

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

Firma Değerleme Raporu



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

19 Şubat 2014

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 yayınlandığı tarih itibarıyla 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	7
2.1 Dünyada Turizm Sektörü	8
2.2 Türkiye’de Turizm Sektörü	10
2.3 İstanbul’da Turizm Sektörü.....	16
Karaköy- Salıpazarı Bölgesi.....	19
3. Firma	200
3.1 Kuruluş ve Mevcut Durum.....	21
3.2 Sermaye Yapısı.....	21
3.3 Finansal Duran Varlıklar	22
3.4 Finansal Tablolar	22
4. Değerleme	24
4.1. Kapsam ve Metodoloji	25
4.2. Değerleme Sonucu	26

1.Giriş ve Kapsam

1. Giriş ve Kapsam

Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Akfen GYO”), bağlı ortaklıklarından olan Akfen Karaköy Gayrimenkul Yatırımları ve İnşaat A.Ş.’nin (“Akfen Karaköy”, “Firma”), Firma değerini belirlemek amacıyla değerlendirme danışmanlığı almak için Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.’ye (“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 değerlendirme 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 portföyündeki otel projesinin faaliyete geçmemiş olması nedeniyle, İNA ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmamaktadır. Dolayısıyla, bu raporda şirketin değerlendirilmesinde, 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 31.12.2013 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 Firma tarafından revize edilmiş ve buna göre Akfen Karaköy'ün 31 Aralık 2013 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

Dünyada 1950'lerden günümüze hızla büyüyen ve genişleyen bir gelişim sürecine girmiş olan turizm sektörü, ekonomilere doğrudan ve dolaylı fayda sağlayan bir sektör olarak, dünya genelinde pek çok ülke için önemli ölçüde ekonomik katma değer yaratmaktadır. Emek yoğun bir sektör olması nedeniyle geniş istihdam olanakları yaratması, gelişim gösterdiği bölge ve ülkenin ekonomisine artı değerler katması turizm sektörüne verilen önemi artırmıştır. Bugün ekonomilere katkı sağlayan 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 gösteren globalleşme ile birlikte, günümüzde ulaşım ve iletişim oldukça hızlı 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 eğiliminde olan sektör, ekonomideki iyileşme dönemlerinde hızlı bir toparlanma ve gelişim eğilimi göstermektedir. Turizm sektörü, ulaştırma, hizmet ve perakende gibi öne çıkan diğer ana sektörleri de desteklemektedir.

Sektör gelire sağladığı katkı yanında, döviz geliri ile ödemeler dengesi açığının kapanmasında önemli rol oynamaktadır. Turizm talebine bağlı olarak altyapı yatırımlarının geliştirilmesi, tarımsal ve sınai üretimin artırılması, haberleşme ve ulaştırma sistemlerinin iyileştirilmesi, ticaret ve hizmet işletmelerinin etkinlik kazanması turizmin gelişmesine bağlı olarak beklenen gelişmelerdir. Ülke için

etkin bir pazarlama ve reklam aracı olan sektör, uluslararası kültürel ve toplumsal iletişimi sağlayıcı bir etkiye sahiptir.

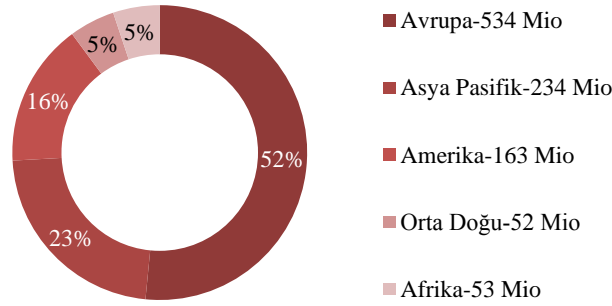
World Travel & Tourism Council 2013 Raporu'na göre turizm, bugün küresel GSYH'nin önemli bölümünü oluşturan bir sektör konumunda olup, 2013 yılında yaklaşık %4 oranında bir büyüme kaydetmiştir. Diğer sektörlerle etkisi de göz önüne alındığında, 2012 yılında seyahat ve turizm sektörü, küresel GSYH içerisinde 6,6 trilyon ABD dolarını aşan büyüklüğü ile %9,3 pay sahibi olarak 261,4 milyon kişiye istihdam sağlamıştır. Seyahat ve turizm sektörü, yapılan yabancı turist harcamalarına göre sınıflandırıldığında ise 2012 yılında 5,3 trilyon ABD doları olan yabancı harcamaların %76'sı tatil, %24'ü ise iş seyahati kapsamında gerçekleştirilmiştir.

Önümüzdeki 10 yıl içerisinde seyahat ve turizm sektörünün yıllık ortalama %4,4 civarında büyüyeceği, toplam GSYH'nin %10'unu oluşturarak yaklaşık 10,5 trilyon ABD dolarına ulaşacağı öngörülmektedir. Sektördeki büyüme, yükselen yaşam standartları ve harcanabilir gelirin de etkileriyle, tatil kapsamında yapılan yabancı harcamaların 2023 yılında %4,6'lık büyüme ile 5,2 trilyon ABD dolarına, iş seyahati kapsamında yapılan yabancı harcamaların ise %4,1'lik büyüme ile 1,6 trilyon ABD dolarına yaklaşacağı öngörülmektedir.

Dünya Turizm Örgütü'nün (DTÖ) 2013 Raporu'na göre, 2012 yılında turistler tarafından en çok ziyaret edilen bölge, %52'lik pay ve 534 milyon kişi ile Avrupa bölgesi olmuştur. Ayrıca raporda, dünya çapında seyahat eden turist sayısının 2012 yılında %4'lük bir artış ile 1,035 milyara yükseldiği açıklanmıştır. Rapora göre, seyahat eden turist sayısı gelişen ülkelerde %4,3; gelişmiş ülkelerde %3,7; Asya-Pasifik ülkelerde ise en yüksek oran ile %7 oranında büyüme yakalamıştır. 2012 yılında özellikle Euro bölgesindeki ekonomik durgunluk göz önüne alındığında, turizm sektöründeki yaklaşık %4'lük büyüme ile sektördeki turist sayısının ilk defa 1 milyarın üzerine çıkmasının, sektör açısından olumlu bir gelişme olduğu düşünülmektedir. Gelecek beklentilere yönelik olarak, 2030 yılında seyahat eden turist sayısının 1,8 milyara yükseleceği, günde 5 milyon insanın ülkeler arası seyahat edeceği, sektördeki büyümenin en hızlı Asya-Pasifik ülkelerde olacağı ve

aile, arkadaş ziyareti ile sağlık amaçlı seyahatlerinin, iş seyahati ve tatil amaçlı seyahatlerin önüne geçeceği öngörülmektedir¹.

Grafik 2.1.1: 2012 Yılında Bölgeler Bazında Ziyaret Eden Turist Sayısı (Mio Kişi) ve Yüzdese Pay Dağılımı (%)



Kaynak: Dünya Turizm Örgütü 2013 Raporu

2.2 Türkiye'de Turizm Sektörü

2634 sayılı Turizmi Teşvik Kanunu'nun yürürlüğe girdiği 1982 yılından günümüze kadar uygulanan teşvik politikalarının, kanunun uygulanması ile paralel olarak sektöre yapılan yatırımlar ile turizm sektörünün gelişimi neticesinde bu alanda Türkiye 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. sırada, turizm geliri bakımından da 11. sırada yer alarak 2011 yılındaki konumunu korumuştur². Son dokuz yıl içerisinde Türkiye'yi ziyaret eden yabancı ziyaretçi sayısının gelişimi aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2.2.1: Türkiye'yi Ziyaret Eden Turist Sayısı (Bin Kişi)

Yıllar	Yerli	Yabancı	Toplam
2004	3.237	17.517	20.754

¹ Dünya Turizm Örgütü 2013

² Dünya Turizm Örgütü 2013

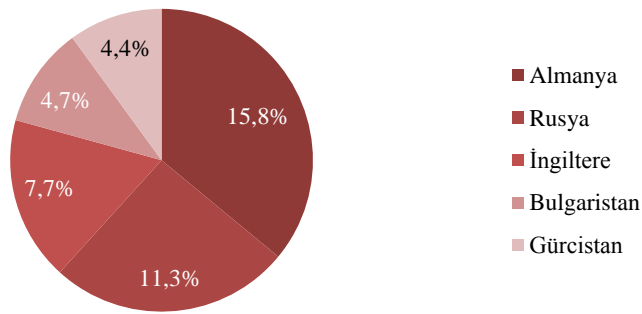
2005	3.920	21.125	25.045
2006	4.104	19.820	23.924
2007	3.899	23.341	27.240
2008	4.801	26.337	31.138
2009	4.683	27.077	31.760
2010	4.365	28.632	32.997
2011	5.313	31.456	36.769
2012	5.932	31.783	37.715
2012-9	4.648	25.757	30.406
2013-9	4.056	28.355	32.411

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Rakamlar daha detaylı incelendiğinde, 2011 yılında 36,8 milyon kişi seviyesindeki toplam turist sayısı, 2012 yılında yaklaşık %2,6 seviyesinde artarak 37,7 milyon kişi seviyesine yükselmiştir. Bu artışta yerli turist sayısındaki artışın da katkısı bulunmaktadır.

2012 yıl sonu itibarıyla ise Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısı bir önceki yıla göre %1,04 oranında artarak 31,8 milyon kişi seviyesinde gerçekleşmiştir. Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçilerin ülkere göre dağılımında, Almanya %15,8 pay ile birinci sırada yer alırken, Rusya %11,3 pay ile ikinci sırada, İngiltere %7,7 pay ile üçüncü sırada yer almaktadır. Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçilerin %53,9'u OECD ülkeleri ziyaretçilerinden oluşmaktadır.

Grafik 2.2.1: Türkiye'ye Gelen Yabancıların Milliyetlere Göre Dağılımı



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

2012 yılında Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısındaki artışın, Dünya ortalamasının ve Avrupa ortalamasının altında kaldığı izlenmiştir. Söz konusu sınırlı seviyedeki artış 2011 yılında Arap Baharı'nın etkisiyle Türkiye'yi tercih eden ziyaretçilerin 2012 yılında tekrardan Kuzey Afrika bölgelerine

yönelmesinden, oda fiyatlarında gerçekleştirilen artıştan ve Avrupa’da yaşanan ekonomik daralmadan kaynaklanmaktadır.

2013 yılı Eylül sonu itibarıyla ülkemizi ziyaret eden yabancı ziyaretçi sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %10 oranında artarak 28,4 milyon kişi seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu artışta İstanbul’u ziyaret eden yabancı ziyaretçi sayısındaki %12’lik artış etkili olmuştur. Türkiye’yi ziyaret eden yabancıların ülkelere göre dağılımı incelendiğinde en büyük artışın Suriye’den gelen yabancı ziyaretçilerde gerçekleştiği gözlemlenmektedir. 2012 yılı Eylül sonu itibarıyla Suriye’den ülkemize gelen yabancı ziyaretçi sayısı 468 bin kişi seviyesindeyken söz konusu rakam 2013 yılı Eylül ayında 980 bin kişi seviyesine yükselmiştir. Söz konusu ziyaretçilerin Suriye’deki karışıklıklardan dolayı ülkemize gelen kişiler olduğu düşünülmektedir. 2012-2013 yılları Eylül verilerinden Suriye’den gelen yabancı ziyaretçiler arındırıldığında, 2013 yılı Eylül sonu itibarıyla ülkemize gelen yabancı ziyaretçilerin geçen yılın aynı dönemine göre %8,2 oranında arttığı hesaplanmaktadır.

Turist sayısındaki artışa rağmen turizm gelirlerinde kişi başı gerçekleştirilen toplam harcama, 2008 yılından 2010 yılına kadar global krizin etkisiyle azalma göstermiştir. Bununla beraber, geçmişte yabancıların kişi başına gerçekleştirdiği harcamalar 2010 yılından 2011 yılına %5,8’lik; 2011 yılından 2012 yılına %1’lik artış göstermiştir. 2012 yılında kişi başı yerli harcamaların %6’lık artış göstermesiyle birlikte toplam ortalama kişi başı harcama %2’lik artış göstermiş olup, kişi başı yerli harcamaların artış göstermesinde yükselen hayat standartları ve gelir düzeyleri olduğu düşünülmektedir.

2004 yılından itibaren bakıldığında turist sayısı ile beraber, turizm gelirlerinde de genel bir artış trendi görülmektedir. 2004 yılı itibarıyla yerli, yabancı ve toplam turizm gelirleri ve ortalama harcamalar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 2.2.2: 2004-2013/9 Dönemleri Arasında Türkiye Turizm Gelirleri

Yıllar	Yerli			Yabancı			Toplam		
	Gelir (Milyar \$)	Ortalama Harcama (\$)	Ort. Harcama %Değişim	Gelir (Milyar \$)	Ortalama Harcama (\$)	Ort. Harcama %Değişim	Gelir (Milyar \$)	Ortalama Harcama (\$)	Ort. Harcama %Değişim
2004	3,9	1.262		13,0	759		17,0	843	
2005	4,4	1.214	-3,8%	15,7	766	0,9%	20,3	842	-0,1%
2006	4,5	1.153	-5,0%	13,9	722	-5,7%	18,6	803	-4,6%
2007	4,7	1.121	-2,8%	15,9	692	-4,2%	20,9	770	-4,1%
2008	5,4	1.191	6,2%	19,6	742	7,2%	25,4	820	6,5%
2009	5,7	1.222	2,6%	19,0	697	-6,1%	25,0	783	-4,5%
2010	5,6	1.231	0,7%	19,1	670	-3,9%	24,9	755	-3,6%
2011	5,6	1.168	-5,1%	22,2	709	5,8%	28,1	778	3,0%
2012	6,4	1.241	6,3%	22,4	715	0,8%	29,0	795	2,2%
2013/9	5,0	1.175		19,3	721		24,5	789	

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Son yıllarda Türkiye’yi ziyaret eden turist sayısındaki artışla beraber tesis sayısında da artış meydana gelmiştir. Turizm Bakanlığı’nca tesisler, yatırım süreci devam etmekte olan “yatırım belgeli” ve faaliyette olan “işletme belgeli” olmak üzere iki bölümde sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırılma kapsamında sayılara bakıldığında, 2003 yılında 2.240 adet seviyesindeki işletme belgeli tesis sayısı %28,1 oranında artarak 2012 yılı sonu itibarıyla 2.870 adet seviyesine yükselmiştir. Yatak sayısında ise 420.697 seviyesindeki değer aynı dönemler arasında yıllık ortalama %5,3’lük büyüme ile 2012 yılı itibarıyla 706.019 seviyesine ulaşmıştır.

Tablo 2.2.3: Türkiye Geneline Tesis ve Yatak Sayısı

Yıllar	Yatırım Belgeli Tesisler		İşletme Belgeli Tesisler	
	Tesis Sayısı	Yatak Sayısı	Tesis Sayısı	Yatak Sayısı
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
2011	922	267.900	2.783	668.829
2012	960	273.877	2.870	706.019

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

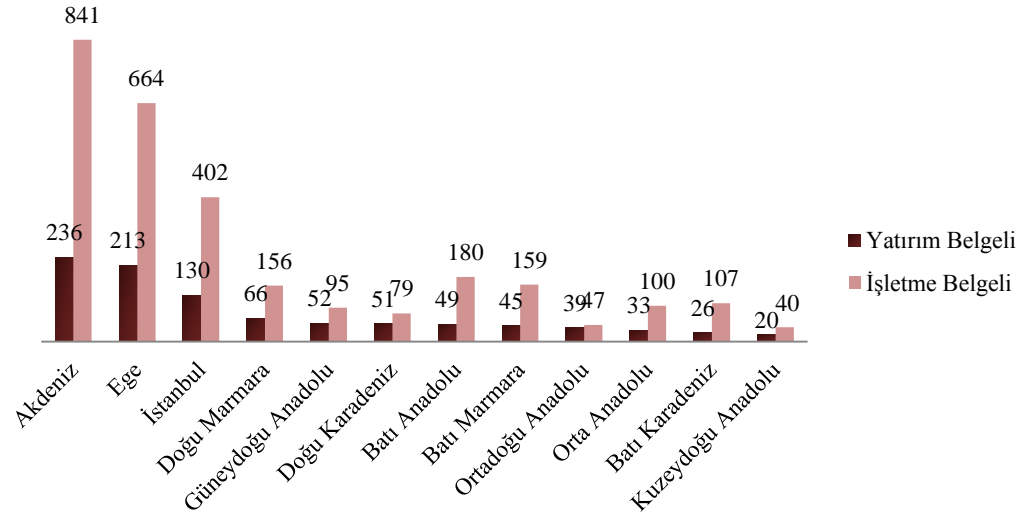
Yatırım ve işletme belgeli konaklama tesislerinin bölgesel dağılımına bakıldığında Akdeniz, Ege bölgeleriyle birlikte İstanbul’da dağılımın yoğunlaştığı görülmektedir. Bahsi geçen tesislerin şehirlere göre dağılımına bakıldığında ise, 2012 yıl sonu itibarıyla yatırım ve işletme belgeli olmak üzere toplam 3.830 adet

seviyesindeki toplam tesis sayısının %50'sinden fazlası Antalya, Muğla, İstanbul ve İzmir illerinde yer aldığı görülmektedir.

Son yıllardaki tesis ve yatak kapasitesi artışında 5 ve 4 yıldızlı tesis sayısındaki artış etkili olmuştur. 2008 yılında 4 ve 5 yıldızlı tesislerin işletme belgeli tesisler içerisindeki payı %28 seviyesindeyken, söz konusu oran yıllar içinde artarak 2012 yıl sonu itibarıyla %35 seviyesine yükselmiştir. Söz konusu dönemde 4 ve 5 yıldızlı tesislerin işletme belgeli yatak kapasitesi içerisindeki payı ise %58 seviyesinden %64 seviyesine yükselmiştir.

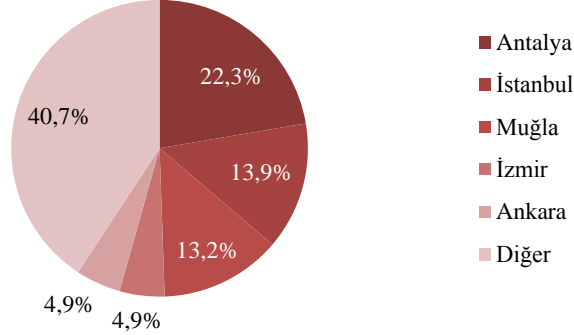
2013 yılı ilk 6 ayında ise yaklaşık 47 adet yeni tesis hizmete başlamıştır. Söz konusu tesislerin 15 bin civarında yatak, 30 binin üzerinde oda kapasitesi bulunmaktadır. Aşağıdaki grafiklerde 2012 yıl sonu itibarıyla tesis sayılarının iller ve bölgeler bazında dağılımı gösterilmektedir.

Grafik 2.2.2: 2012 Yıl Sonu İtibarıyla Yatırım ve İşletme Belgeli Tesis Sayılarının Bölgeler Bazında Dağılımı



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Grafik 2.2.3: 2012 Yıl Sonu İtibarıyla Toplam Tesis Sayılarının İller Bazında Dağılımı



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Türkiye genelindeki mevcut tesislerin 2004-2012 yılları arasındaki doluluk oranları aşağıdaki tabloda verilmiştir. Bu dönemlerde Türkiye'deki tesislerin doluluk oranı 2005-2007 hariç genel olarak artış trendi göstermiş ve 2012 yılında %34,19 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2.2.4: Türkiye Geneline Tesislerin Doluluk Oranı

Yıllar	DOLULUK ORANI(%)		
	Yerli	Yabancı	Toplam
2004	15,97	15,32	31,29
2005	16,19	18,66	34,85
2006	15,70	14,20	29,90
2007	15,41	13,93	29,34
2008	15,57	13,93	29,50
2009	17,22	15,56	32,78
2010	16,18	16,56	32,74
2011	18,46	15,45	33,91
2012	19,15	15,04	34,19

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 etkilenmemeye devam etmesi beklenmektedir.

Bu koşullar da dikkate alındığında, Birleşmiş Milletler Turizm Örgütü'ne göre 2012'de dünyada en fazla ziyaret edilen 6. ülke olan Türkiye'yi, 2013 yılında ziyaret edecek yabancı ziyaretçi sayısının 33 milyon seviyelerinde, toplam turizm

gelirinin ise 25,4 milyar ABD dolarının üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

2023 Turizm Strateji belgesinde, Türkiye'nin dünyanın en çok turist çeken ve en fazla turizm geliri elde eden ilk beş ülkesinden biri olması hedeflenmektedir. Ülkeye gelen turist sayısının artırılması yanında, hizmet kalitesini artıran, pazarlama kanallarını çeşitlendirerek üst gelir gruplarını hedef alan, doğal sermayeyi koruyan ve sürdürülebilir kılan bir yapının oluşturulması da hedefler arasındadır. Bu hedefler doğrultusunda uzun vadeli yatırımlar teşvik edilerek, Türkiye'ye ulaşım ağının yapılandırılması çalışmaları gerçekleştirilmektedir.

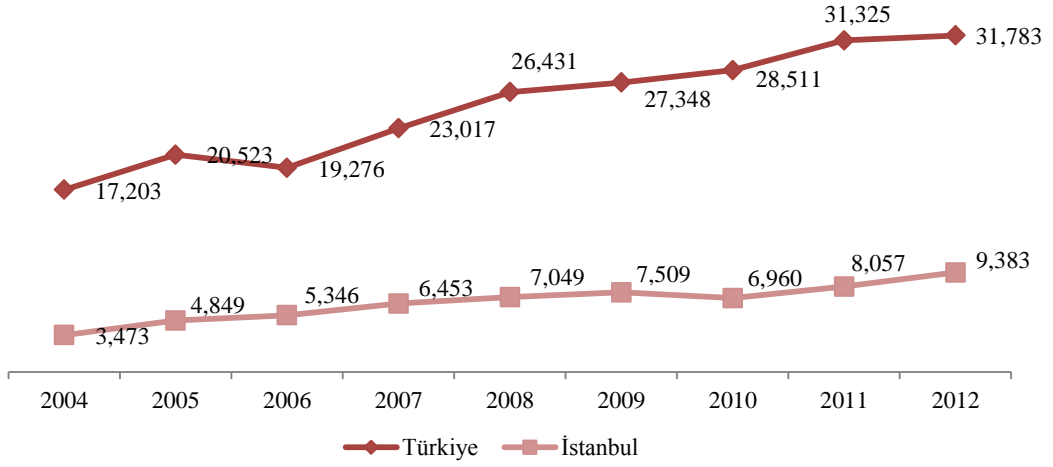
2.3 İstanbul'da Turizm Sektörü

Türkiye turizm verilerinde son yıllarda yaşanan olumlu gelişmenin etkisi İstanbul turizminde de gözlenmektedir. İstanbul Kültür ve Turizm İl Müdürlüğü Raporlarına göre 2011 yılında İstanbul'a gelen yabancı turist sayısı 8 milyon seviyesindeyken %16,4'lük artış göstererek 2012 yılında 9,4 milyon seviyelerine ulaşmıştır. Yapılan turizm yatırımları, olimpiyat oyunları ve çeşitli organizasyonlara adaylığı ile İstanbul'un daha sık tanıtımının yapılmış olması, tarihi ve kültürel zenginliğinin daha çok kişi tarafından keşfedilmesi, Davos'un İstanbul'da toplanması ve düzenli olarak organize edilen Shopping Fest'ler İstanbul turizminin canlanmasında etkili olmuştur.

2013 Haziran ayında gerçekleşen Gezi olayları İstanbul'da turizm sektörünü etkilemiş, daha sonra çok hızlı bir toparlama ve geri dönüş gerçekleşmiştir. İstanbul Kültür Müdürlüğü'nün yaptığı açıklamaya göre Ekim 2013 itibarıyla İstanbul'daki turistlerin sayısı 8,9 milyonu geçmiş olup, yılsonu itibarıyla bu rakamın 10 milyona ulaşması öngörülmektedir.

Aşağıdaki tabloda Türkiye geneli ve İstanbul'daki yabancı turist sayısının yıllar itibarıyla karşılaştırılması verilmektedir.

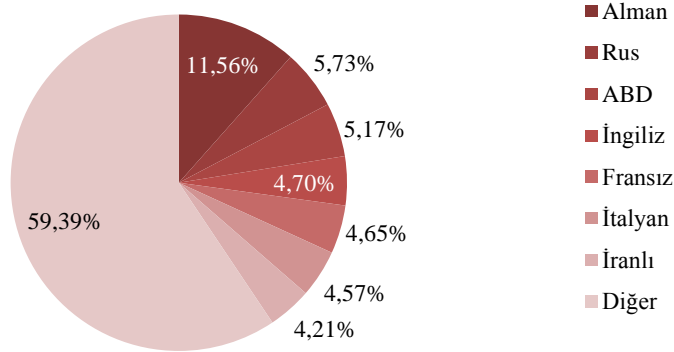
Grafik 2.3.1: Türkiye ve İstanbul'a gelen yabancı turist sayıları (Milyon Kişi)



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

2012 yılında İstanbul'a gelen yabancı turistlerin milliyetlerine göre dağılımına bakıldığında, en çok ziyaret edenler sırasıyla; Almanlar (%11,5), Ruslar (%5,7), Amerikalılar (%5,1), İngilizler (%4,7), Fransızlar (%4,6), İtalyanlar (%4,5), İranlılar (%4,2), Diğer ülkeler (%59,3) şeklindedir.

Grafik 2.3.2: İstanbul'a 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 olup, Türkiye'ye gelen Arap ülkelerinin başlıcaları; Suudi Arabistan, Libya, Mısır, Irak, Lübnan, İran, Irak ve Mısır'dır.

İstanbul’da konaklama tesislerin sayısına bakıldığında, 665 otel, 127 pansiyon, 10 motel, 4 kamping ve 3 tatil köyü olmak üzere toplamda 809 adet tesis bulunmaktadır.

Tablo 2.3.1 : 2012 Yılında İstanbul’da Belgelendirilen Konaklama Tesisi, Oda ve Yatak Sayısı

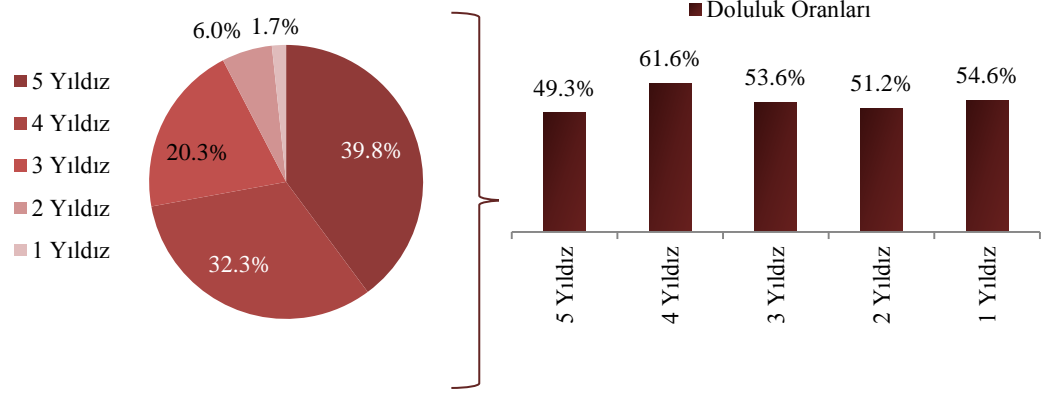
Tesis Türü	Tesis Sayısı	Oda Sayısı	Yatak Sayısı
Otel	665	21.368	40.867
Motel	10	199	413
Pansiyon	127	1.763	3.375
Tatil Köyü	3	233	785
Kamping	4	78	220
Kaplıca	-	-	-
Toplam	809	23.641	45.660

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Ayrıca, 2012 yılı itibarıyla İstanbul’da mahalli idarelerce belgelendirilen tesislerin toplam yatak kapasitesi 45.660 adet olup, bu rakam 2011 yılında 35.842 adetlik toplam yatak kapasitesi ile kıyaslandığında %27,3’lük bir artış gözlenmektedir.

İstanbul’daki toplam 665 adet otelin yabancı ve yerli turistlerin geliş sayısına göre dağılımına bakıldığında %39,8 oranla 5 yıldızlı otellerin en çok tercih edildiği, 5 yıldızlı otelleri %32,3 ile 4 yıldızlı, %20,3 ile 3 yıldızlı otellerin takip ettiği görülmektedir. Bu veriler ışığında İstanbul’daki turistlerin ağırlıklı olarak lüks konseptli otellere ilgisinin olduğu sonucu çıkarılmaktadır. Ayrıca otellerin doluluk oranlarına bakıldığında %61,6 ile ilk sırada 4 yıldızlı oteller gelirken, ortalama %54,6 ile ikinci sırayı 1 yıldızlı oteller almıştır. İstanbul’daki otellerin ortalama doluluk oranı ise %54 civarındadır. Bu veriler 2012 yılında Türkiye genelindeki tesislerin %34,19 olan doluluk oranı ile kıyaslandığında İstanbul’daki otellerin kapasitelerini, Türkiye’deki ortalama bir tesisten daha verimli kullandığı sonucu çıkarılmaktadır.

Grafik 2.3.3: İstanbul'da Tesislere Geliş Sayısının Otel Çeşidine Göre Dağılımı ve Otel Çeşitlerinin Doluluk Oranları



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Karaköy- Salıpazarı Bölgesi

Novotel projesinin gerçekleşeceği Karaköy bölgesi incelendiğinde Salıpazarı Limanı çekici bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Geçmiş yıllarda özelleştirme ihalelerinin iptal edildiği Salıpazarı Limanı (Galataport Projesi) imar projesi, Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından Kasım 2012'de onaylanmış olup, limanın 30 yıllığına özelleştirilmesini sağlayacak ihaleyi Mayıs 2013'te 702 milyon ABD doları teklif sunan Doğu Holding kazanmıştır. Özellikle Galata Projesi'nden sonra büyük yatırımcılar ve otel markaları bölgeden gayrimenkul alımları-satımları gerçekleştirmiş olup, bölgeye olan yoğun talep bölgedeki arsa ve bina fiyatlarını oldukça artırmıştır. Hali hazırda Salıpazarı-Karaköy arasında 10'un üzerinde yeni otel inşaatı devam etmektedir. 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, bölgedeki çalışmalar 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, Vakıflar Genel Müdürlüğü'ne ait Beyoğlu/İstanbul'da bulunan birbirine bitişik arsalar üzerinde bir turizm yatırımı öngörmektedir. Firma, 01 Eylül 2009 tarihli, Vakıflar Genel Müdürlüğü ile Hakan Madencilik ve Elektrik Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. arasında 49 yıl için imzalanmış ve 01 Eylül 2058 tarihinde sona erecek olan "İnşaat Yapım Şartlı Kiralama Sözleşmesi"ni 22 Haziran 2011 tarihinde devralmıştır. Sözleşme uyarınca, 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 gerekmekte olup, Firma projenin işletmeye açılması için verilen bu süreyi Eylül 2015'e kadar uzattıklarını açıklamıştır.

Yapılacak yatırım projesi, 200 oda kapasiteli 5 yıldızlı bir tesis olup, bu tesis uluslararası bir markaya sahip otel işletme şirketi tarafından işletilecektir. Firma, uluslararası otel işletmecisi Accor S.A.'nın Türkiye'deki %100 bağlı ortaklığı Tamaris Turizm A.Ş. ile 19 Aralık 2012'de "İşletme Sözleşmesi" imzalamıştır.

3.2 Sermaye Yapısı

Firmanın ödenmiş sermayesi 31.12.2013 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	%100,00

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 31 Aralık 2013 itibariyle bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3.2: Akfen Karaköy Bilanço

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

(TL)	31/12/2013
Nakit ve Benzerleri	7.881.320
Diğer Dönen Varlıklar	1.736.852
Toplam Dönen Varlıklar	9.618.172
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	132.000.000
Diğer Duran Varlıklar	15.330.257
Toplam Duran Varlıklar	147.330.257
AKTİF TOPLAMI	156.948.429
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	495.498
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.660.423
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.155.921
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	37.440.375
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	21.640.155
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	59.080.530
Toplam Yükümlülükler	61.236.451
Ödenmiş Sermaye	17.200.000
Geçmiş Yıllar Karları (Zararları)	66.017.134
Net Dönem Karı	12.494.844
Toplam Özsermaye	95.711.978
PASİF TOPLAMI	156.948.429

Firmanın aktiflerinde yer alan en önemli kalem “Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller” olup, bu kalem yukarıda belirtilen sözleşme kapsamındaki otel yatırımını kapsamaktadır.

Yaklaşık 7,9 milyon TL nakit değere sahip Firma’nın 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.

Firma, Karaköy Novotel projesinin finansmanı için 17 Ocak 2013 tarihinde Türkiye İş Bankası ile 25,5 milyon Euro tutarında kredi sözleşmesi imzalamış olup, kredinin ilk dilimini Ocak 2013’de kullanmıştır.

Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler kalemi büyük ölçüde inşaat maliyet karşılıklarından oluşmaktadır.

Tablo 3.2: Akfen Karaköy Gelir Tablosu

AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE İNŞAAT A.Ş.	
ÖZET GELİR TABLOSU	
(TL)	31.12.2013
Satışların Maliyeti	-1.636.629
BRÜT KAR/ZARAR	-1.636.629
Genel Yönetim Giderleri	-615.372
Diğer Gelirler	22.847.659
FAALİYET KARI	20.595.658
Finansal Gelirler	2.662.053
Finansal Giderler	-7.164.285
Vergi (net)	-3.598.582
NET DÖNEM KARI/ZARARI	12.494.844

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

Finansman geliri faiz gelirini ifade etmekte olup, finansman giderleri büyük ölçüde kur farkı ve komisyon giderlerinden oluşmaktadır.

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 31 Aralık 2013 tarihli bilançosu dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Firmanın 31 Aralık 2013 bilançosunda en önemli sabit kıymet kalemi olan "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller", Firma tarafından TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin 31.12.2013 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

31 Aralık 2013 bilançosu ve 31.12.2013 tarihli ekspertiz raporuna göre Firmamızın Net Aktif Değeri 95.711.978 TL olarak belirlenmiştir.

Tablo 4.1: Akfen Karaköy Net Aktif Değeri

AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE İNŞAAT A.Ş.	
31/12/2013 İTİBARIYLA NET AKTİF DEĞERİ (TL)	
+ Nakit ve Benzerleri	7.881.320
+ Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	132.000.000
+ Diğer Dönen ve Duran Varlıklar	17.067.109
Toplam Varlıklar	156.948.429
- Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	495.498
- Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.660.423
- Uzun Vadeli Finansal Borçlar	37.440.375
- Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	21.640.155
Net Aktif Değer	95.711.978