

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş.

Firma Değerleme Raporu



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

26 Ekim 2011

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 itibariyle 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
2.1.1 Dünyada Turizm Sektörü	11
2.1.2 KKTC	12
2.1.3 Rusya	15
2.2 Sektörde Geleceğe Bakış	19
3. Firma	21
3.1 Genel Bilgiler	22
3.1.1 Kuruluş ve Mevcut Durum	22
3.1.2 Sermaye Yapısı	23
3.1.3 İştirakler	23
3.1.4 Faaliyetleri	25
3.2 Finansal Analiz	27
4. Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme	30
4.1 Değerleme Yöntemi	31
4.2. Varsayımlar	32
4.2.1 KKTC Varsayımları	32
4.2.2 KKTC Projeksiyonları	34
4.2.3 Rusya Varsayımları	35
4.2.4 Yatırım Projeksiyonları	38
4.2.5 Rusya Projeksiyonları	39
4.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Değerleme	41
5. Ekler	42

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 30 Eylül 2011 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 %99,9 oranında ortak olduğu Akfen GT mevcut durumda, Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde sahip olduğu 5 yıldızlı otelinden kira geliri elde etmekte ve Rusya'da otel ile ofis projeleri gerçekleştirmektedir.

Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde yer alan Mercure Otel, 5 yıldızlı otel ve casinosu ile 2007 yılından bu yana hizmet vermektedir. Ayrıca Akfen GT KKTC'nin Bafra bölgesinde 167 dönümlük bir arsayı KKTC Tarım ve Doğal Kaynaklar Bakanlığı'nı temsilen Orman Dairesi'nden 30/12/2010 tarihi itibarıyla 49 yıllığına kiralamış olup, tahsis hakkını almıştır. Firma Moskova Otel Projesi haricindeki Rusya'daki tüm projelerini ise %95 oranında ortak olduğu Hollanda'da kurulu Russian Hotel Investment B.V. ("RHI"), ve Russian Property Investment B.V. ("RPI") aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Firma, ayrıca Moskova'da bir Ibis Otel projesi üzerinde çalışmaktadır. Moskova Ibis Otel arsasının uzun süreli kira ve mülkiyet opsiyonu edinilmesine ilişkin hisse alım sözleşmesi imzalanmıştır. Firmanın Moskova otel projesi şirketine yurtdışında kuracağı yeni bir iştirak ile %100 iştirak etmesi planlanmaktadır.

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

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

Tablo 1.1 Rusya Projeleri

Yapımına Başlanan ve Planlanan Projeler	Oda Sayısı	Başlangıç Tarihi	Faaliyete Geçiş Tarihi	Arazi Büyüklüğü (m ²)	İnşaat Alanı (m ²)
Samara IBIS	204	07/2009	01/2012	2.467	9.904
Yaroslavl IBIS	177	04/2010	09/2011	4.432	7.916
Kaliningrad IBIS	167	01/2011	01/2013	5.099	6.209
Samara Ofis	-	07/2009	01/2012	1.048	6.510
Moscow Leningradsky IBIS	480	01/2011	01/2014	3.000	20.030

(Kaynak: Akfen GT)

8 Eylül 2011 tarihi itibarıyla Yaroslavl IBIS oteli açılmış ve faaliyetlerine başlamıştır.

Firma Rusya'daki projelerinin ve KKTC'deki gayrimenkulününün 30.09.2011 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	15,910,000	95%	15,114,500
Samara IBIS	33,120,000	95%	31,464,000
Samara Ofis	7,370,000	95%	7,001,500
Yaroslavl IBIS	34,086,000	95%	32,381,700
Moskova Leningradsky IBIS	67,750,000	100%	67,750,000
KKTC + Bafra	84,144,000	100%	84,144,000
TOPLAM	242,380,000		237,855,700

(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: 30.09.2011 İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu

Euro (000)		Değer	Finansal Borçlar (-)	Hazır Değerler (+)	Özsermaye Değeri
Akfen GT Merkez	KKTC & Merkez Değeri	72,414	18,014	0	54,401
	Bafra'da Arsa	2,744	-	-	2,744
RHI(50%)	Samara IBIS	27,923	24,495	0	41,543
	Yaroslav IBIS	27,096			
	Kaliningrad IBIS	11,018			
RPI (50%)	Samara Office	12,523	6,650	0	5,873
Moskova Projesi	Moscow Leningradsky IBIS	47,014	-	-	47,014
Akfen GT Şirket Değeri		200,733	Akfen GT Özsermaye Değeri		151,574

Firmanın 30 Eylül 2011 itibarıyla hesaplanan firma değerinden net finansal borç tutarının çıkarılması hazır değerlerin eklenmesi neticesinde özsermaye değeri **151,574 milyon Euro (381,315 milyon TL¹)** olarak hesaplanmaktadır.

¹ 30 Eylül 2011 tarihli T.C.M.B.'nin EURO/TL alış kuru (2.5157) esas alınmıştır.

1.3 Değerleme Sonucu Hakkında Görüş

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

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

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında KKTC Mercure Otel’in, mevcut durumda olduğu gibi kiralanmaya devam edeceği varsayılmıştır. 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 28.02.2011 tarihli ekspertiz çalışmasında belirlenen değeri esas alınmıştır.

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

Yapılan çalışma kapsamında Firmanın Özsermaye değerinin **151,574 milyon Euro (381,315 milyon TL¹)** olacağı öngörülmüştür.

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

¹ 30 Eylül 2011 tarihli T.C.M.B.’nin EURO/TL alış kuru (2.5157) esas alınmıştır.

2.Sektör

2.1 Turizm Sektörü

2.1.1 Dünyada Turizm Sektörü

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

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

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

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

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

2.1.2 KKTC

Ekonomik Bakış

Dünya sıralamasında başı çeken ülkeler arasında yer almasa da turizm sektörünün kendi ekonomisinde önemli bir yere sahip olduğu ülkelerden biri KKTC (Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti)'dir. Yıllar itibariyle gelişen turizm sektörüne paralel, KKTC ekonomisi genel olarak hızlı bir büyüme trendi içindedir. Türkiye'den sağlanan finansmanla 2000-2001 yıllarındaki bankacılık krizinin aşılması ve bankacılık sektöründe mevzuat değişikliğine gidilmesi, KKTC sorununda çözüm umutları ve AB üyeliği beklentilerinin yükselmesi, yerli ve yabancı yatırımların ve istihdamın artması sonucu ekonomi 2002 yılından itibaren önemli bir büyüme eğilimine gitmiştir. 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. Ayrıca, adanın her iki tarafındaki hükümetlerin uyguladığı olumlu siyasi politikalar, son dönemlerde Türk Lirası'nın istikrara kavuşması gibi birçok gelişme sonucunda Kuzey Kıbrıs ekonomisinin görünümü "olumluya" dönmüştür. Yatırım iklimindeki iyileşmeler sonucunda, 2003-2009 döneminde Avrupa ülkeleri arasında en hızlı büyüyen ekonomilerden biri olan Kuzey Kıbrıs, bu dönemde yıllık ortalama %6.47 oranında büyümüştür.

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

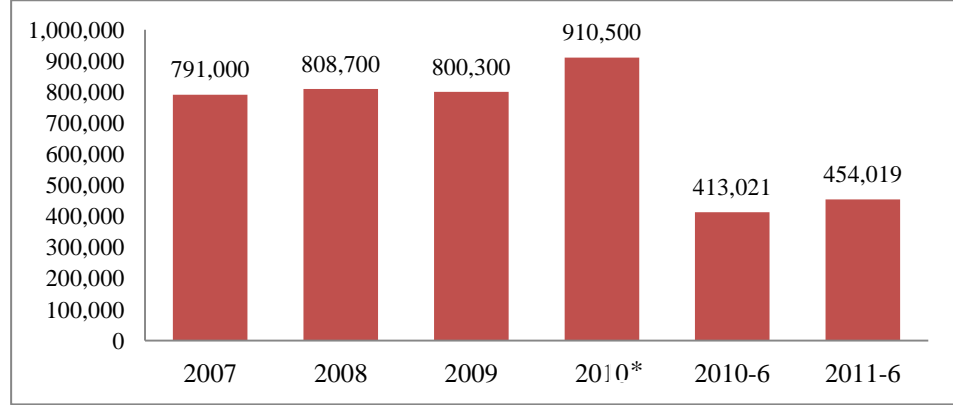
KKTC'de Turizm

KKTC ekonomisindeki en önemli sektörlerden birisi turizm sektörüdür. Yapılan son 2006 yılı nüfus sayımına göre, Kıbrıs'ın nüfusu işçiler ve Türkiye'den yerleşenler dahil yaklaşık 265.000'dir. Nüfus yazın gelen turistlerle daha da fazlalaşmaktadır. 2007- 2010 yılları arasında gelen turist sayısında %13'lük bir artış gözlenmektedir. 2010 yılında Kuzey Kıbrıs'ı ziyaret eden Türk sayısı 623.393 kişidir.

Kuzey Kıbrıs'a 2010 ve 2011 yıllarının ilk 6 aylık döneminde gelen turistlerin (Kuzey Kıbrıs uyruklular hariç) ortalama %80'i Türkiye'den gelmiştir. Türkiye'de 2011 yılı "*Kuzey Kıbrıs Yılı*" olarak ilan edilmiş ve Kuzey Kıbrıs tanıtımlarına

ağırlık verilmiştir. Bunun da etkisiyle, Türkiye'den 2011'in ilk 6 ayında Kuzey Kıbrıs'a 367.715 kişi gelmiştir. 2010 ile 2011 yılları Haziran sonu dönemlerini karşılaştırıldığında, bu dönemlerde Türkiye'den KKTC'ye gelen yolcu sayısında %7.6, yabancı ülkelerden gelen yolcu sayısında ise %30.4'lük artış yaşandığını kaydedilmiştir.

Grafik 2.1: Yıllar İtibariyle Kıbrıs'a Gelen Turist Sayısı



Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı

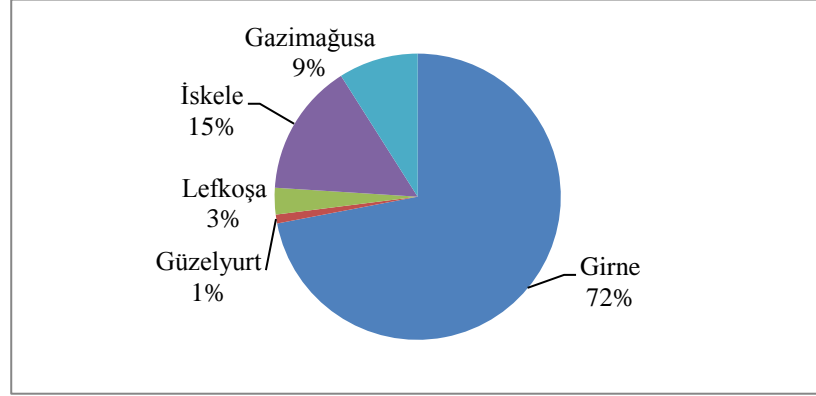
** Tahmini rakamdır.*

Bunun yanı sıra, ülkeye 45 değişik ülkeden ziyaretçiler gelmektedir. Türkiye dışında ülkeye en fazla turist İngiltere, Almanya, İran, Hollanda, ABD, Azerbaycan, Bulgaristan, Rusya ve İtalya'dan gelmektedir.

Turistik konaklama tesislerinde 2011 yılının ilk 6 ayında doluluk oranı %50 üzerinde seyretmiştir. 2010 yılında bu rakam %36'da kalmıştır. Mevcut tesisler içinde casinolu otellerin senelik ortalama doluluk oranı %60 iken, bu rakam casinosuz oteller için ortalama %50 olarak gerçekleşmiştir.

Haziran 2011'de bölgelere göre doluluk oranına bakıldığında en yüksek doluluğun %85 oranıyla Girne şehrinde gerçekleştiği görülmektedir. Aynı dönemde otel sayısına bakıldığında Girne, mevcut 12.235 yatak kapasitesi ile KKTC genelinde %72'lik payı ile ilk sırada yer almaktadır.

Grafik 2.2: Mevcut Tesislerin İllere göre Dağılımı



Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı

K.K.T.C Turizm ve Çevre Bakanlığı'nın 2011 verilerine göre, 2010 yılına ait turistik konaklama tesislerindeki toplam yatak kapasitesi 16.947'dir. Bu tesislerin içinde 5 yıldızlı oteller 7.712 adet yatak kapasitesiyle %46'lık bir paya sahiptir. Kuzey Kıbrıs'ta 37 adet tesis inşaa halinde olup yakın bir gelecekte 7.614 yatak devreye girecektir. Bu durum yatak kapasitesinde %45'lik bir artış ifade etmektedir. Girne'de 24 tesisin inşasının tamamlanması planmaktadır. Aşağıdaki tabloda 2011 yılında inşaa halinde tesislerin dağılımı verilmektedir.

Tablo 2.1: İnşaa Devam Eden Tesislerin Kapasite Bilgileri

Bölge Adı	Tesis Sayısı	Yatak Kapasitesi
Girne	24	2,652
Gazimağusa	3	518
İskele	9	4,408
Güzelyurt	1	36
TOPLAM	37	7,614

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 ABD dolarına ulaşan GSYİH'sı ile Dünyanın 10. büyük ekonomisi konumundadır. 2008 yılı sonunda ortaya çıkan global ekonomik krizden Rusya önemli oranda etkilenmiş olup; 2009 yılında Rusya Ekonomisi de %7,9 oranında küçülmüştür. 2010 yılında toparlanmaya başlayan ekonomi %4,8'lik büyüme oranına ulaşmıştır.

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.

Dünya Bankası'nın tahminlerine göre Rusya'nın 2011'de de %4,8 oranında büyümesi beklenmektedir.

Rusya'da Turizm

2010 itibariyle Rusya Federasyonunun GSMH'sinin %6,5'ini seyahat ve turizm sektörü oluşturmaktadır. Sektörde toplam istihdamın 2011 itibariyle 960.000 kişi olacağı öngörülmektedir. Sektörde krizle birlikte yapımı dondurulan projelerin 2009 yıl sonu itibariyle tekrar başlaması, dolayısıyla gerek otel gerekse ofis projelerinin sayısının toparlanan ekonomik yapıyla birlikte canlanacak talep doğrultusunda tekrar artması öngörülmektedir. Ayrıca FIFA 2018 Dünya Kupası'nın Rusya'da yapılacağı açıklanmış olup; ilerleyen yıllarda bölgeye yapılacak yatırımlar doğrultusunda turizm sektöründe ciddi bir büyüme olması beklenmektedir. Firma'nın proje geliştirdiği Moskova, Yaroslavl, Samara, Kaliningrad şehirleri Dünya Kupası maçlarının oynanacağı şehirler arasındadır. 2020 yılına kadar sektörün yarattığı hasılanın %5,6 oranında büyümesi beklenirken, mevcut potansiyeller doğrultusunda tarafımızca seçilmiş şehir ve bölgelerden birkaçı aşağıda sıralanmaktadır.

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

Tablo 2.2: Rusya Federasyonu Haritası



Moskova

Rusya Federasyonunun dünyanın sayılı turizm merkezlerinden olan başkenti Moskova 10,4 milyonluk nüfusa sahip olup dünyanın en pahalı şehirleri arasında yer almaktadır. Şehrin tarihi yapısının yanı sıra, sene içinde yoğun şekilde yatırımcılar ve iş adamları tarafından da ziyaret edildiği bilinmektedir. 2008'deki ekonomik krizin etkisiyle azalan seyahat ve yerleşim talebi sonrası az da olsa etkilenen otel sektörü 2009 yıl sonu itibariyle yeniden toparlanmaya başlamış , 2010 yılında 21.740 yatak kapasitesine ulaşmıştır. 2010 yılında hotel odası sayısı bir önceki seneye göre %70 artış göstermiştir. (2009 yılında eklenen yeni oda sayısı 1.205 iken, 2010 yılında bu sayı 2.069'a ulaşmıştır.) 2011'in ilk yarısında ise 786 yeni oda hizmete girmiştir. 2013'e kadar yatak sayısında 7.000 artış beklenirken, toplam büyüme %32 olarak öngörülmektedir. 2010 yılında 4 ve 5 yıldızlı otellerde doluluk oranı %62 oranında gerçekleşmiştir. 2009 yılında doluluk oranının %59 olduğu 4 ve 5 yıldızlı otel sektörünün, 2010 yılı itibariyle artan taleple birlikte daha da büyümesi beklenmektedir. Moskova'da artması beklenen otel talebini karşılamak suretiyle, 4 ve 5 yıldızlı otel arzında da %10 ile %12 artış beklenmektedir. Genel olarak

Moskova'da otellerin doluluk oranları %70-%80 seviyelerinde olup; kültürel etkinliklerin olduğu zamanlarda doluluk oranları %100 seviyelerine ulaşmaktadır. 2011-2013 yılları arasında Moskova'da açılması planlanan 5 yıldızlı otellerden bazıları Accor, Kempinski Hotel, Fairmaont Raffles Hotel Int., Hyatt Corporation ve Intercontinental Hotel Group olarak öngörülmektedir.

Kaliningrad

Pregolya Nehri'nin yanında bulunan bölge 223 km² üzerinde 2008 başında yapılan sayım itibariyle 421.673 nüfusa sahiptir. Khrabrovo Havaalanına 24 km mesafede olan şehir, bunun yanı sıra birçok şehre demiryolu ulaşımı ile kolay ulaşım olanağı sunmaktadır. Doğal güzelliklerinin yanı sıra endüstriyel anlamda da ön plana çıkan bölgede metalürji başlıca gelir kaynağını oluşturmaktadır. Kaliningrad 1991'de Special Economic Zone statüsünü elde ederek yatırımcılara vergi avantajı sunan bölge niteliğini kazanmıştır. Bunun yanı sıra 1991 yılından sonra yürürlüğe giren vize düzenlemesine göre, bölgede 72 saatten az süre geçiren yabancı turistler için vize zorunluluğu ortadan kaldırılmıştır. Bölgeye ziyaret eden turistlerin %75-77'sini Almanlar oluşturmaktadır. Gelişen turizm sektörüne paralel olarak 2013'e kadar yatak sayısının toplamda 2.490'a ulaşılacağı beklenmiştir. Ancak bu artışın bile 2018 yılı FIFA Dünya Kupasının yaratacağı ihtiyacı karşılayamayacağı öngörülmektedir. Mevcut durumda Accor ve Domino Hotel Group'un yatırım planları bulunmaktadır.

Samara

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

şampiyona öncesi gerçekleştirilecek yatırımlar bölgenin cazibesini artırması beklenmektedir. Bu yoğunluk iş turizmi ve business hotel ihtiyacını artıracaktır. 2013 yılına kadar Accor ve Hilton Oteli'nin bölgeye yatırım planları bulunmaktadır.

Yaroslavl

Rusya'nın kuzeyinde, Volga Havzası'nda yer alan bölge, 2000-2008 yılları dikkate alındığında Rusya ortalamasının belirgin şekilde üzerinde gayrisafi bölgesel gelir büyüme oranı ile ön plana çıkmaktadır. Yaklaşık 635 bin nüfusu bulunan Yaroslavl şehri doğal güzellikleri, tarihi yapısı ve petrol zenginlikleri nedeniyle yerli ve yabancı turistin ilgisini çekmektedir. Özellikle şehrin 2010 yılında 1.000. kuruluş yılını kutluyor olmasından ötürü düzenlenecek etkinliklerle birlikte, tanınırlığın da artmasıyla yüksek bir turizm potansiyeli oluşturacağı öngörülmektedir. Toplam 785 tarihi ve kültürel eseri bünyesinde barındıran bölge Moskova ve St. Petersburg'a olan ulaşım kolaylığı ile turistler tarafından tercih edilmektedir. 2010 yılında 3500 yatak sayısına ulaşan şehirde 2013 yılına kadar % 19'luk bir artış beklenmektedir. Bölgeye Accor, Rezidor Hotel Group, Hilton, Rosinvest Hotel yatırım yapmayı planlamaktadır.

2010 yılında yerli ve yabancı olmak üzere yaklaşık 1,3 milyon turistin ziyaret ettiği şehirde turist sayısının 2014 yılında 2,5 milyona ulaşması beklenmektedir.

2.2 Sektörde Geleceğe Bakış

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

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

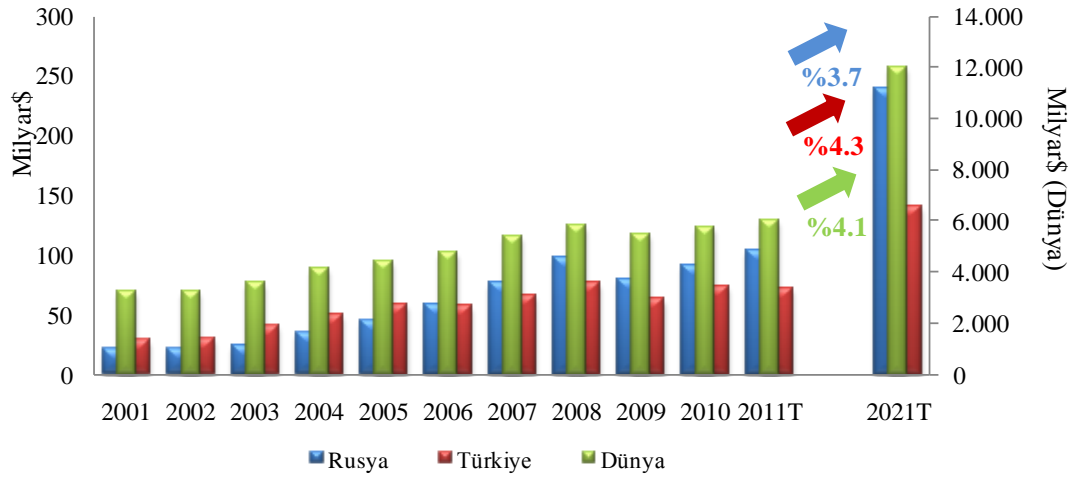
Tablo 2.3: Turizm ve Seyahat Sektörü Hasıla Öngörülleri (Milyar \$)

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

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

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

Grafik 2.2: Turizm ve Seyahat Sektörü Hasılası Büyüme Oranı Beklentileri



(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

Tablo 2.4: Turizm ve Seyahat Sektörü Hasılası

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

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

Tablo 2.5: Turizm ve Seyahat Sektörü Yatırımları

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

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

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

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

3.Firma

3.1 Genel Bilgiler

3.1.1 Kuruluş ve Mevcut Durum

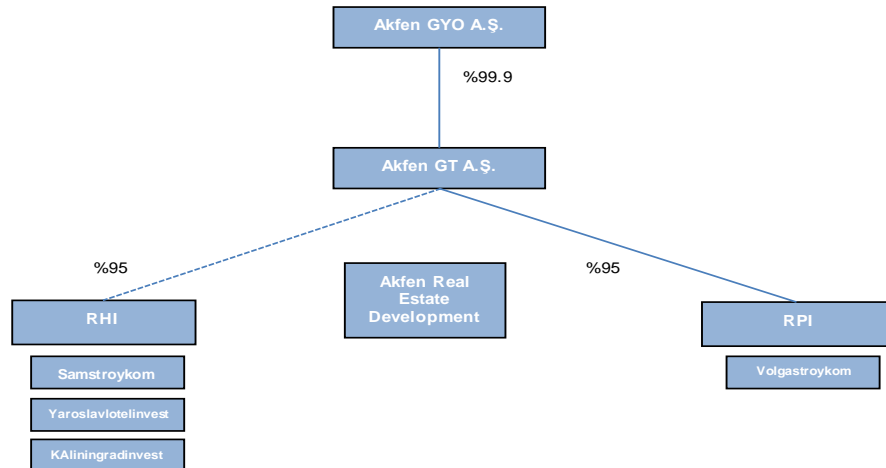
Akfen GT'nin ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı yapmak, geliştirmek, işletmek, işletmektir. 04 Ağustos 1999 tarihinde T-T Turizm İnşaat Tarım Besicilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla kurulan Firmanın unvanı 27 Eylül 2006 itibarıyla Akfen Gayrimenkul Ticaret ve İnşaat A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 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 Mercure Otel, 5 yıldızlı otel ve casinosu ile 2007 yılından bu yana hizmet vermektedir. Ayrıca Akfen GT, KKTC'nin Bafra bölgesinde 167 dönümlük bir arsayı KKTC Tarım ve Doğal Kaynaklar Bakanlığı'nı temsilen Orman Dairesi'nden 30/12/2010 tarihi itibarıyla 49 yıllığına kiralamış olup, tahsis hakkını almıştır. Firma Rusya'daki Moskova Projesi hariç tüm projelerini ise %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: 29 Temmuz 2011 tarihi itibarıyla Ortaklık İlişkisi



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

3.1.2 Sermaye Yapısı

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

Firmanın sermayesinin ortaklar arasındaki dağılımı aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.2: 2 Kasım 2010 Tarihi İtibarıyla Şirketin Pay Dağılımı

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

(Kaynak: Akfen GT)

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.

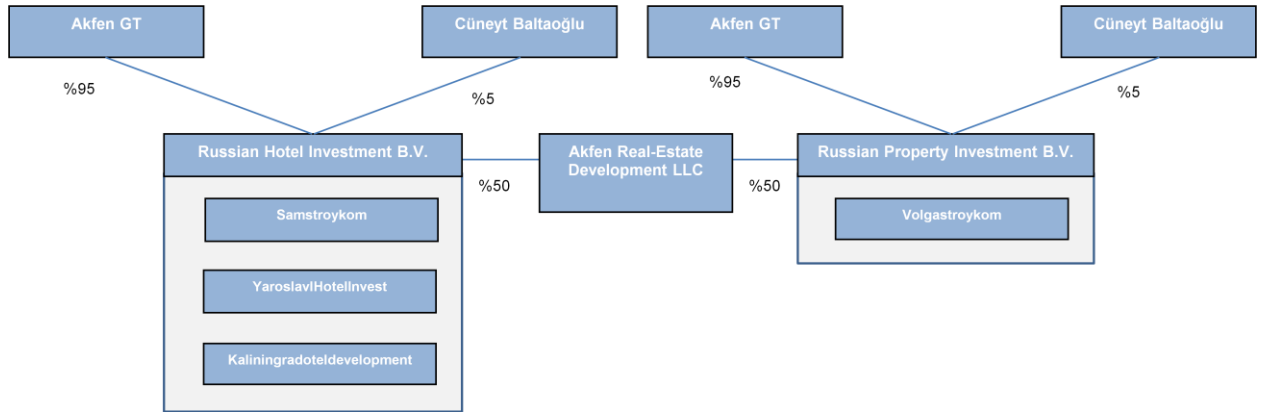
RHI, 21 Eylül 2007'de Akfen GT ve Eastern European Property Investment Ltd (EEPI) ortaklığıyla Rusya'daki otel projelerini gerçekleştirmek için %50 oranında eşit ortaklık yapısıyla kurulmuştur. Eastern European Property Investment Ltd. (EEPI) 28 Aralık 2010 tarihinde RHI'daki hisselerinin %45'ini Kasa 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.

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, 8 Ocak 2008’de Akfen Gayrimenkul Geliştirme ve Tic. A.Ş. ve Eastern European Property Investment Ltd. (EPEI) 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. (EPEI) 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.

RHI ve RPI ayrıca Rusya’da ortak girişim ile Kasa-Akfen Real-Estate Development LLC unvanıyla bir firma kurmuştur. Moskova bazlı kurulan şirketin ana faaliyeti 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: 29 Temmuz 2011 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 itibariyle yapımı tamamlanan KKTC’nin Girne şehrinde kurulu Mercure Hotel’den elde edilen otel ve casino işletme kira gelirleri, Akfen GT’nin gelirlerinin KKTC tarafını oluşturmaktadır.

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

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

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

Otel kira gelirlerinin yanı sıra, Akfen GT’nin KKTC otelinden elde ettiği gelirlerin diğer bölümünü, Mercure Hotel bünyesinde bulunan 2.248 m² kapalı alana sahip casino üzerinden elde edilen kira gelirleri oluşturmaktadır.

Mercure Hotel’in casinosu Voyager Kıbrıs Limited (Net Holding A.Ş.) tarafından işletilmektedir. 16.03.2007 tarihinde başlayan kiralama anlaşmasına göre kiralama

dönemi 5 yıl olup, tarafların mutabık kalması halinde 5 yıllık uzatma opsiyonu mevcuttur. Taraflarca yapılan kira sözleşmesine göre yıllık kira geliri 3 milyon Euro olup, Euribor oranında yıllık artış oranına bağlanmıştır.

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

Rusya

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

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

Tablo 3.4: Rusya Proje Bilgileri

Yapımına Başlanan ve Planlanan Projeler	Oda Sayısı	Başlangıç Tarihi	Faaliyete Geçiş Tarihi	Arazi Büyüklüğü (m ²)	İnşaat Alanı (m ²)
Samara IBIS	204	07/2009	01/2012	2.467	9.904
Yaroslavl IBIS	177	04/2010	09/2011	4.432	7.916
Kaliningrad IBIS	167	01/2011	01/2013	5.099	6.209
Samara Ofis	-	07/2009	01/2012	1.048	6.510
Moscow Leningradsky IBIS	480	01/2011	01/2014	3.000	20.030

(Kaynak: Akfen GT)

8 Eylül 2011 tarihi itibarıyla Yaroslavl IBIS oteli açılmış ve faaliyetlerine başlamıştır.

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

3. 2 Finansal Analiz

Akfen GT'nin 2008-2010 yılları ve 2011 Haziran 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 Finansal Yatırımlar başlığı altında maliyetten gösterilmiştir.

Tablo 3.5: Akfen GT Bilançosu

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş. KONSOLİDE BİLANÇOSU

Bilanço €	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.06.2011
Dönen Varlıklar	2.027.059	60.758	1.861.472	2.595.371
Nakit ve nakit benzerleri	1.015.070	3.293	39.831	472.248
Ticari alacaklar	610.451	38.206	771.556	398.692
Diğer alacaklar	357.110	-	1.002.800	1.665.857
Diğer dönen varlıklar	44.428	19.259	47.286	58.574
Duran Varlıklar	76.159.980	73.730.257	92.756.884	90.868.971
Diğer alacaklar	13.837	12.302	13.587	12.115
Finansal Yatırımlar			11.349.060	
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	277.365	3.790.333	-	13.575.420
Yat. amaçlı gayrim. ve yap. olan yat. amaçlı gayrim.	74.150.572	68.171.933	79.545.034	75.667.036
Maddi duran varlıklar	46.930	32.721	8.207	4.772
Diğer duran varlıklar	1.671.276	1.722.968	1.840.996	1.609.628
Aktif Toplamı	78.187.040	73.791.015	94.618.356	93.464.342
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.585.493	13.602.857	6.717.283	5.325.140
Finansal borçlar	7.598.660	6.630.426	5.262.237	5.274.506
Ticari borçlar	198.053	9.075	57.008	18.430
Diğer borçlar	764.710	6.930.439	1.369.271	-
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	24.071	32.917	28.767	32.204
Uzun Vadeli Yükümlülükler	26.410.325	21.493.293	18.889.029	18.575.603
Finansal borçlar	24.163.971	21.180.273	17.502.792	14.586.334
Ertelenen vergi yükümlülüğü	2.246.354	313.020	1.386.237	3.989.270
Özkaynaklar	43.191.221	38.694.865	69.012.044	69.563.600
Ödenmiş sermaye	6.562.910	6.533.812	23.668.921	27.097.419
Sermaye düzeltme farkları	148.764	148.105	277.994	243.192
Yabancı para çevrim farkları	(1.417.898)	135.234	-	(297.080)
Geçmiş yıllar karları / (zararları)	25.980.365	36.422.414	34.733.665	37.982.358
Net dönem karı	11.917.080	(4.544.700)	10.331.464	4.537.712
Pasif Toplamı	78.187.040	73.791.015	94.618.356	93.464.343

(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

	2008	2009	2010	2011/6
EURO/TL (Dönem Sonu Kur)	2,1332	2,1427	2,0551	2,3492

(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

	2008	2009	2010	2011/6
EURO/TL (Ortalama Kur)	1,8975	2,1506	1,9890	2,1954

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

Akfen GT'nin 2011 yılı Haziran ayı itibariyle aktif toplamı 93 milyon Euro'dur. Aktif toplamının %81'i yatırım amaçlı gayrimenkuller oluşturmaktadır.

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

2010 yılında görülen 11,3 milyon Euro tutarındaki finansal yatırımlar, Firmanın iştirakleri olan RHI ve RPI'den oluşmaktadır.

Firmanın 2011 yılı Haziran ayı itibariyle pasifleri incelendiğinde yaklaşık %21'ini, uzun vadeli finansal borçların (banka kredileri) oluşturduğu görülmektedir.

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

2 Kasım 2010 tarihi itibariyle Firmanın 35 milyon TL (17,56 milyon Euro) olan sermayesi, 50 milyon TL (27,097 milyon Euro)'ya artırılmıştır. Sermayenin tamamı nakden ödenmiştir.

Tablo 3.8: Akfen GT Gelir Tablosu

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş. GELİR TABLOSU

Gelir Tablosu €	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.06.2011
Satış gelirleri	4.541.033	4.381.308	4.268.131	2.384.635
Satışların maliyeti	(220.946)	(26.807)	(12.721)	(5.850)
Brüt Kar	4.320.087	4.354.501	4.255.410	2.378.785
Genel yönetim giderleri	(410.852)	(226.547)	(102.022)	(71.357)
Diğer faaliyet gelirleri	21.362.905	1.118	8.736.283	6.506.411
Diğer faaliyet giderleri	(4.960)	(5.875.173)	(59.858)	(497)
Faaliyet Karı	25.267.181	(1.746.101)	12.829.813	8.813.342
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların zararlarındaki paylar	(512.182)	(1.001.487)	-	
Finansal gelirler	4.676.327	3.565.066	3.397.941	280.686
Finansal giderler	(12.880.839)	(7.277.260)	(4.457.850)	(3.127.128)
Vergi Öncesi Kar	16.550.486	(6.459.781)	11.769.904	5.966.900
- Ertelenen vergi geliri / (gideri)	(4.629.015)	1.916.310	(1.095.098)	(1.429.187)
Net Dönem Karı	11.921.471	(4.543.471)	10.674.807	4.537.713

(Kaynak: Akfen GT)

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

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

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

Otel ve casino kira gelirleri mevcut sözleşme koşulları kapsamında ele alınmış, her iki kira gelirinin de ilerleyen senelerde TSKB'nin euribor projeksiyonlarına uygun olarak artması öngörülmüştür.

Giderler

Kira gelirlerine dayalı faaliyet yapısı nedeniyle, gider hesaplarında sadece personel ve ofis harcamalarını içeren genel yönetim giderleri dikkate alınmıştır. TSKB'nin euribor projeksiyonlarına uygun olarak artması öngörülmüştür.

Yatırım Varsayımları

Kira sözleşmeleri, otel içerisinde yapılması gereken temel yenileme yatırımlarının kiracılar tarafından yapılacağını hükmetmektedir. Söz konusu yatırımların kiracılar tarafından yapılacağı varsayımıyla, 2012 yılında yaklaşık 45.000 Euro yatırımdan başlayarak projeksiyon dönemi boyunca yıllık satışların %0,85'ine tekabül edecek şekilde cüzi bir yenileme yatırımı öngörülmüştür.

Vergi Varsayımları

Mercure Hotel'in inşa edildiği arsanın 49 yıllık kira süresi göz önüne alınarak, projeksiyonlar 2052 yılı sonuna kadar uzatılmış ve bu süre zarfında Firmanın KKTC otelinden elde ettiği gelirler dolayısıyla karşılaşılabilecek vergi etkisi değerlendirilmiştir. Buna göre, Firmanın 2010 yılı itibariyle kurumlar vergisi matrahından düşebileceği 68 milyon TL tutarında yatırım indirimi bulunmaktadır. Bunun yanı sıra Vergi Usul Kanununa göre geçmiş yıllardan yaklaşık 1,7 milyon TL tutarında birikmiş zararı olup, Firmanın ilerleyen yıllarda gerçekleşmesi planlanan gelirleri dikkate alındığında 2019 yılına kadar vergi ödemeyeceği, 2019 yılı itibariyle ise KKTC'de

geçerli olan vergi oranı olan %23,5 oranında kurumlar vergisi ödemeye başlayacağı hesaplanmıştır.

Amortisman

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

İndirgeme Oranı

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

4.2.2 KKTC Projeksiyonları

Kıbrıs - Euro	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kira Gelirleri	375,000	2,000,000	2,055,000	2,113,568	2,176,975	2,242,284	2,315,158	2,390,401	2,468,089	2,548,302
Casino Gelirleri	802,460	3,282,061	3,372,318	3,468,429	3,572,482	3,679,656	3,799,245	3,922,721	4,050,209	4,181,841
Genel Yönetim Giderleri	(29,109)	(87,326)	(89,727)	(92,284)	(95,053)	(97,905)	(101,086)	(104,372)	(107,764)	(111,266)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	1,148,351	5,194,736	5,337,591	5,489,712	5,654,404	5,824,036	6,013,317	6,208,750	6,410,534	6,618,876
Vergi	-	-	-	-	-	-	-	-	(639,311)	(1,362,611)
Yatırımlar	(10,008)	(44,898)	(46,132)	(47,447)	(48,870)	(50,336)	(51,972)	(53,662)	(55,406)	(57,206)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	1,138,343	5,149,838	5,291,459	5,442,265	5,605,533	5,773,699	5,961,344	6,155,088	6,994,440	7,924,282
İndirgeme Oranı (WACC)	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%

Kıbrıs - Euro	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kira Gelirleri	2,637,492	2,729,804	2,825,347	2,924,235	3,026,583	3,132,513	3,242,151	3,355,626	3,473,073	3,603,314	3,738,438
Casino Gelirleri	4,328,205	4,479,693	4,636,482	4,798,759	4,966,715	5,140,550	5,320,470	5,506,686	5,699,420	5,913,148	6,134,891
Genel Yönetim Giderleri	(115,160)	(119,191)	(123,363)	(127,680)	(132,149)	(136,774)	(141,562)	(146,516)	(151,644)	(157,331)	(163,231)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	6,850,537	7,090,306	7,338,467	7,595,313	7,861,149	8,136,289	8,421,059	8,715,796	9,020,849	9,359,131	9,710,098
Vergi	(1,417,057)	(1,473,402)	(1,531,737)	(1,592,096)	(1,654,567)	(1,719,225)	(1,786,146)	(1,855,410)	(1,927,097)	(2,006,593)	(2,089,071)
Yatırımlar	(59,208)	(61,281)	(63,426)	(65,645)	(67,943)	(70,321)	(72,782)	(75,330)	(77,966)	(80,890)	(83,923)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	8,208,385	8,502,427	8,806,778	9,121,763	9,447,773	9,785,193	10,134,423	10,495,876	10,869,980	11,284,834	11,715,246
İndirgeme Oranı (WACC)	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%

Kıbrıs - Euro	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042
Kira Gelirleri	3,878,629	4,024,078	4,174,981	4,331,543	4,493,975	4,662,500	4,837,343	5,018,744	5,206,947	5,402,207	5,604,790
Casino Gelirleri	6,364,950	6,603,635	6,851,272	7,108,194	7,374,752	7,651,305	7,938,229	8,235,912	8,544,759	8,865,188	9,197,632
Genel Yönetim Giderleri	(169,352)	(175,703)	(182,292)	(189,128)	(196,220)	(203,578)	(211,212)	(219,133)	(227,350)	(235,876)	(244,721)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	10,074,227	10,452,011	10,843,961	11,250,610	11,672,507	12,110,226	12,564,360	13,035,523	13,524,356	14,031,519	14,557,701
Vergi	(2,174,641)	(2,263,420)	(2,355,528)	(2,451,091)	(2,550,237)	(2,653,101)	(2,759,822)	(3,041,824)	(3,156,700)	(3,275,883)	(3,399,536)
Yatırımlar	(87,070)	(90,336)	(93,723)	(97,238)	(100,884)	(104,667)	(108,592)	(112,665)	(116,889)	(121,273)	(125,821)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	12,161,797	12,625,095	13,105,766	13,604,462	14,121,860	14,658,660	15,215,590	15,964,683	16,564,166	17,186,129	17,831,416
İndirgeme Oranı (WACC)	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%

Kıbrıs - Euro	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
Kira Gelirleri	5,814,969	6,033,031	6,259,269	6,493,992	6,737,517	6,990,174	7,252,305	7,524,267	7,806,427	8,099,168
Casino Gelirleri	9,542,543	9,900,389	10,271,653	10,656,840	11,056,472	11,471,090	11,901,255	12,347,552	12,810,586	13,290,983
Genel Yönetim Giderleri	(253,898)	(263,419)	(273,298)	(283,546)	(294,179)	(305,211)	(316,656)	(328,531)	(340,851)	(353,633)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	15,103,615	15,670,000	16,257,625	16,867,286	17,499,809	18,156,052	18,836,904	19,543,288	20,276,161	21,036,517
Vergi	(3,527,826)	(3,660,926)	(3,799,018)	(3,942,289)	(4,090,932)	(4,245,149)	(4,405,149)	(4,571,149)	(4,743,374)	(4,922,058)
Yatırımlar	(130,539)	(135,434)	(140,513)	(145,782)	(151,249)	(156,921)	(162,805)	(168,910)	(175,245)	(181,816)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	18,500,902	19,195,492	19,916,131	20,663,793	21,439,492	22,244,280	23,079,248	23,945,527	24,844,291	25,776,759
İndirgeme Oranı (WACC)	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%

4.2.3 Rusya Varsayımları

Gelirler

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

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

Tablo 4.1: Doluluk Oranları

Doluluk Oranı	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Samara IBIS	-	60%	62%	66%	68%	70%	70%	70%	70%	70%
Yaroslavl IBIS	40%	65%	68%	70%	74%	74%	74%	74%	74%	74%
Kaliningrad IBIS	-	-	55%	62%	68%	71%	73%	73%	73%	73%
Moscow Leningradsky IBIS	-	-	-	55%	70%	75%	78%	78%	78%	78%

(Kaynak: Akfen GT)

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

Tablo 4.2: Ortalama Günlük Fiyat

Ortalama Günlük Fiyat €	Oda sayısı	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Samara IBIS	204	-	75	82	90	97	104	110	115	121	126
Yaroslavl Lbis	177	70	77	84	91	97	103	108	113	118	123
Kaliningrad IBIS	167	-	-	76	84	91	98	105	112	117	123
Moscow Leningradsky IBIS	480	-	-	-	110	116	121	126	130	134	138

(Kaynak: Akfen GT)

Oda gelirlerine ek olarak, otel ekstraları da gelir projeksiyonlarına dahil edilmiş olup, projeye göre farklılaşmak üzere toplam oda gelirlerinin %17 - %25'i arasında oluşacağı öngörülmüştür.

Yaroslavl projesinde ayrıca kiralanabilecek dükkanların bulunması sebebiyle dükkan kira geliri öngörülmüştür. Toplam 400 m² net kiralanabilir dükkanlar için

ilk yıl metre kare başına 97,3 EUR gelir öngörülmüş, projeksiyon dönemi boyunca her sene %5 artacağı varsayılmıştır.

Akfen GT'nin iştiraki olan RPI tarafından yürütülen Samara ofis projesi gelirlerinin ise 5.000 m² net kiralanabilir alan üzerinden %80 doluluk oranı yıllar itibariyle artarak %90 seviyelerine ulaşacağı varsayılarak, başlangıç kirası olan m² başına €250 kira bedelinin yıllar itibariyle %4 oranında artırılması sonucu 2020 yılında €335 gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Karlılık Varsayımları

Firmanın iş planına 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 %	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Samara IBIS	-	50%	55%	58%	59%	59%	59%	59%	59%	59%
Yaroslavl IBIS	40%	51%	55%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%
Kaliningrad IBIS	-	-	45%	52%	56%	59%	59%	59%	59%	59%
Moscow Leningradsky IBIS	-	-	-	50%	55%	60%	62%	62%	62%	62%

(Kaynak: Akfen GT)

Yıllar itibariyle gerçekleşmesi beklenen gelirler üzerinden demirbaş ve teçhizatlar için yıllar itibariyle 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. Moskova Leningradsky IBIS Oteli'nde ise, toplam otel gelirlerinin %25'inden az olmamak kaydıyla bu meblağlar düşüldükten sonra düzeltilmiş brüt kar üzerinden %85 pay almaktadır. Moskova Leningradsky IBIS oteli için ayrıca ilk üç yıl rezerv oranları sırasıyla %1, %2 ve %3 olup, Accor payı ilk iki yıl %2'dir. Devam eden yıllar hem rezerv oranı hem Accor pay oranı %4'tür.

Gider Varsayımları

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

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 itibariyle 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.

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

4.2.4 Rusya Yatırım Projeksiyonları

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

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

Tablo 4.4: Yatırım Projeksiyonları

Yatırım Harcamaları €	2011	2012	2013	Toplam
Moscow Leningradsky IBIS	6.110.700	16.295.200	18.332.100	40.738.000
Kaliningrad IBIS	5.021.693	5.709.282	-	10.730.975
Yaroslavl IBIS	4.418.168	-	-	4.418.168
Samara IBIS	3.618.821	-	-	3.618.821
Samara Office	959.562	-	-	959.562
Toplam	20.817.534	22.004.482	18.332.100	61.153.116

(Kaynak: Akfen GT)

4.2.5 Rusya Projeksiyonları

Net Satışlar - Euro	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Samara IBIS	-	4,173,241	4,798,489	5,194,070	5,774,584	6,178,805	6,549,533	6,877,010	7,220,861	7,509,695	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yaroslav IBIS	606,568	4,038,181	4,446,161	4,877,589	5,506,827	5,835,888	6,127,683	6,434,067	6,692,991	6,962,350	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kaliningrad IBIS	-	-	3,217,694	3,831,638	4,428,974	4,934,123	5,428,231	5,753,925	6,041,621	6,343,702	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Moscow Leningradsky IBIS	-	-	-	12,867,914	17,196,213	19,345,739	20,924,352	21,552,082	22,198,645	22,864,604	23,550,542	24,257,059	24,984,770	25,734,313	26,506,343	27,376,332	28,274,665	29,202,258	30,160,061	31,149,049	32,170,233	33,224,653
Samara Office	-	1,116,402	1,231,957	1,354,970	1,409,169	1,465,536	1,524,157	1,585,123	1,648,528	1,714,469	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam Net Satışlar	606,568	9,327,824	13,694,301	28,126,182	34,315,768	37,760,092	40,553,956	42,202,207	43,802,645	45,394,820	23,550,542	24,257,059	24,984,770	25,734,313	26,506,343	27,376,332	28,274,665	29,202,258	30,160,061	31,149,049	32,170,233	33,224,653
Satışların Maliyeti - Euro	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Samara IBIS	-	2,086,621	2,159,320	2,181,510	2,367,580	2,533,310	2,685,309	2,819,574	2,960,553	3,078,975	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yaroslav IBIS	363,941	1,978,709	2,000,772	1,999,812	2,257,799	2,392,714	2,512,350	2,637,967	2,744,126	2,854,564	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kaliningrad IBIS	-	-	1,769,732	1,839,186	1,948,749	2,022,991	2,225,575	2,359,109	2,477,065	2,600,918	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Moscow Leningradsky IBIS	-	-	-	6,433,957	7,738,296	7,738,296	7,951,254	8,189,791	8,435,485	8,688,550	8,949,206	9,217,682	9,494,213	9,779,039	10,072,410	10,403,006	10,744,373	11,096,858	11,460,823	11,836,639	12,224,688	12,625,368
Toplam Satışların Maliyeti	363,941	4,065,329	5,929,824	12,454,465	14,312,423	14,687,311	15,374,487	16,006,442	16,617,229	17,223,006	8,949,206	9,217,682	9,494,213	9,779,039	10,072,410	10,403,006	10,744,373	11,096,858	11,460,823	11,836,639	12,224,688	12,625,368
Brüt Kar	242,627	5,262,495	7,764,477	15,671,718	20,003,344	23,072,781	25,179,469	26,195,765	27,185,417	28,171,815	14,601,336	15,039,376	15,490,558	15,955,274	16,433,933	16,973,326	17,530,292	18,105,400	18,699,238	19,312,411	19,945,544	20,599,285
Accor Payı Sonrası Brüt Kar	221,576	3,813,086	5,467,396	11,661,576	14,865,676	16,760,711	18,155,615	18,876,832	19,577,614	20,283,633	10,809,699	11,133,990	11,468,010	11,812,050	12,166,411	12,565,736	12,978,071	13,403,837	13,843,468	14,297,414	14,766,137	15,250,116
Otel & Ofis ile İlgili Giderler	(166,765)	(679,926)	(886,486)	(2,134,000)	(2,148,842)	(2,479,190)	(2,479,843)	(2,764,214)	(2,801,899)	(2,797,270)	(1,118,355)	(1,107,814)	(1,097,655)	(1,087,890)	(1,078,529)	(1,094,781)	(1,111,458)	(1,128,572)	(1,146,134)	(1,164,155)	(1,182,648)	(1,201,626)
FVAÖK- Euro	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Samara IBIS	(12,629)	1,150,171	1,523,209	1,775,565	2,032,514	2,182,975	2,320,522	2,207,216	2,344,448	2,460,525	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yaroslav IBIS	81,201	1,241,457	1,506,984	1,806,074	2,047,564	1,961,107	2,086,417	2,212,939	2,316,117	2,428,535	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kaliningrad IBIS	(10,338)	(31,946)	692,773	1,059,386	1,384,335	1,672,040	1,855,740	1,931,191	1,995,614	2,109,098	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Moscow Leningradsky IBIS	-	-	-	3,938,649	6,265,438	7,538,779	8,440,116	8,740,223	9,048,629	9,365,583	9,691,344	10,026,176	10,370,354	10,724,160	11,087,883	11,470,955	11,866,613	12,275,264	12,697,334	13,133,258	13,583,489	14,048,490
Samara Office	(25,879)	745,702	829,333	918,434	956,631	895,357	940,776	987,882	1,036,745	1,087,435	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam FVAÖK	32,355	3,105,384	4,552,300	9,498,108	12,686,482	14,250,258	15,643,571	16,079,451	16,741,553	17,451,176	9,691,344	10,026,176	10,370,354	10,724,160	11,087,883	11,470,955	11,866,613	12,275,264	12,697,334	13,133,258	13,583,489	14,048,490
Vergi	57,689	(232,281)	(589,681)	(725,033)	(2,250,908)	(2,310,677)	(2,630,417)	(2,717,593)	(2,850,013)	(2,991,938)	(1,709,182)	(1,776,149)	(1,844,984)	(1,915,745)	(1,988,490)	(2,065,104)	(2,144,236)	(2,225,966)	(2,310,380)	(2,397,565)	(2,487,611)	(2,580,611)
Yatırım harcamaları	(11,583,471)	(21,308,669)	(18,332,100)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KDV girişi	(1,431,512)	(2,539,346)	(1,771,718)	2,045,948	2,621,358	2,922,672	2,921,813	1,430,135	379,796	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nakit Akım	(12,924,941)	(20,974,912)	(16,141,199)	10,819,023	13,056,933	14,862,253	15,934,967	14,791,993	14,271,335	14,459,238	7,982,162	8,250,028	8,525,370	8,808,415	9,099,393	9,405,851	9,722,377	10,049,298	10,386,954	10,735,693	11,095,877	11,467,879
İndirgeme Oranı (WACC)	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%

4.3.3 Rusya Projeksiyonları (Devamı)

Net Satışlar - Euro	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062
Samara IBIS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yaroslavl IBIS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kaliningrad IBIS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Moscow Leningradsky IBIS	34,313,386	35,437,540	36,598,262	37,796,733	39,034,174	40,311,844	41,631,044	42,993,115	44,399,443	45,851,456	47,350,630	48,898,489	50,496,604	52,146,597	53,850,142	55,608,969	57,424,860	59,299,656	61,235,257	63,233,625	65,296,784	67,426,821	69,625,894	71,896,227	74,240,116	76,659,933	79,158,122	81,737,209	84,399,798	87,148,580
Samara Office	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam Net Satışlar	34,313,386	35,437,540	36,598,262	37,796,733	39,034,174	40,311,844	41,631,044	42,993,115	44,399,443	45,851,456	47,350,630	48,898,489	50,496,604	52,146,597	53,850,142	55,608,969	57,424,860	59,299,656	61,235,257	63,233,625	65,296,784	67,426,821	69,625,894	71,896,227	74,240,116	76,659,933	79,158,122	81,737,209	84,399,798	87,148,580
Satışların Maliyeti - Euro	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062
Samara IBIS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yaroslavl IBIS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kaliningrad IBIS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Moscow Leningradsky IBIS	13,039,087	13,466,265	13,907,340	14,362,759	14,832,986	15,318,501	15,819,797	16,337,384	16,871,788	17,423,553	17,993,240	18,581,426	19,188,709	19,815,707	20,463,054	21,131,408	21,821,447	22,533,869	23,269,398	24,028,778	24,812,778	25,622,192	26,457,840	27,320,566	28,211,244	29,130,774	30,080,086	31,060,139	32,071,923	33,116,460
Toplam Satışların Maliyeti	13,039,087	13,466,265	13,907,340	14,362,759	14,832,986	15,318,501	15,819,797	16,337,384	16,871,788	17,423,553	17,993,240	18,581,426	19,188,709	19,815,707	20,463,054	21,131,408	21,821,447	22,533,869	23,269,398	24,028,778	24,812,778	25,622,192	26,457,840	27,320,566	28,211,244	29,130,774	30,080,086	31,060,139	32,071,923	33,116,460
Brit Kar	21,274,299	21,971,275	22,690,922	23,433,975	24,201,188	24,993,343	25,811,247	26,655,731	27,527,654	28,427,903	29,357,391	30,317,063	31,307,894	32,330,890	33,387,088	34,477,561	35,603,413	36,765,787	37,965,860	39,204,848	40,484,006	41,804,629	43,168,054	44,575,661	46,028,872	47,529,158	49,078,036	50,677,069	52,327,875	54,032,119
Accor Payı Sonrası Brit Kar	15,749,844	16,265,831	16,798,602	17,348,700	17,916,686	18,503,137	19,108,649	19,733,840	20,379,344	21,045,818	21,733,939	22,444,407	23,177,941	23,935,288	24,717,215	25,524,517	26,358,011	27,218,542	28,106,983	29,024,234	29,971,224	30,948,911	31,958,285	33,000,368	34,076,213	35,186,909	36,333,578	37,517,379	38,739,507	40,001,198
Otel & Ofis ile İlgili Giderler	(1,221,100)	(1,241,084)	(1,261,592)	(1,282,637)	(1,304,234)	(1,326,397)	(1,349,140)	(1,372,480)	(1,396,432)	(1,421,013)	(1,446,238)	(1,472,124)	(1,498,690)	(1,525,954)	(1,553,933)	(1,582,646)	(1,612,114)	(1,642,355)	(1,673,391)	(1,705,242)	(1,737,930)	(1,771,478)	(1,805,907)	(1,841,241)	(1,877,505)	(1,914,722)	(1,952,918)	(1,992,119)	(2,032,352)	(2,073,644)
FVAÖK - Euro	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062
Samara IBIS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yaroslavl IBIS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kaliningrad IBIS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Moscow Leningradsky IBIS	14,528,744	15,024,747	15,537,010	16,066,063	16,612,452	17,176,740	17,759,509	18,361,359	18,982,912	19,624,806	20,287,702	20,972,282	21,679,251	22,409,334	23,163,283	23,941,870	24,745,897	25,576,187	26,433,592	27,318,992	28,233,293	29,177,433	30,152,378	31,159,127	32,198,709	33,272,187	34,380,660	35,525,259	36,707,155	37,927,554
Samara Office	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam FVAÖK	14,528,744	15,024,747	15,537,010	16,066,063	16,612,452	17,176,740	17,759,509	18,361,359	18,982,912	19,624,806	20,287,702	20,972,282	21,679,251	22,409,334	23,163,283	23,941,870	24,745,897	25,576,187	26,433,592	27,318,992	28,233,293	29,177,433	30,152,378	31,159,127	32,198,709	33,272,187	34,380,660	35,525,259	36,707,155	37,927,554
Vergi	(2,676,662)	(2,775,863)	(2,878,315)	(2,984,126)	(3,093,404)	(3,206,261)	(3,322,815)	(3,443,185)	(3,567,496)	(3,695,874)	(3,828,454)	(3,965,370)	(4,106,763)	(4,252,780)	(4,403,570)	(4,559,287)	(4,720,093)	(4,886,151)	(5,057,632)	(5,234,712)	(5,417,572)	(5,606,400)	(5,801,389)	(6,002,739)	(6,210,655)	(6,425,351)	(6,647,045)	(6,875,965)	(7,112,344)	(7,356,424)
Yatırım harcamaları	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KDV girişi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nakit Akım	11,852,082	12,248,884	12,658,695	13,081,937	13,519,048	13,970,478	14,436,694	14,918,174	15,415,416	15,928,931	16,459,248	17,006,912	17,572,487	18,156,554	18,759,713	19,382,583	20,025,804	20,690,036	21,375,960	22,084,280	22,815,721	23,571,033	24,350,989	25,156,388	25,988,054	26,846,836	27,733,615	28,649,294	29,594,811	30,571,130
İndirgeme Oranı (WACC)	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%

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: 30 Eylül 2011 Tarihi İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu

Euro (000)		Değer	Finansal Borçlar (-)	Hazır Değerler (+)	Özsermaye Değeri
Akfen GT Merkez	KKTC & Merkez Değeri	72,414	18,014	0	54,401
	Bafra'da Arsa	2,744	-	-	2,744
RHI(50%)	Samara IBIS	27,923	24,495	0	41,543
	Yaroslav IBIS	27,096			
	Kaliningrad IBIS	11,018			
RPI (50%)	Samara Office	12,523	6,650	0	5,873
Moskova Projesi	Moscow Leningradsky IBIS	47,014	-	-	47,014
Akfen GT Şirket Değeri		200,733	Akfen GT Özsermaye Değeri		151,574

Firmanın nakit akımlarının yıllar itibarıyla ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenmesi sonucunda 30 Eylül 2011 itibarı ile firma değeri **200,773 milyon Euro** olarak hesaplanmaktadır.

Firmanın 30 Eylül 2011 itibarıyla hesaplanan firma değerinden net finansal borç tutarının çıkarılması hazır değerlerin eklenmesi neticesinde özsermaye değeri **151,574 milyon Euro (381,315 milyon TL¹)** 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, Firma için yapılan mali projeksiyon, mevcut kredi ödeme planları ve geleceğe yönelik hesaplanan finansman ihtiyacı dikkate alınarak ilerleyen senelerde %22,5 borç –%77,5 özsermaye ile seyredeceği öngörülmüştür.

Firmanın borçlanma maliyetinin mevcut piyasa şartları ve Firmanın borçluluk yapısı dikkate alınarak (Türkiye risksiz getiri oranı + %1) düzeyinde olacağı öngörülmüştür. Bu oran projeksiyon dönemi boyunca sabit alınmıştır.

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

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

Matematiksel ifadesi $K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ olan CAPM Modeline R_f olarak T.C. Hazinesinin çıkarmış olduğu 10 yıllık vadeli euro cinsi Eurobond getirisi olan %5,75 dahil edilmiştir.

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

Akfen GT'nin levered betası, Akfen GYO'nun betasının unlevered edilip, ortalamasının firma borçluluk yapısına uygun şekilde relever edilmesi yoluyla 0,71 olarak hesaplanmış, ilerleyen senelerde firmanın borçluluk yapısı değişmediği için sabit alınmıştır.

KKTC 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 maliyetinin mevcut piyasa şartları ve Firmanın borç yapısı dikkate alınarak (Rusya Risksiz Getiri Oranı + %2) düzeyinde olacağı öngörülmüştür. Yıllar itibariyle bu oran sabit tutulmuştur.

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

Matematiksel ifadesi $K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ olan CAPM Modeline R_f olarak, 10 yıl vadeli EUR cinsi Rusya eurobondu bulunmaması sebebiyle, Türkiye'nin mevcut 10 yıllık EUR ve USD cinsi eurobondları Rusya'nın 10 yıllık USD cinsi eurobondu ile karşılaştırılmış ve Rusya için risksiz getiri oranı %5,9 alınmıştır.

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

Rusya için levered beta 1,00 olarak alınmıştır.

Rusya için ülke risk primi %0,50 olarak kabul edilmiştir.