod için boş durmuştur. 2013 yılı itibarıyla kiraya verilecektir.

İnşaatın tamamlanmasını takiben Firma'nın Kaliningrad şehrinde bulunan arsayı satın alma hakkı bulunmaktadır.

3. 2 Finansal Analiz

Akfen GT'nin 2009-2011 yılları ve 2012 Eylül dönemine 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 yatırım amaçlı gayrimenkuller ve yapılmakta olan yatırım amaçlı gayrimenkuller başlığı altında gösterilmiştir.

Tablo 3.5: Akfen GT Bilançosu

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş. KONSOLİDE BİLANÇOSU

Bilanço EUR	31.12.2010	31.12.2011	30.09.2012
	2,377,236	5,432,655	5,233,803
Nakit ve nakit benzerleri	320,580	572,379	875,010
Ticari alacaklar	846,283	25,535	633,181
Diğer alacaklar	1,005,736	2,362,118	2,870,078
Diğer dönen varlıklar	204,636	2,472,623	855,533
Duran Varlıklar	105,185,049	165,127,678	176,185,990
Diğer alacaklar	13,626	11,948	12,421
Finansal Yatırımlar		56	-42,896
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar			
Yat. amaçlı gayrim. ve yap. olan yat. amaçlı gayrim.	102,148,335	162,196,928	172,783,533
Maddi duran varlıklar	18,625	11,458	36,449
Diğer duran varlıklar	3,004,462	2,907,287	3,396,484
Aktif Toplamı	107,562,284	170,560,333	181,419,793
Kısa Vadeli Yükümlülükler	16,783,502	41,953,805	16,799,976
Finansal borçlar	14,572,939	39,221,689	14,155,913
Ticari borçlar	257,352	1,119,395	954,676
Diğer borçlar	1,706,551	1,095,604	1,107,130
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	246,660	517,116	582,256
Uzun Vadeli Yükümlülükler	25,108,831	23,139,440	46,347,994
Finansal borçlar	21,450,019	12,192,702	33,082,584
Ertelenen vergi yükümlülüğü	3,658,812	10,946,738	13,265,409
Özkaynaklar	65,669,951	105,467,089	118,271,824
Ödenmiş sermaye	23,738,227	38,579,198	46,138,115
Sermaye düzeltme farkları	278,808	233,778	247,479
Ortak kontrol altında işletme birleşmeleri etkisi	-274,073	-229,807	-243,276
Yabancı para çevrim farkları	14,626	-7,331,931	-4,795,103
Geçmiş yıllar karları / (zararları)	33,645,037	41,926,474	72,150,232
Net dönem karı	8,281,437	30,223,758	2,485,598
Azınlık payları	-14,111	2,065,620	2,288,778
Pasif Toplamı	107,562,284	170,560,333	181,419,793

(Kaynak: Akfen GT)

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

Tablo 3.6: TCMB dönem sonu döviz alış kurları

	2010	2011	2012/9
EURO/TL (Dönem Sonu Kur)	2,0491	2,4438	2.3085

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

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

Tablo 3.7: Ortalama TCMB döviz alış kurları

	2011	2011/9	2012/9
EURO/TL (Ortalama Kur)	2,3224	2,2757	2,3004

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

Akfen GT'nin 2012 yılı Eylül sonu itibarıyla aktif toplamı 181,4 milyon Euro'dur. Aktif toplamının %95,2'sini yatırım amaçlı gayrimenkuller oluşturmaktadır.

Yatırım amaçlı gayrimenkuller hesabı, her yıl değerlemesi yapılan KKTC'nin Girne şehrinde kurulu 5 yıldızlı otelden ve firmanın iştirakleri olan RHI ve RPI'den oluşmaktadır.

Firmanın 2012 yılı Eylül ayı itibarıyla pasifleri incelendiğinde yaklaşık %25,5'ini, uzun vadeli finansal borçların oluşturduğu görülmektedir. Uzun vadeli banka kredileri pasiflerin %18,2'sini oluşturmaktadır.

Firmanın uzun vadeli kredilerinin yaklaşık %93'ü Euro cinsinden temin edilen kredilerden oluşmaktadır. Uzun vadeli Rusya kredilerinin tamamı EBRD ve IFC'den temin edilen Euro cinsi krediler olup, bu krediler için sabit %6,5 + Euribor (3 aylık) ve sabit %6,5 + %1 oranlarında faiz ödenmektedir. Samara Ibis ve Yaroslavl Ibis için vade 1 Şubat 2022 olup, Kaliningrad için kredi vadesi 1 Ağustos 2023'tür. Diğer Euro cinsinden kredileri için faiz oranı Euribor (3 aylık) + %3,7 olup, kredi vadesi 10 Eylül 2015'tir. Firmanın TL cinsinden kredilerinin faiz oranı ise %10 olup kredi vadesi 16 Mayıs 2016'dır. İncelenen dönemler itibarıyla Firmanın 14,3 milyon Euro tutarında kısa vadeli kredisi bulunmakta olup, uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kısımlarından oluşmaktadır. Firmanın ayrıca Samara Ofis projesi için Credit Europe Bank'tan kullandığı 7,5 milyon Euro'luk faiz oranı sabit %7,5 + %0,44 olan 17 Ağustos 2013 vadeli kısa vadeli kredisi bulunmaktadır.

27 Aralık 2012 tarihi itibarıyla Firmanın 100 milyon TL olan sermayesi, 121 milyon TL'ye (51,5 milyon Euro) artırılmış ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde tescil edilmiştir. Artırılan sermayenin $\frac{1}{4}$ 'ü tescil tarihinden itibaren 3 ay içerisinde ödenecektir. Artırılan sermayenin geri kalan tutarı 3 yıl içerisinde şirketin ortakları tarafından nakden ve tamamen taahhüt edilmiştir.

Tablo 3.8: Akfen GT Gelir Tablosu

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş. GELİR TABLOSU

Gelir Tablosu €	31.12.2011	30.09.2011	30.09.2012
Satış Gelirleri	4,741,523	3,563,986	4,567,768
Satışların Maliyeti	-49,744	-8,510	-167,157
Brüt Kar	4,691,780	3,555,476	4,400,611
Genel yönetim giderleri	-1,526,844	-771,382	-1,309,640
Yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artışı, net	29,540,663	18,164,521	0
Yapılmakta olan yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artışı	7,146,414	-96,567	0
Diğer gelirler	5,997,529	5,534,546	2,371,053
Diğer faaliyet giderleri	-2,516,164	-937,439	-438,179
Faaliyet Karı	43,333,377	25,449,155	5,023,846
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların zararlarındaki paylar			
Finansal gelirler	987,675	476,698	9,961,786
Finansal giderler	-6,769,516	-7,464,144	-10,534,724
Vergi Öncesi Kar	37,551,537	18,461,710	4,450,909
- Ertelenen vergi geliri / (gideri)	-6,812,213	-3,513,061	-1,975,440
Net Dönem Karı	30,739,323	14,948,649	2,475,469
<i>Kontrol gücü olmayan paylar</i>	<i>515,566</i>	<i>-241,420</i>	<i>-10,129</i>

(Kaynak: Akfen GT)

İncelenen yıllar itibarıyla Firmanın gelirleri temel olarak otel ve casino kira gelirlerinden oluşmaktadır. Bir diğer önemli kalemler yatırım amaçlı gayrimenkuller ve yapılmakta olan yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artışından kaynaklanmaktadır.

4. Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme

4. 1 Değerleme Yöntemi

Bir şirketin değerlemesinde kullanılacak 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 yöntemde 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.

4. 2 Varsayımlar

4.2.1. KKTC Varsayımları

Gelirler

Akfen GT, 15 Mayıs 2012 tarihinde imzalanmış Voyager Kıbrıs Limited ile bir kira sözleşmesi imzalamıştır. Net Holding iştiraklerinden Voyager Kıbrıs Limited, KKTC kanunlarına göre kurulmuş faal bir limited şirket olup, Girne Kıbrıs'ta bulunan 5 yıldızlı otelin casinosunu 2007 yılından kiralamak suretiyle işletmekteydi. Bu dönemde adı Mercure Otel olan 5 yıldızlı otelin işleticisi Serenas Turizm Kongre ve Organizasyon Hizmetleri Ltd. Şti'ydi. Voyager Kıbrıs Limited ile imzalanan yeni kira sözleşmesine göre; KKTC Turizm ve Ekonomi Bakanlığı tarafından Akfen GT'ye tahsis edilen alan üzerine inşa edilmiş olan, KKTC Girne Karaoğlanoğlu mevkiinde bulunan 5 yıldızlı otel, casino dahil, işletme malzemeleri, makine, ekipman, tesisat ve sair ile kira sözleşmesine konu edilmiştir. Otel isminin yeni kira dönemi ile birlikte değişeceği belirtilmiştir.

Kira sözleşmesinin yürürlüğe girdiği tarih, sözleşmenin akdedildiği tarih olan 15 Mayıs 2012'dir. Yeni kira ödeme süresi 1 Ocak 2013 varsayılmıştır. Sözleşme süresi 20 yıldır.

Kiracı Voyager Kıbrıs Limited, Akfen GT'ye yıllık 4.750.000 Euro ödeme yapacaktır. Ödeme 3 eşit taksitte yapılacak olup, ilk taksit otelin kiracıya teslimi sırasında peşin ödenecek, kalan tutarlar her dört ayda bir ödenmek üzere taksitlendirilecektir. Kira süresinin başlamasından itibaren ilk beş yıl kirada bir artış yapılmayacaktır. İzleyen 6. ve 7. yıllarda Euribor oranı %2'nin altında ise Euribor; üzerinde ise %2 kira artışı uygulanacaktır. İzleyen 8, 9 ve 10. yıllarda kira Euribor artışı ile güncellenecektir. İzleyen diğer 10 yıllık periyod içinse Akfen GT ve Voyager Kıbrıs Limited biraraya gelecek ve yeni kira bedeli üzerinde müzakere edebilecekler, herhangi bir mutabakat sağlanmadığı durumda ise kira artışı Euribor üzerinden yapılacaktır. Ödeme koşulları, benzer şekilde yıllık 3 eşit taksitte, ilk taksit peşin, kalan eşit tutarlar her dört ayda bir ödenmek üzere taksitlendirilecektir.

Akfen GT'nin sahip olduğu KKTC'deki 5 yıldızlı otelin değeri hesaplanırken, casino ve otelin kiralanması yoluyla işletilmesi yaklaşımının sürdürüleceği varsayılmıştır.

Otel ve casino kira gelirleri mevcut sözleşme koşulları kapsamında ele alınmış, toplam kira geliri için 4.750.000 Euro olup ilk 5 yıl kira artışı öngörülmemiş, izleyen yıllarda %2 sabit oranıyla artırılmıştır.

Giderler

Kira gelirlerine dayalı faaliyet yapısı nedeniyle, gider hesaplarında personel ve ofis harcamalarını içeren genel yönetim giderleri dikkate alınmış, yıllık %2,5 enflasyon artışı varsayımı oranında artırılmıştır.

Sözleşmeye göre, her türlü vergi, harç ve masraf Voyager Kıbrıs Limited şirketine ait olup, Akfen GT, emlak vergileri ve mülkiyet hakları ile ilgili vergileri ödeyecektir. Devlet Emlak'a ödenen üst hakkı kirası bedeli sözleşmeye göre belirlenmiş olup, yine sözleşmede yer aldığı gibi sözleşmesi süresi bitimine kadar %3 oranında artırılmıştır. Emlak vergisi ve bina sigortası hesaplara ilave edilmiş ve her yıl için %2,5 sabit oranıyla artacağı varsayılmıştır.

Otelin işletilmesine ait tüm giderler kiracı Voyager Kıbrıs limited şirketine ait olacağından Akfen GT için herhangi bir gider öngörülmemiştir.

Yatırım Varsayımları

Kira sözleşmeleri, otel içerisinde yapılması gereken temel yenileme yatırımlarının kiracılar tarafından yapılacağını hükmetmektedir. Söz konusu yatırımların kiracılar tarafından yapılacağı varsayımıyla, projeksiyon dönemi boyunca yıllık satışların %0,85'ine tekabül edecek şekilde 2013 yılında yaklaşık 40.375 Euro yatırımdan başlayarak cüzi bir yenileme yatırımı öngörülmüştür.

Vergi Varsayımları

5 yıldızlı otelin inşa edildiği arsanın 49 yıllık kira süresi göz önüne alınarak, projeksiyonlar 2052 yılı sonuna kadar uzatılmış ve bu süre zarfında Firmanın KKTC otelinden elde ettiği gelirler dolayısıyla karşılaşılabilecek vergi etkisi değerlendirilmiştir. Firmanın 2010 yılı itibarıyla kurumlar vergisi matrahından düşebileceği 68 milyon TL tutarında yatırım indirimi ve Vergi Usul Kanununa göre geçmiş yıllardan yaklaşık 1,7 milyon TL tutarında birikmiş zararı bulunmaktaydı. Firmanın gelir tablosu verilerinden yatırım amaçlı gayrimenkuller ve yapılmakta olan yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artışları dikkate alınmadan 2011 yılı için faaliyet karı

hesaplanmış (2012 yılı için tahmini rakamlar kullanılmıştır), ilerleyen yıllarda gerçekleşmesi planlanan gelirleri de dikkate alındığında 2019 yılına kadar vergi ödemeyeceği, 2019 yılı itibarıyla ise KKTC’de geçerli olan vergi oranı olan %23,5 oranında kurumlar vergisi ödemeye başlayacağı hesaplanmıştır.

Amortisman

Firmanın sabit kıymetlerinin amortisman süreleri, 2007 yılından başlayarak 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 itibarıyla yaratacağı öngörülen serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanmasında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) hesaplanmıştır. Söz konusu oranın hesaplanmasına ilişkin detay Ek:1’de verilmiştir.

4.2.2 KKTC Projeksiyonları

Kıbrıs - Euro	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Otel ve Casino Kira Gelirleri	4,750,000	4,750,000	4,750,000	4,750,000	4,750,000	4,845,000	4,941,900	5,040,738	5,141,553	5,244,384
Genel Yönetim Giderleri	(144,363)	(147,972)	(151,672)	(155,463)	(159,350)	(163,334)	(167,417)	(171,603)	(175,893)	(180,290)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	4,605,637	4,602,028	4,598,328	4,594,537	4,590,650	4,681,666	4,774,483	4,869,135	4,965,660	5,064,094
Vergi	-	-	-	-	-	-	(1,328,760)	(937,975)	(960,664)	(983,796)
Yatırımlar	(40,375)	(40,375)	(40,375)	(40,375)	(40,375)	(41,183)	(42,006)	(42,846)	(43,703)	(44,577)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	4,565,262	4,561,653	4,557,953	4,554,162	4,550,275	4,640,484	6,061,236	5,764,264	5,882,621	6,003,312
İndirgeme Oranı (WACC)	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%

Kıbrıs - Euro	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Otel ve Casino Kira Gelirleri	5,349,271	5,456,257	5,565,382	5,676,690	5,790,223	5,906,028	6,024,149	6,144,631	6,267,524	6,392,875
Genel Yönetim Giderleri	(184,797)	(189,417)	(194,153)	(199,006)	(203,982)	(209,081)	(214,308)	(219,666)	(225,157)	(230,786)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	5,164,474	5,266,840	5,371,229	5,477,683	5,586,242	5,696,947	5,809,840	5,924,966	6,042,367	6,162,088
Vergi	(1,007,403)	(1,031,459)	(1,055,991)	(1,081,008)	(1,106,519)	(1,132,534)	(1,159,064)	(1,186,119)	(1,213,708)	(1,241,843)
Yatırımlar	(45,469)	(46,378)	(47,306)	(48,252)	(49,217)	(50,201)	(51,205)	(52,229)	(53,274)	(54,339)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	6,126,409	6,251,921	6,379,915	6,510,439	6,643,544	6,779,280	6,917,700	7,058,855	7,202,801	7,349,591
İndirgeme Oranı (WACC)	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%

Kıbrıs - Euro	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042
Otel ve Casino Kira Gelirleri	6,520,732	6,651,147	6,784,170	6,919,853	7,058,250	7,199,415	7,343,403	7,490,272	7,640,077	7,792,878
Genel Yönetim Giderleri	(236,556)	(242,470)	(248,532)	(254,745)	(261,114)	(267,641)	(274,333)	(281,191)	(288,221)	(295,426)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	6,284,176	6,408,677	6,535,638	6,665,108	6,797,136	6,931,774	7,069,071	7,209,081	7,351,856	7,497,452
Vergi	(1,270,533)	(1,299,791)	(1,329,627)	(1,360,052)	(1,391,079)	(1,422,719)	(1,638,207)	(1,671,109)	(1,704,662)	(1,738,877)
Yatırımlar	(55,426)	(56,535)	(57,665)	(58,819)	(59,995)	(61,195)	(62,419)	(63,667)	(64,941)	(66,239)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	7,499,283	7,651,933	7,807,599	7,966,342	8,128,220	8,293,297	8,644,859	8,816,523	8,991,577	9,170,090
İndirgeme Oranı (WACC)	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%

Kıbrıs - Euro	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
Otel ve Casino Kira Gelirleri	7,948,736	8,107,711	8,269,865	8,435,262	8,603,968	8,776,047	8,951,568	9,130,599	9,313,211	9,500,000
Genel Yönetim Giderleri	(302,812)	(310,382)	(318,142)	(326,095)	(334,248)	(342,604)	(351,169)	(359,948)	(368,947)	(378,172)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	7,645,924	7,797,329	7,951,723	8,109,167	8,269,720	8,433,443	8,600,399	8,770,651	8,944,264	9,122,828
Vergi	(1,773,768)	(1,809,348)	(1,845,630)	(1,882,630)	(1,920,360)	(1,958,835)	(1,998,069)	(2,038,078)	(2,078,877)	(2,120,316)
Yatırımlar	(67,564)	(68,916)	(70,294)	(71,700)	(73,134)	(74,596)	(76,088)	(77,610)	(79,162)	(80,744)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	9,352,128	9,537,761	9,727,060	9,920,097	10,116,946	10,317,681	10,522,380	10,731,119	10,943,980	11,160,000
İndirgeme Oranı (WACC)	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%

4.2.3 Rusya Varsayımları

Gelirler

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

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

Tablo 4.1: Doluluk Oranları

Doluluk Oranı	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Samara IBIS	48%	70%	72%	74%	74%	74%	74%	74%	74%
Yaroslavl IBIS	69%	75%	80%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Kaliningrad IBIS	-	-	75%*	78%	80%	82%	82%	82%	82%

(Kaynak: Akfen GT. 2012 verileri gerçekleşen verilerdir.* Kaliningrad'da yer alan Ibis Otel'in açılış tarihi 1 Temmuz 2013 olarak öngörülmüştür. Doluluk oranı tahminleri 1 Temmuz- 30 Haziran periyotları içindir.)

Ortalama oda başı gecelik fiyatlar, oda-kahvaltı sistemde olacak şekilde öngörülmüştür ve bu fiyatlarda yıllar itibarıyla gerçekleşmesi beklenen artışlar aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Tablo 4.2: Ortalama Günlük Fiyat

Ortalama Günlük Fiyat €	Oda sayısı	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Samara IBIS	204	53,00	60,00	65,40	71,29	77,70	81,59	85,67	89,95	94,45
Yaroslavl Ibis	177	49,00	65,00	68,25	71,66	75,25	79,01	82,96	87,11	91,46
Kaliningrad IBIS	167			78,75*	82,69	86,82	91,16	95,72	100,51	105,53

(Kaynak: Akfen GT 2012 verileri gerçekleşen verilerdir.* Kaliningrad'da yer alan Ibis Otel'in açılış tarihi 1 Temmuz 2013 olarak öngörülmüştür. Ortalama günlük fiyat tahminleri 1 Temmuz- 30 Haziran periyotları içindir.)

Oda gelirlerine ek olarak, otel ekstraları da gelir projeksiyonlarına dahil edilmiş olup, projeye göre farklılaşmak üzere toplam oda gelirlerinin %22 - %36'sı arasında oluşacağı öngörülmüştür.

Yaroslavl projesinde ayrıca kiralanabilecek dükkanların bulunması sebebiyle dükkan kira geliri öngörülmüştür. Toplam 400 m² net kiralanabilir dükkanlar için 2013 yılı için metre kare başına 92,5 EUR gelir öngörülmüş, projeksiyon dönemi boyunca her sene %5 artacağı varsayılmıştır.

Akfen GT'nin iştiraki olan RPI tarafından yürütülen Samara ofis projesi gelirlerinin ise 4.807 m² net kiralanabilir alanın 2013 yılı için 3.605 m² sinin kiraya verileceği, takip eden yıllarda 4.759 m² alanın kiraya verileceği öngörülmüştür. 2013 yılı için doluluk oranının %75 olacağı, izleyen yıllarda %99 doluluk oranına erişeceği öngörülmektedir. 2013 yılı kirası olan m² başına yıllık €192 kira bedelinin yıllar itibarıyla %4 oranında artırılması sonucu 2020 yılında €253 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Samara Ofis projesi için, kira gelirlerinin %30'u oranındaki ofis bloğu yönetim giderinin yarısının kiracılardan toplanacak olan ortak alan katılım payı ile kompanse edileceği düşünülmüştür. Ayrıca, ofis bloğunun kapalı otoparkının işletileceği ve araç başına aylık 75 Euro/araç bedeli alınacağı varsayılarak, 2013 yılı için toplam 28.800 Euro otopark geliri öngörülmüş, bu rakam izleyen yıllarda artırılmıştır.

Karlılık Varsayımları

Firmanın sağladığı ekspertiz raporlarına göre, planlanan yatırımların işletmeye alınmasından itibaren yükselen doluluk oranlarına bağlı olarak, kar marjlarında da artış yaşanacağı, ilk 3-4 yılın ardından ise kar marjlarının sabitleneceği varsayılmıştır.

Tablo 4.3: Ortalama Brüt Kar Marjı

Brüt Faaliyet Marjı %	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Samara IBIS	46%	53%	56%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%
Yaroslavl IBIS	58%	60%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%
Kaliningrad IBIS		40%	45%	50%	55%	58%	58%	58%	58%	58%

(Kaynak: Akfen GT, . * Kaliningrad'da yer alan Ibis Otel'in açılış tarihi 1 Temmuz 2013 olarak öngörülmüştür. Brüt kar marjı hesaplamaları 1 Temmuz- 30 Haziran periyotları içindir.)

Yıllar itibarıyla gerçekleşmesi beklenen gelirler üzerinden demirbaş ve teçhizatlar için yıllar itibarıyla kullanılmak üzere %4 oranında rezerv biriktirilmektedir. Bunun yanı sıra Accor'a otelin elde ettiği gelirler üzerinden %4 pay ödenmektedir. Sözleşme gereği Akfen GT, Samara, Yaroslavl ve

Kaliningrad'daki IBIS otellerinde 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 arazi kiralardan oluşmaktadır. Yıllar itibarıyla tüm projeler için bakım onarım giderlerinin inşaat yatırımının %0,5'i olacağı öngörülmüştür. İzleyen yıllarda bu rakam %2,5 oranında artırılmıştır.

Samara Ibis Otel için sigorta giderleri 2013 yılı itibarıyla 55.350 Euro olarak öngörülmüş, izleyen yıllarda bu rakam %2,5 oranında artırılmıştır. Emlak vergisi bedelinin (ilk 5 yıl ödemesiz) otel açıldıktan sonra istisna tutarı olarak ilk 5 yıl ödenmeyeceği ve bu istisnanın 2017 yılında biterek 2017 yılında 247.000 Euro olacağı, yıllar itibari ile yıpranma oranında (%0,45) azalarak devam edeceği öngörülmüştür (Rusya'da emlak vergisi bedeli yıllar itibari ile binanın yıpranması oranında azalmaktadır.). Samara Ibis Otel arazi vergisi bedelinin 2013 yılı için 14.000 Euro olarak ödeneceği ve yıllar itibari ile %2,5 oranında artış göstereceği varsayılmıştır. Samara İbis Otel'in, geçmiş yıl zararlarından dolayı ötelenen kurumlar vergisini 2016 yılında 197 bin Euro olmak üzere, 2017 yılından itibaren faaliyet karının %20'si oranında ödeyeceği öngörülmüştür.

Yaroslavl Ibis Otel için sigorta giderleri 2013 yılı itibarıyla 49.000 Euro olarak öngörülmüş, izleyen yıllarda bu rakam %2,5 oranında artırılmıştır. Emlak vergisi bedelinin otelin işletmeye geçmesinden sonraki ilk 5 yıl için muaf olmak üzere 2016 yılında 231.000 Euro tutarında gerçekleşeceği ve ilerleyen yıllarda %4 oranında azalacağı varsayılmıştır. Yaroslavl Ibis Otel arazi kirası 2013 yılı için firma iş planlarına göre 20.400 Euro olarak takdir edilmiş ve yıllar itibari ile %2 artacağı varsayılmıştır. Yaroslavl İbis Otel'in, geçmiş yıl zararlarından dolayı ötelenen kurumlar vergisini 2016 yılında 99 bin Euro olmak üzere, 2017 yılından itibaren faaliyet karının %20'si oranında ödeyeceği öngörülmüştür.

Kaliningrad Ibis Otel emlak vergisi tutarı otelin işletmeye geçmesinden sonraki ilk 6 yıl için muaf olmak üzere, 2019 yılında yıllık toplam 91.000 Euro olarak takdir edilmiş olup, izleyen yıllarda bina yıpranma oranına bağlı olarak yıllar itibarıyla %0,4 azalacağı varsayılmıştır. Rusya'da emlak vergisi bedeli yıllar itibari ile binanın yıpranması oranında azalmaktadır. Ayrıca ilk 6 yıl kurumlar

vergisi muafiyeti, ikinci 6 yıl da bu vergilerin %50'si oranında indirim uygulandığından kurumlar vergisi 2019 yılında başlatılmış ve %10 olarak öngörülmüştür. Bina sigortası tutarının 2014 yılı için (2013 Temmuz başı- 2014 Haziran sonu periyodu) 53.000 Euro olacağı, ilerleyen yıllarda enflasyon oranına bağlı olarak yıllar itibarıyla %2,5 artacağı varsayılmıştır. Arsa kira bedelinin inşaatın devam ettiği süre boyunca ödenmeye devam edeceği, inşaatın tamamlanmasıyla birlikte arsanın satın alınacağı varsayılmıştır.

Akfen GT'nin iştiraki olan RPI tarafından yürütülen Samara Ofis projesi için ofis bloğu yönetim giderinin kira gelirlerinin %30'u oranında olacağı varsayılmıştır. Kiralanan alanlardan (kiracılardan) toplanacak olan ortak alan katılım payının toplam yönetim giderinin %50'si oranında olacağı düşünülmüştür. Kiralanmayan alanların ortak alan katılım payı malsahibi tarafından ödeneceği varsayılmıştır. Samara Ofis projesi için bakım onarım giderinin inşaat yatırımının %0,5'i olacağı öngörülmüştür. İzleyen yıllarda bu rakam %2,5 oranında artırılmıştır. Samara Ofis için sigorta giderleri 2013 yılı itibarıyla 34.850 Euro olarak öngörülmüş, izleyen yıllarda bu rakam %2,5 oranında artırılmıştır. Emlak vergisi bedelinin (ilk 5 yıl ödemesiz) ofis açıldıktan sonra istisna tutarı olarak ilk 5 yıl ödenmeyeceği ve bu istisnanın 2017 yılında biterek 2017 yılında 106.000 Euro olacağı, yıllar itibari ile %4 yıpranma oranında azalarak devam edeceği öngörülmüştür. Samara Ofis arazi vergisi bedelinin 2013 yılı için 4.000 Euro olarak ödeneceği ve yıllar itibari ile sabit seyredeği varsayılmıştır. Samara Ofis'in, geçmiş yıl zararlarından dolayı ötelenen kurumlar vergisini 2018 yılında 177 bin Euro olmak üzere, 2018 yılından itibaren faaliyet karının %20'si oranında ödeyeceği öngörülmüştür.

Şehir bazındaki otel projelerinin genel yönetim giderleri haricinde, Firmanın öngörülmesi doğrultusunda Akfen GT için de genel yönetim giderleri hesaplanmış ve projelerin nakit akımlarına dahil edilmiştir.

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 itibarıyla yaratacağı öngörülen serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanmasında 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 opsiyonunun kullanıldığı varsayımı ile değerlendirme yapılmıştır.

4.2.4 Rusya Yatırım Projeksiyonları

Samara Ibis Otel, Yaroslavl Ibis Otel ve Samara Ofis için yatırımlar tamamlanmış olduğundan ayrıca bir yatırım öngörülmemiştir. Kaliningrad yatırımı için, arsa kira bedelinin inşaatın devam ettiği süre boyunca ödenmeye devam edeceği, inşaatın tamamlanmasıyla birlikte arsanın satın alınacağı varsayılmıştır. Temmuz 2013'de açılması planlanan Kaliningrad Ibis Otel için KDV hariç 3,3 milyon Euro civarında yatırım öngörülmüştür.

4.2.5 Rusya Projeksiyonları

Net Satışlar - Euro	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	3,921,659	4,330,123	4,664,366	5,098,088	5,338,367	5,605,285	5,885,549	6,196,758	6,488,818	6,813,259	7,153,922	7,532,198	7,887,199
Yaroslavl IBIS	4,069,146	4,423,401	4,860,086	4,998,985	5,234,593	5,496,323	5,771,139	6,076,298	6,362,681	6,680,815	7,014,856	7,385,778	7,733,878
Kaliningrad IBIS	-	4,651,400	4,780,545	4,920,397	5,281,108	5,545,164	5,822,422	6,130,293	-	-	-	-	-
Samara Office	783,597	1,066,617	1,109,282	1,153,653	1,199,799	1,247,791	1,297,703	1,349,611	1,403,595	1,459,739	1,518,128	1,578,854	1,642,008
Toplam Net Satışlar	8,774,402	14,471,541	15,414,278	16,171,123	17,053,867	17,894,563	18,776,813	19,752,959	14,255,094	14,953,813	15,686,906	16,496,830	17,263,085
Satışların Maliyeti - Euro	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	2,117,696	2,035,158	2,052,321	2,141,197	2,242,114	2,354,220	2,471,931	2,602,638	2,725,304	2,861,569	3,004,647	3,163,523	3,312,624
Yaroslavl IBIS	1,709,041	1,769,360	1,846,833	1,899,614	1,989,145	2,088,603	2,193,033	2,308,993	2,417,819	2,538,710	2,665,645	2,806,596	2,938,874
Kaliningrad IBIS	-	2,790,840	2,629,300	2,460,198	2,376,499	2,328,969	2,445,417	2,574,723	2,696,073	2,830,876	2,972,420	3,129,592	3,277,093
Toplam Satışların Maliyeti	3,826,737	6,595,358	6,528,453	6,501,010	6,607,758	6,771,791	7,110,381	7,486,354	7,839,195	8,231,155	8,642,712	9,099,711	9,528,590
Brüt Kar	4,947,665	7,876,183	8,885,825	9,670,113	10,446,109	11,122,771	11,666,432	12,266,605	12,835,119	13,462,839	14,121,384	14,848,528	15,537,097
Accor Payı Sonrası Brüt Kar	3,462,350	5,406,403	6,122,142	6,680,640	7,226,012	7,700,081	8,072,607	8,482,615	8,872,928	9,302,538	9,753,068	10,249,065	10,721,028
Otel & Ofis ile İlgili Giderler	(575,655)	(759,918)	(783,296)	(1,026,885)	(1,277,682)	(1,284,434)	(1,379,290)	(1,388,996)	(1,400,348)	(1,413,343)	(1,427,984)	(1,444,274)	(1,462,219)
FVAÖK - Euro	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	948,749	1,288,045	1,501,234	1,729,158	1,579,801	1,685,516	1,795,629	1,916,758	2,030,134	2,155,098	2,285,604	2,429,687	2,564,529
Yaroslavl IBIS	1,411,699	1,608,840	1,849,983	1,684,712	1,786,830	1,899,171	2,016,472	2,145,738	2,267,092	2,401,012	2,541,097	2,695,856	2,841,123
Kaliningrad IBIS	-	1,015,287	1,222,926	1,443,555	1,752,455	1,967,463	1,982,073	2,094,882	2,200,508	2,318,065	2,441,556	2,578,915	2,707,552
Samara Office	511,246	718,863	748,789	779,939	812,361	846,108	881,234	917,793	955,844	995,449	1,036,668	1,079,569	1,124,219
Toplam FVAÖK	2,871,694	4,631,035	5,322,932	5,637,364	5,931,448	6,398,258	6,675,407	7,075,171	7,453,579	7,869,624	8,304,925	8,784,028	9,237,423
Vergi	-	-	-	(281,200)	(482,139)	(795,408)	(890,759)	(959,431)	(1,024,550)	(1,096,003)	(1,170,714)	(1,252,799)	(1,330,614)
Yatırım Harcamaları	(3,078,637)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nakit Akım	(206,942)	4,631,035	5,322,932	5,356,164	5,449,309	5,602,850	5,784,648	6,115,740	6,429,029	6,773,620	7,134,211	7,531,229	7,906,808
İndirgeme Oranı (WACC)	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%

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: 31.12.2012 Tarihi İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu

Euro (000)		Değer	Finansal Borçlar (-)	Hazır Değerler (+)	Özsermaye Değeri
Akfen GT Merkez	KKTC & Merkez Değeri	65,599	12,586	919	53,932
	Bafra'da Arsa	2,880	-	-	2,880
RHI(50%)	Samara IBIS	28,840	30,003	9,618	69,209
	Yaroslav IBIS	32,205			
	Kaliningrad IBIS	28,549			
RPI (50%)	Samara Office	13,492	7,125	706	7,073
Akfen GT Şirket Değeri		171,565	Akfen GT Özsermaye Değeri		133,094

Firmanın nakit akımlarının yıllar itibarıyla ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenmesi sonucunda 31 Aralık 2012 itibari ile firma değeri **171,565 milyon Euro** olarak hesaplanmaktadır.

Firmanın 31 Aralık 2012 itibarıyla hesaplanan firma değerinden net finansal borç tutarının çıkarılması hazır değerlerin eklenmesi neticesinde özsermaye değeri **133,094 milyon Euro (312,997 milyon TL)** olarak hesaplanmaktadır.

4. Ekler

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 hesaplama yolu izlenmiştir.

KKTC

Firmanın borç-özsermaye dengesinin, ilerleyen senelerde uzun vadede %25 borç –%75 özsermaye ile seyredeceği öngörülmüştür.

Firmanın borçlanma maliyetinin mevcut piyasa şartları ve Firmanın borçluluk yapısı dikkate alınarak (Türkiye risksiz getiri oranı + %1) düzeyinde olacağı öngörülmüştür. 18 Mayıs 2020 vadeli Eurobond getiri faizi %3,04 alınmış, toplamda %4,04 düzeyi projeksiyon dönemi boyunca sabit alınmıştır. Formülde t ile ifade edilen Kurumlar Vergisi oranı %23,5'dir. Vergi etkisi dahil edildiğinde borçlanma maliyeti %3,09 olmaktadır.

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

Matematiksel ifadesi $K_e = R_f + \beta * \text{Piyasa Risk Primi}$ olan CAPM Modelinde Piyasa Risk Primi bileşeni için %6,0 prim kabul edilmiştir.

Akfen GT'nin Kıbrıs için levered betası, Akfen GYO'nun son iki yıllık beta ortalaması olan 0.87'nin unlevered edilip, ortalamasının firma borçluluk yapısına ve %23,5 vergi oranına uygun şekilde relever edilmesi yoluyla 0,71 olarak hesaplanmış, ilerleyen senelerde firmanın borçluluk yapısı değişmediği için sabit

alınmıştır. R_f olarak 18 Mayıs 2020 vadeli Eurobond getiri faizi %3,04 alınmıştır. Kıbrıs için ülke risk primi %0,50 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 maliyeti olarak, mevcut piyasa şartlarında Firma'nın Rusya projelerinin finansmanında kullandığı büyük montanlı 2022 ve 2023 vadeli EBRD ve IFC kredilerinde katlandığı maliyet, proje başına alınan kredi ve faiz oranları ile ağırlandırılarak %7,2 öngörülmüştür. Yıllar itibarıyla bu oran sabit tutulmuştur. Formülde t ile ifade edilen Kurumlar Vergisi oranı %20'dir. Vergi etkisi dahil edildiğinde borçlanma maliyeti %6,0 olmaktadır.

Matematiksel ifadesi $K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ olan CAPM Modeline R_f olarak %2,5 kullanılmıştır. Uzun vadeli EUR cinsi Rusya eurobondu bulunmaması sebebiyle, Rusya, Almanya ile kıyaslanmış, Almanya'nın Euro cinsinden 10 yıllık tahvil getirisi olan %1,66 rakamına, Rusya ülke CDS farkı olan %1,9 eklenerek %3,56 Rusya risksiz getiri rakamı varsayılmıştır,

CAPM Modeli'nin piyasa risk primi olarak ifade edilen $(R_m - R_f)$ bileşeni için %6,0 oranı kabul edilmiştir. Rusya için levered beta 1,00 olarak alınmıştır. Rusya için ülke risk primi %0,50 olarak kabul edilmiştir.