

**AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE
İNŞAAT A.Ş.**

Firma Değerleme Raporu



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

19 Şubat 2013

UYARI NOTU

Bu değerleme raporu (“Rapor”), çeşitli dokümanlar ve finansal tabloları kapsamakta olup, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (“TSKB”) tarafından Rapor’a konu Akfen Karaköy Gayrimenkul Yatırımları ve İnşaat A.Ş. (“Akfen Karaköy”)’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 Karaköy’ün 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 Karaköy ve diğer kaynaklardan elde edilen bilgiler 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 itibariyle geçerlidir.

Bu Rapor kapsamında sunulmuş olan analiz, görüş ve sonuçlar, tarafımıza Akfen GYO ve Akfen Karaköy tarafından sağlanan bilgi ve belgeler 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

1. Giriş ve Kapsam	4
2. Sektör	8
2.1 Dünyada Turizm Sektörü	8
2.2 Türkiye’de Turizm Sektörü	9
2.3 İstanbul’da Turizm Sektörü.....	13
Karaköy- Salıpazarı Bölgesi.....	15
3. Firma	17
3.1 Kuruluş ve Mevcut Durum.....	17
3.2 Sermaye Yapısı.....	17
3.3 Finansal Duran Varlıklar	17
3.4 Finansal Tablolar	18
4. Değerleme	21
4.1. Kapsam ve Metodoloji	21
4.2. Değerleme Sonucu	22

1.Giriş ve Kapsam

1. Giriş ve Kapsam

Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Akfen GYO”), bağlı ortaklıklarından olan Karaköy Gayrimenkul Yatırımları ve İnşaat A.Ş. (“Akfen Karaköy”, “Firma”)’nin, Firma değerini belirlemek amacıyla değerlendirme danışmanlığı almak için Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.’ne (“TSKB”) başvuruda bulunmuştur.

Bu çalışma, yukarıda belirtilen talep üzerine ilgili Firmanın değerinin tespiti amacıyla Akfen Karaköy’ün mali tabloları baz alınarak, detaylı hukuki ve finansal inceleme, muhasebesel denetim ve/ya yönetim sunumları gerçekleştirilmeden tamamlanmıştır.

Şirket değerlemede kullanılan başlıca 3 yöntem bulunmaktadır. Bunlardan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminde, şirketin gelecekte yaratacağı nakit akımları piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranı üzerinden bugüne indirgenerek şirket değeri hesaplanmaktadır. Çarpan Analizi yönteminde ise değerlemesi yapılan firma ile aynı sektörde faaliyet gösteren benzer firmaların finansal rasyolarının ortalamaları ve/veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan rasyolar dikkate alınarak değer tespit edilmektedir. Akfen Karaköy firmasının faaliyete geçmemiş olması nedeniyle, İNA ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmamaktadır. Dolayısıyla, bu raporda şirketin değerlemesinde, 3. bir yöntem olan Net Aktif Değeri yöntemine başvurulmuştur.

Net Aktif Değeri 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 Karaköy, Vakıflar Kanunu’nun 6. maddesi gereğince mazbut vakıf özelliği taşıyan, yönetim ve temsil hakkı Vakıflar Genel Müdürlüğü’ne ait olan gayrimenkullerin "İnşaat Yapım Şartlı Kiralama Sözleşmesi"ni 22.06.2011 tarihinde devralmış ve söz konusu kira sözleşmesinden doğan hakkın adil piyasa

değerinin belirlenmesi amacıyla TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından 31.12.2012 tarihinde değerlendirme raporu hazırlanmıştır.

Firmanın Net Aktif Değer yöntemine göre değeri bulunurken, TSKB Gayrimenkul Değerleme'nin ilgili raporunda belirlenen değere göre Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller kalemi tarafımızca revize edilmiş ve buna göre Akfen Karaköy'ün 30 Eylül 2012 tarihli bilançosunda revize edilmiş aktiflerden, pasiflerinde bulunan tüm borç ve borç karşılıkları düşülmüştür.

Çalışmada baz alınan mali tablolar Akfen Karaköy'den temin edilmiştir. 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.

2.Sektör

2. Sektör

2.1 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 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 ve 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 dönemlerine paralel olarak durgunluk eğilimde olan sektör, ekonomideki iyileşme dönemlerindeyse hızlı bir toparlanma ve gelişim eğilimindedir. Turizm sektörü, ulaştırma, hizmet ve perakende gibi öne çıkan diğer ana sektörler için de itici güç oluşturmaktadır.

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.

World Travel & Tourism Council 2012 Raporu'na göre turizm bugün Dünya gayrisafi hasılasının önemli bölümünü oluşturan bir sektör konumundadır. Dünyada toplam GSYH içerisinde seyahat ve turizm sektörü, 2011 yılında 6 trilyon ABD dolarını 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.

2.2 Türkiye'de Turizm Sektörü

Türkiye 1980 yılı itibariyle turizm sektörüne yapmış olduğu yatırımlar ve turizm faaliyetleri neticesinde önemli aşama kaydetmiş ve Dünyada tercih edilen ülkelerden biri konumuna gelmiştir. 2002 yılında turist sayısı bakımından Dünya turizminde 17. sırada yer alan Türkiye, mevcut durumda turist sayısı bakımından 6. sraya, turizm geliri bakımından da 11. sıradadır. Son on yıl içerisinde Türkiye'yi ziyaret eden yabancı ziyaretçi sayının gelişimi aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2.1: Türkiye'yi Ziyaret Eden Turist Sayısı (Bin Kişi)

Yıllar	Yerli	Yabancı	Toplam
2001	2.174	11.277	13.450
2002	2.293	12.922	15.215
2003	2.601	13.701	16.302
2004	3.060	17.203	20.263
2005	3.602	20.523	24.125
2006	3.873	19.276	23.149
2007	4.198	23.017	27.215
2008	4.549	26.431	30.980
2009	4.658	27.348	32.006
2010	4.517	28.511	33.028
2011	4.827	31.325	36.151
2012-9	4.032	25.063	29.095

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Rakamlara incelendiğinde, 2010 yılında 33,0 milyon kişi seviyesindeki toplam turist sayısı, 2011 yılında %9,5 seviyesinde artarak 36,1 milyon kişi seviyesine yükselmiştir. Bu artış, Türkiye'yi ziyaret eden yabancı turist sayısındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Aynı dönemdeki yabancı turist sayısındaki artış %9,9 oranında gerçekleşmiştir.

Türkiye Turizm ve Kültür Bakanlığı 2011 yılı raporuna göre Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçilerin ölkere göre dağılımında, Almanya %15,4 pay ile birinci sırada yer alırken, Rusya %11,1 pay ile ikinci sırada, İngiltere %8,2 pay ile üçüncü sırada yer almaktadır. Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçilerin %54,4'ü OECD ölkeleri ziyaretçilerinden oluşmaktadır.

Turist sayısındaki artışa rağmen turizm gelirlerinde kişi başı gerçekleştirilen harcama, 2008 yılından 2010 yılına kadar global krizin etkisiyle azalma göstermiştir. Bununla beraber, 2010 yılından 2011 yılına geçişte yabancıların kişi başına gerçekleştirdiği harcamalar %4,4'lük artış göstermiştir. Kişi başı yerli harcamaların %6,6'lık azalış göstermesiyle, toplam ortalama kişi başı harcama %1,1'lik artış göstermiştir. Kişi başı yerli harcamaların azalış göstermesinde TL cinsi yapılan harcamalar göz önünde bulundurulduğunda kurlardaki artış etkindir. 2001 yılından itibaren bakıldığında turist sayısı ile beraber, turizm gelirlerinde genel bir artış görülmektedir. 2001 yılı itibariyle turizm gelirleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 2.2: Türkiye Turizm Gelirleri

Yıllar	Yerli		Yabancı		Toplam	
	Gelir (Milyon \$)	Ortalama Harcama (\$)	Gelir (Milyon \$)	Ortalama Harcama (\$)	Gelir (Milyon \$)	Ortalama Harcama(\$)
2001	2.680.908	1.233	7.386.246	655	10.067.155	748
2002	2.891.247	1.261	9.009.677	697	11.900.925	782
2003	3.526.520	1.356	9.676.623	706	13.203.144	810
2004	3.763.639	1.230	12.124.059	705	15.887.699	784
2005	4.224.203	1.173	13.929.300	679	18.153.504	752
2006	4.294.117	1.109	12.556.829	651	16.850.947	728
2007	4.497.055	1.071	13.989.952	608	18.487.008	679
2008	5.149.189	1.132	16.801.618	636	21.950.807	709
2009	5.396.260	1.158	15 853 074	580	21.249.334	664
2010	5.229.352	1.158	15.577.357	546	20.806.708	630
2011	5.222.099	1.082	17.798.294	568	23.020.392	637
2012-9	3.660.433	908	13.672.850	546	17.333.284	596

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Son yıllardaki Türkiye'yi ziyaret eden turist sayısındaki artışla beraber tesis sayısında da artış meydana gelmiştir. Turizm Bakanlığı'nca yatırım süreci devam etmekte olan yatırım belgeli ve faaliyette olan işletme belgeli oteller olmak üzere iki bölümde sınıflandırılan tesislerin sayılarına bakıldığında, 2001 yılında 1.998

adet seviyesindeki işletme belgeli tesis sayısı %32,5 oranında artarak 2010¹ yılı sonu itibarıyla 2.647 adet seviyesine yükselmiştir. Yatak sayısında ise 368.819 seviyesindeki değer aynı dönemler arasında yıllık ortalama %6,1'lik büyüme ile 2010 yılı itibarıyla 629.465 seviyesine ulaşmıştır.

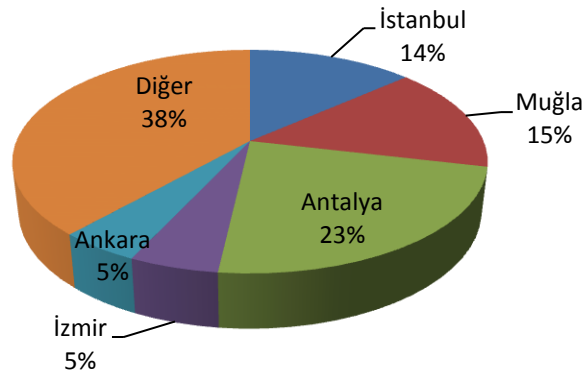
Tablo 2.3: Türkiye Genelinde Tesis ve Yatak Sayısı

Yıllar	Yatırım Belgeli Tesisler		İşletme Belgeli Tesisler	
	Tesis Sayısı	Yatak Sayısı	Tesis Sayısı	Yatak Sayısı
2001	1.237	229 047	1 998	368 819
2002	1.138	222 876	2 124	396 148
2003	1.130	242 603	2 240	420 697
2004	1.151	259 424	2 357	454 290
2005	1.039	278 255	2 412	483 330
2006	869	274 687	2 475	508 632
2007	776	254 191	2 514	532 262
2008	772	258 287	2 566	567 470
2009	754	231 456	2 625	608 765
2010	877	252 984	2 647	629 465

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Bu yatırımların şehirlere göre dağılımına bakıldığında ise, 2010 yıl sonu itibarıyla yatırım ve işletme belgeli olmak üzere toplam 3.524 adet seviyesindeki toplam tesis sayısının %50'sinden fazlası Antalya, Muğla ve İstanbul illerinde yer aldığı görülmektedir. Aşağıdaki grafikte 2010 yıl sonu itibarıyla tesis sayılarının iller bazında dağılımı gösterilmektedir.

Grafik 2.1: 2009 Yıl Sonu İtibarıyla Tesis Sayılarının İller Bazında Dağılımı



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

¹ 2011 yılı verileri henüz açıklanmamıştır.

Türkiye genelindeki mevcut tesislerin 2001-2011 yılları arasındaki doluluk oranları aşağıdaki tabloda verilmiştir. Bu dönemde Türkiye’deki tesislerin doluluk oranı genel olarak artış göstermiş ve 2011 yılında %51,5 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2.4: Türkiye Genelinde Tesislerin Doluluk Oranı

DOLULUK ORANI(%)			
Yıllar	Yerli	Yabancı	Toplam
2001	12,80	32,82	45,62
2002	12,65	36,04	48,68
2003	13,33	33,56	46,90
2004	13,50	36,57	50,07
2005	13,16	39,22	52,38
2006	14,91	32,35	47,26
2007	14,43	36,68	51,12
2008	13,80	37,71	51,51
2009	13,52	35,38	48,90
2010	11,94	37,23	37,23
2011	13,34	38,12	51,46

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Beklentiler

Türkiye’de turizm sektöründeki fiyat kalite oranı ve herşey dahil sisteminin uygulanışı sayesinde, İspanya, Portekiz ve Yunanistan gibi ülkelerin ekonomik sıkıntılar sebebiyle fiyat indirimlerinden Türkiye’nin turizm gelirlerinin olumsuz etkilenmediği gözlenmekte ve etkilememeye devam etmesi beklenmektedir. Tunus ve Mısır gibi ülkelerdeki siyasi koşulların da Türkiye turizmine olumlu etki yapması öngörülmektedir.

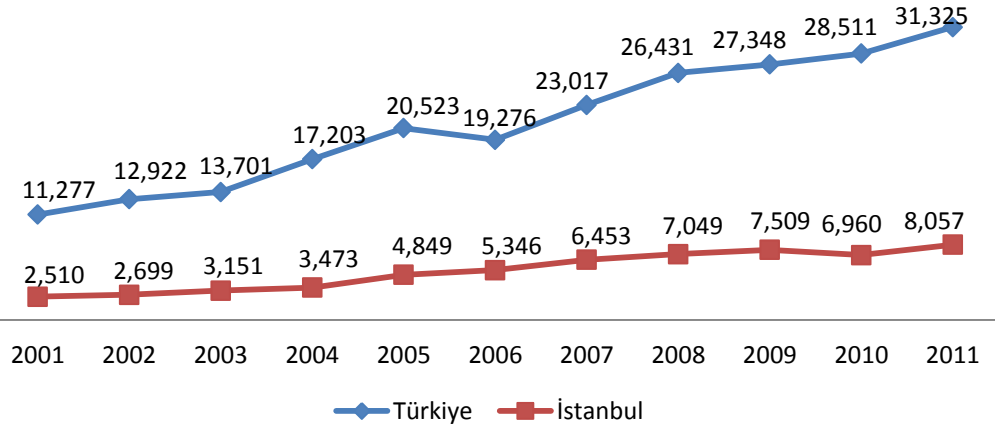
Bu koşullar da dikkate alındığında, 2012 yılında Türkiye’yi ziyaret edecek yabancı ziyaretçi sayısının 31-33 milyon seviyelerinde, toplam turizm gelirin ise 25 milyar doların üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

2023 Turizm Strateji belgesinde, Türkiye dünyanın en çok turist çeken ve en fazla turizm geliri elde eden ilk beş ülkesinden biri olması hedeflenmektedir. Bu yönde uzun vadeli yatırımlar teşvik edilerek, Türkiye’ye ulaşım ağının yapılandırılması çalışmaları gerçekleştirilmektedir.

2.3 İstanbul'da Turizm Sektörü

Türkiye turizm verilerinde son yıllarda yaşanan olumlu gelişmenin etkisi İstanbul turizminde de gözlenmektedir. İstanbul Kültür ve Turizm İl Müdürlüğü Raporlarına göre 2011 yılı ilk 6 aylık döneminde İstanbul'a gelen yabancı turist sayısı 3,5 milyon seviyesinden %18,7'lik artış göstererek 2012 yılı aynı döneminde 4,2 milyon seviyelerine ulaşmıştır. Yapılan turizm yatırımları, Davos'un İstanbul'da toplanması ve Shopping Fest'ler de İstanbul turizminin canlanması üzerinde etkili olmuştur. Aşağıdaki tabloda Türkiye geneli ve İstanbul'daki yabancı turist sayısının yıllar itibariyle karşılaştırılması verilmektedir.

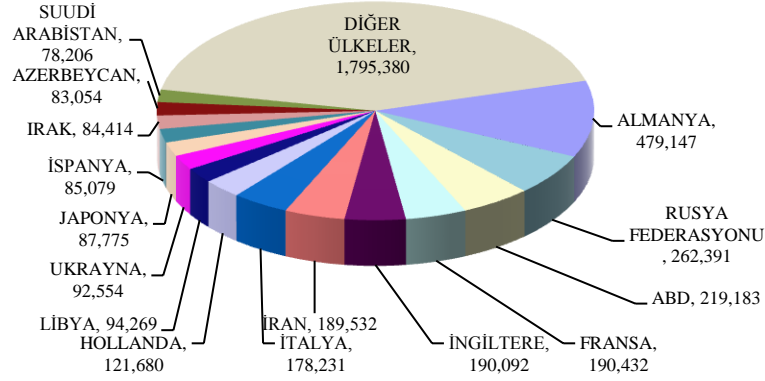
Grafik 2.2: Son 10 yıl Türkiye ve İstanbul'a gelen yabancı sayıları eğrisi



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

2012 yılının ilk yarısında İstanbul'a gelen yabancı turistlerin milliyetlerine göre dağılımına bakıldığında, en çok ziyaret edenler sırasıyla; Almanlar (%11,3), Ruslar (%6,2), Amerikalılar (%5,2), Fransızlar (%4,5), İngilizler (%4,5), İranlılar (%4,5), İtalyanlar (%4,2), Hollandalılar (%2,9), Libyalılar (%2,2), Ukraynalılar (%2,2), Japonlar (%2,1), İspanyollar (%2,0), Iraklılar (%2,0), Azeriler (%2,0), Suudi Arabistanlılar (%1,8), Diğer ülkeler (42,4) şeklindedir.

Grafik 2.3: Türkiye'ye Gelen Turistlerin Milliyetlerine Göre Dağılımı



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

İstanbul'daki turistlerin büyük bir kısmı Amerika ve Avrupa ülkelerinden gelmektedir. Öte yandan, son yıllarda Arap ülkelerinin İstanbul'a ilgisi artmış, 2012 6 aylık döneminde bu ülkelerden gelen turist sayısı geçen yıl aynı döneme göre %71'lik bir artış göstermiştir. Artış gösteren Arap ülkelerinin başlıcaları; Suudi Arabistan, Libya, Bahreyn, Katar, Irak, Mısır'dır.

İstanbul'da konaklama tesislerinin yapısına bakıldığında, İşletme Belgeli 72.410, belediye belgeli yaklaşık 50.000 yatak olmak üzere toplam kapasite 120.000'in üzerindedir.

Tablo 2.4 : Kültür ve Turizm Bakanlığı "İşletme Belgeli" Tesis Sayısı

Yer Tür	Avrupa		Anadolu		Toplam		
	Tesis Sayısı	Oda Sayısı	Yatak Sayısı	Tesis Sayısı	Oda Sayısı	Yatak S.	
Özel Tesis	79	8	2.835	177	5.907	366	6.273
Butik Otel	8	3	441	79	898	162	1.060
Beş Yıldızlı Otel	39	8	10.777	2119	22.024	4.236	26.260
Dört Yıldızlı Otel	90	5	10.080	436	20.185	867	21.052
Üç Yıldızlı Otel	76	14	4.550	787	8.778	1.530	10.308
İki Yıldızlı Otel	51	6	1.797	199	3.451	379	3.830
Tek Yıldızlı Otel	12	1	439	47	842	106	948
Apartment	3	1	60	36	150	72	222
Golf Tesisleri	2	-	755	-	2.322	-	2.322
Pansiyon	3	1	26	10	52	19	71
Motel	1	-	32	-	64	-	64
Toplam	364	47	31.792	3.890	64.673	7.737	72.410

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Ayrıca, Kültür ve Turizm Bakanlığı'ndan yatırım belgesi almış ve İstanbul'da inşası devam eden tesislerin toplam yatak kapasitesi 35.842 adettir.

Karaköy- Salıpaazarı Bölgesi

Novotel projesinin gerçekleşeceği Karaköy bölgesi incelendiğinde Salıpaazarı Limanı çekici bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Geçmiş yıllarda  zelleştirme ihalelerinin iptal edildiği Salıpaazarı Limanı (Galataport Projesi) imar projesi  zelleştirme Yüksek Kurulu tarafından Kasım 2012'de onaylandı. Projenin gelişi beklentisi ile büyük yatırımcılar ve otel markaları bölgeden gayrimenkul alımları-satımları gerçekleştirmiştir. Bölge kentin merkezinde olması nedeniyle, atıl kalmış bir bölge olmasına rağmen dönüşüm sürecinin bölgeye lüks bir turizm merkezi silüeti getireceği öngörülmektedir.

Karaköy konumu itibariyle İstanbul'un tarihi ve kültürel dokusuna yakın bir lokasyon olup, Galataport Projesinin tamamlanması halinde liman sahasında ve geri plandaki tarihi ve doğal güzelliklerin ön plana çıkarılması, limanın uluslararası standartlara uygun bir komplekse dönüştürülmesi, bölge ticaretinin ve istihdamın artırılması beklenmektedir. Yurtdışında da bu tür merkezi konumlu atıl alanların yeniden kente kazandırılması ile ilgili başarılı örnekler mevcut olup, Akfen'in Karaköy'deki otel projesini oldukça değerli kılmaktadır.

3.Firma

3. Firma

3.1 Kuruluş ve Mevcut Durum

Akfen Karaköy 31 Mayıs 2011 tarihinde kurulmuş olup, Akfen GYO'nun bağlı ortaklığıdır.

Firmanın ana faaliyet konusu, her tür turizm tesisi, otel ve gayrimenkul yatırımlarının planlanması, inşaatının yapılması, yaptırılması, kiralanması, işletilmesi ve işlettilmesidir.

Firma, kuruluş amacı doğrultusunda, 22 Haziran 2011 tarihinde devraldığı "İnşaat Yapım Şartlı Kiralama Sözleşmesi" uyarınca, Vakıflar Genel Müdürlüğüne ait Beyoğlu/İstanbul'da bulunan birbirine bitişik arsalar üzerinde bir turizm yatırımı öngörmektedir. Yapılacak yatırım projesi, 200 odadan oluşacak 5 yıldızlı bir tesis olup, bu tesisin uluslararası bir markaya sahip otel işletme şirketi tarafından işletilmesi planlanmaktadır.

3.2 Sermaye Yapısı

Firmanın ödenmiş sermayesi 31.12.2012 itibariyle 17,2 milyon TL'dir. Ödenmiş sermayenin ortaklar arasındaki dağılımı aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.1: Akfen Karaköy Ortaklık ve Sermaye Yapısı

Ortaklar	Hisse Tutarı (TL)	Ortaklık Payı (%)
Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	12.039.656	%69,998
Akfen Gayrimenkul Ticareti ve İnşaat A.Ş.	172	%0,001
Akfen Holding A.Ş.	172	%0,001
Keskin Global Yatırım Turizm İnşaat Ltd.Şti.	5.159.828	%29,999
Bilal Keskin	172	%0,001
Toplam	17.200.000	%100,000

Kaynak: Akfen Karaköy

3.3 Finansal Duran Varlıklar

Değerleme tarihi itibari ile, Akfen Karaköy'ün bağlı ortaklık ve/veya iştiraki bulunmamaktadır.

3.4 Finansal Tablolar

31.05.2011 tarihinde kurulmuş olan Akfen Karaköy'ün 30 Eylül 2012 itibariyle bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3.2: Akfen Karaköy Bilanço

AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE İNŞAAT A.Ş.

ÖZET BİLANÇOSU

(TL)	30/09/2012
Nakit ve Benzerleri	420
Diğer Dönen Varlıklar	1.894.362
Toplam Dönen Varlıklar	1.894.782
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	90.419.683
Diğer Duran Varlıklar	9.610.340
Toplam Duran Varlıklar	100.030.023
AKTİF TOPLAMI	101.924.805
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.514
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.514
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	17.370.306
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	17.370.306
Toplam Yükümlülükler	17.371.820
Ödenmiş Sermaye	15.071.416
Geçmiş Yıllar Karları (Zararları)	70.696.533
Net Dönem Karı	- 1.214.964
Toplam Özsermaye	84.552.985
PASİF TOPLAMI	101.924.805

Firmanın aktiflerinde yer alan en önemli kalem olan “Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller” ile ilgili olarak sözleşme gereğince, sözleşme tarihinden itibaren ilk 5 yıl içerisinde binanın uygulama projelerinin hazırlanması, ilgili Kurum ve Kuruluşlara onaylatılarak inşaat ruhsatının alınması ve inşaat imalatlarının bitirilerek binanın işletmeye açılması gerekmektedir.

Diğer büyük aktif kalemleri olan “Diğer Dönen Varlıklar” ve Diğer Duran Varlıklar”, söz konusu arsa için 5 yıllık peşin ödenmiş kira giderini sırasıyla aylık ve yıllık bazda içermektedir.

Tablo 3.2: Akfen Karaköy Gelir Tablosu

AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE İNŞAAT A.Ş.

ÖZET GELİR TABLOSU

(TL)	30/09/2012
Satışların Maliyeti	- 1.171.602
BRÜT KAR/ZARAR	- 1.171.602
Genel Yönetim Giderleri	- 241.633
Diğer Faaliyet Giderleri	- 4
FAALİYET KARI	- 1.413.239
Finansal Giderler	- 5.723
Vergi (net)	203.998
NET DÖNEM KARI/ZARARI	- 1.214.964

Şirket faaliyet geliri kazanmaya henüz başlamamış olup, “Satışların Maliyeti” kalemi ilgili dönem içerisinde tahakkuk eden söz konusu arsa kira giderleri içermektedir.

4. Değerleme

4. Değerleme

4.1. Kapsam ve Metodoloji

Akfen Karaköy'ün adil piyasa değerinin tespitinde Net Aktif Değer yöntemi kullanılmıştır. Net Aktif Değer yöntemi, Firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarından bağımsız olarak Firma bünyesinde mevcut durumda sahip olunan tüm varlıkların yaklaşık piyasa değeri hesaplanarak, bu tutardan tüm borçların piyasa değerinin düşülmesi ile bir "Düzeltilmiş Defter Değeri" bulunması esasına dayanmaktadır.

Bu kapsamda bilançoda yer alan tarihi maliyetli kalemlerin, günümüz cari piyasa değerleri ile ifade edilmesi ve bu amaçla Firmanın sahip olduğu varlıkların tahmini reel değerleri ve sabit varlıkların da ekspertiz değerleri tespit edildikten sonra elde edilen değerden, finansal ve diğer yükümlülüklerin düşülmesi suretiyle net aktif değere ulaşılmaktadır.

Akfen Karaköy'ün Net Aktif Değeri, Firmanın en son tarihli finansal tablosu olan 30 Eylül 2012 tarihli bilançosu dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Firmanın 30 Eylül 2012 bilançosunda en önemli sabit kıymet kalemi olan "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller", TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin 31.12.2012 tarihli ekspertiz raporundaki piyasa değeri ile revize edilmiştir. Akfen Karaköy'ün aktifinde yer alan diğer kalemler ile Firmanın yükümlülüklerine ilişkin değerler ise, piyasa değerini yansıttığı varsayımı ile bilançoda yer alan tutarlar üzerinden hesaplanmıştır.

Firmanın sabit kıymetleri Vakıflar Kanunu'nun 6. maddesi gereğince mazbut vakıf özelliği taşıyan, yönetim ve temsil hakkı Vakıflar Genel Müdürlüğü'ne ait olan gayrimenkuller olup, söz konusu gayrimenkullere ilişkin "İnşaat Yapım Şartlı Kiralama Sözleşmesi" 22.06.2011 tarihinde Akfen Karaköy tarafından devralınmıştır.

İlgili çalışma dahilinde değerlemeye baz teşkil eden hesapların geçerliliği, doğruluğu ve varlığı konusunda herhangi bir finansal ve hukuki detaylı inceleme ile mali denetim gerçekleştirilmemiştir.

4.2. Değerleme Sonucu

30 Eylül 2012 bilançosu ve 31.12.2012 tarihli ekspertiz raporuna göre Firmanın Net Aktif Değeri 86.253.302 TL olarak belirlenmiştir.

Tablo 4.1: Akfen Karaköy Net Aktif Değeri

**AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE İNŞAAT A.Ş.
31/12/2012 İTİBARIYLA NET AKTİF DEĞERİ (TL)**

+	Nakit ve Benzerleri	420
+	Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	92.120.000
+	Diğer Dönen ve Duran Varlıklar	11.504.702
	Toplam Varlıklar	103.625.122
-	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.514
-	Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	17.370.306
	Net Aktif Değer	86.253.302