

# **AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş.**

## **Firma Değerleme Raporu**



**Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.**

**19 Şubat 2014**

## UYARI NOTU

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

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

## İçindekiler

### Sayfa Numarası

<b>1. Giriş ve Kapsam</b>	<b>4</b>
1.1 Kapsam ve Metodoloji	5
1.2 Değerleme Özeti	6
1.3 Değerleme Sonucu Hakkında Görüş	9
<b>2.Sektör</b>	<b>10</b>
2.1 Turizm Sektörü	11
2.1.1 Dünyada Turizm Sektörü	11
2.1.2. KKTC	13
2.1.3 Rusya	19
2.2 Sektörde Geleceğe Bakış	24
<b>3. Firma</b>	<b>26</b>
3.1 Genel Bilgiler	27
3.1.1 Kuruluş ve Mevcut Durum	27
3.1.2 Sermaye Yapısı	28
3.1.3 Bağlı Ortaklar	28
3.1.4 Faaliyetleri	29
3.2 Finansal Analiz	32
<b>4. Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme</b>	<b>35</b>
4.1 Değerleme Yöntemi	36
4.2. Varsayımlar	37
4.2.1 KKTC Varsayımları	37
4.2.2 KKTC Projeksiyonları	40
4.2.3 Rusya Varsayımları	41
4.2.4 Rusya Projeksiyonları	45
4.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Değerleme	46
<b>5. Ekler</b>	<b>47</b>

## *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, bağlı ortaklığı olan Akfen GT’nin 14 Kasım 2013 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 %100<sup>1</sup> oranında ortak olduğu Akfen GT mevcut durumda, Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde sahip olduğu 5 yıldızlı otelinden ve Rusya'daki otel ve ofis projelerinden kira geliri elde etmektedir.

Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde yer alan 5 yıldızlı otel, casinosu ile 2007 yılından bu yana hizmet vermektedir. Ayrıca Akfen GT, KKTC'nin Bafra bölgesinde 167 dönümlük bir arsayı KKTC Tarım ve Doğal Kaynaklar Bakanlığı'nı temsilen Orman Dairesi'nden 30/12/2010 tarihi itibarıyla 49 yıllığına kiralamış olup, tahsis hakkını almıştır.

Firma Rusya'daki tüm projelerini ise %95 oranında ortak olduğu Hollanda'da kurulu Russian Hotel Investment B.V. ("RHI"), ve Russian Property Investment B.V. ("RPI") aracılığıyla gerçekleştirmektedir.

Bağlı ortaklardan RHI, 21 Eylül 2007'de Akfen GT ve Eastern European Property Investment Ltd ("EEPI") ortaklığıyla Rusya'da otel projelerini gerçekleştirmek amacıyla kurulmuş olup, 31 Aralık 2013 tarihi itibarıyla %95 oranında Akfen GT ve %5 oranında Cüneyt Baltaoğlu ortaklığındadır.

RPI ise, 8 Ocak 2008'de yine Akfen Gayrimenkul Geliştirme ve Tic. A.Ş. ve Eastern European Property Investment Ltd ("EEPI"), ortak girişimi ile Rusya'daki ofis projelerini gerçekleştirmek üzere kurulmuştur. Akfen Gayrimenkul Geliştirme ve Tic. A.Ş.'nin payı 5 Haziran 2009 tarihinde Akfen GT tarafından devir alınmış olup, 31 Aralık 2013 tarihi itibarıyla RPI'nin %95 oranındaki payı Akfen GT'ye ve %5 oranında Cüneyt Baltaoğlu'na aittir.

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

<sup>1</sup> Sermaye yapısı, 3.1.2 nolu bölümde detaylandırılmaktadır.

**Tablo 1.1 Rusya Projeleri**

Otel ve Ofis Projeleri	Oda Sayısı	Başlangıç Tarihi	Faaliyete Geçiş Tarihi	Arazi Büyüklüğü (m <sup>2</sup> )	Toplam Alan (m <sup>2</sup> )
Samara IBIS	204	07/2009	03/2012	2.466	9.961
Yaroslavl IBIS	177	04/2010	09/2011	4.468	7.916
Kaliningrad IBIS	167	08/2011	08/2013	5.099	6.322
Samara Ofis	-	07/2009	01/2012	1.048	6.510

(Kaynak: Akfen GT)

Firma Rusya'daki ve KKTC'deki gayrimenkullerinin (otel ve arsa) 31.12.2013 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	27.600.000	95%	26.220.000
Samara IBIS	32.950.000	95%	31.302.500
Samara Ofis	10.100.000	95%	9.595.000
Yaroslavl IBIS	31.580.000	95%	30.001.000
“Merit Park Otel” + Bafra Arsası	77.420.000	100%	77.420.000
<b>TOPLAM</b>	<b>179.650.000</b>		<b>174.538.500</b>

(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 bağlı ortaklığın ya da operasyonel olmayan

diğer varlıkların eklenmesi suretiyle hedeflenen Özsermaye Değeri'ne (Equity Value) ulaşılmaktadır.

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

**Tablo 1.3: 31.12.2012 İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu**

Euro (000)		Değer	Finansal Borçlar (-)	Hazır Değerler (+)	Özsermaye Değeri
Akfen GT Merkez	KKTC & Merkez Değeri	53.977	13.500	4.629	45.106
	Bafra'da Arsa	2.860	-	-	2.860
RHI (95%)	Samara IBIS	28.727	26.252	2.452	63.599
	Yaroslav IBIS	29.711			
	Kaliningrad IBIS	28.962			
RPI (95%)	Samara Office	14.242	7.125	35	7.152
<b>Akfen GT Şirket Değeri</b>		<b>158.479</b>	<b>Akfen GT Özsermaye Değeri</b>		<b>118.717</b>

Firmanın 31 Aralık 2013 itibarıyla hesaplanan firma değerinden net finansal borç tutarının çıkarılması hazır değerlerin eklenmesi neticesinde özsermaye değeri **118,717 milyon Euro (348,612 milyon TL<sup>1</sup>)** olarak hesaplanmaktadır.

<sup>1</sup> 31 Aralık 2013 tarihli T.C.M.B. 'nin EURO/TL alış kuru (2.9365) esas alınmıştır.

---

### 1.3 Değerleme Sonucu Hakkında Görüş

---

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

KKTC’de, 2007 yılı başından bu yana otel ve casinosu ile hizmet veren 5 yıldızlı otel 15.05.2012 tarihinde imzalanan kira sözleşmesi ile Voyager Kıbrıs Ltd. Şti tarafından 2013 yılı başından itibaren başlamak üzere 20 yıl süre ile kiralanmıştır. Otel ismi yeni kira dönemi ile birlikte “Merit Park Otel ve Casino” olarak değişmiştir. Firma Rusya’da ise bağlı ortaklıkları vasıtasıyla otel ve ofis proje yatırımlarını tamamlamış olup, projeler mevcutta Accor tarafından işletilmektedir.

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında KKTC’deki 5 yıldızlı otelin, casino bölümü ile birlikte kiralanmaya devam edeceği varsayılmıştır. Firma’nın ayrıca KKTC Bafra bölgesinde 30 Aralık 2010 tarihi itibarıyla tahsis hakkını almış olduğu bir arsası bulunmaktadır. Söz konusu arsanın değeri için TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.’nin 31.12.2013 tarihli ekspertiz çalışmasında belirlenen değeri esas alınmıştır.

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

Yapılan çalışma kapsamında Firmanın Özsermaye değerinin **118,717 milyon Euro (348,612 milyon TL<sup>1</sup>)** olacağı öngörülmüştür.

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

---

<sup>1</sup> 31 Aralık 2013 tarihli T.C.M.B. ’nin EURO/TL alış kuru (2.9365) esas alınmıştır.

## *2.Sektör*

## 2.1 Turizm Sektörü

### 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.

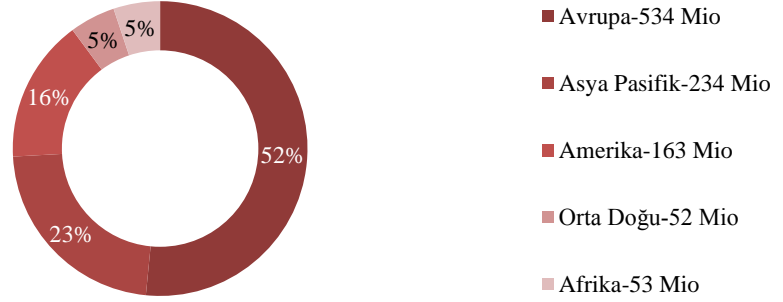
Sektör, gelire sağladığı katkı yanında, döviz geliri ile ödemeler dengesi açığının kapanmasında önemli rol oynamaktadır. Turizm talebine bağlı olarak altyapı yatırımlarının geliştirilmesi, tarımsal ve sınai üretimin artırılması, haberleşme ve ulaştırma sistemlerinin iyileştirilmesi, ticaret ve hizmet 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. Raporla 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 öngörülmektedir.

**Grafik 2.1.1: 2012 Yılında Bölgeler Bazında Ziyaret Eden Turist Sayısı (Mio Kişi) ve Yüzde**



#### sel Pay Dağılımı (%)

Kaynak: Dünya Turizm Örgütü 2013 Raporu

### 2.1.2 KKTC

#### Ekonomik Bakış

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

Birleşmiş Milletler tarafından 2003 yılında geliştirilen ve tartışılan “Kıbrıs sorununa kapsamlı bir çözüm bulunması” planı ve adanın Kuzey ve Güneyi arasında geçişleri sağlayan kapıların açılması, yatırım ortamında olumlu gelişmelerin tetikleyici gücü olmuştur. Yatırım ortamındaki iyileşmeler sonucunda KKTC, 2003-2007 döneminde Avrupa ülkeleri arasında en hızlı büyüyen ekonomilerden biri olmuş ve bu dönemde yıllık ortalama %6.5 oranında büyüme göstermiştir.

Ancak, 2007 yılında düşüş trendine giren KKTC ekonomisi bu dönemde %2,8’lik büyüme kaydederken, 2008 yılında yaşanan yapısal sorunlar ve küresel kriz nedenleriyle durgunluk sürecine girmiştir. Dönemdeki konjonktürden olumsuz etkilenmeye başlayan KKTC ekonomisi, 2008 ve 2009 yıllarında sırayla %2,9 ve %5,5 oranlarında düşüş kaydetmiş; sanayi, inşaat ve hizmet sektörlerinin alt sektörleri olan toptan ve perakende ticaret ile kamu hizmetleri sektörlerinde daralma yaşanmıştır. 2010 yılında ise krizin etkisinin piyasalaradan çekilmesi ve alınan tedbirler sonucunda inşaat sektöründe %3,8, tarım sektöründe %10,0 ve ticaret sektöründe %18,3’lük (ticaret sektör büyümesinin %43,2’lik kısmı ithalat, %20,5’lik kısmı ihracattan kaynaklanmaktadır.) büyüme kaydedilmiş ve GSYH rakamlarında %3,7’lik bir artış yaşanmıştır. 2011 ve 2012 yıllarının ilk dönemlerinde ise Euro

bölgesi ve ABD ekonomilerinde hakim olan iyimserlik havası ortadan kalkmış ve başta AB ülkeleri olmak üzere ekonomik risklere, siyasi riskler de eklenmiştir. Buna paralel olarak 2010 yılında başlayan ekonomik toparlamanın 2011 yılında da devam etmesine rağmen büyüme oranları bir önceki yılın gerisinde kalarak 2011 ve 2012 yılları için sırayla %3,6 ve %2,8 olarak gerçekleşmiştir. Büyüme oranlarının gerilemesinin temelinde makroekonomik göstergelerin kötüleşmesi ve iyileşmemesi yatmaktadır.

Mart 2013'te yayınlanan KKTC Devlet Planlama Örgütü Raporu'na göre, ABD ve Euro Bölgesi'nde atılan politik adımların kriz riskini azaltması sonucu 2013, 2014 ve 2015 yılları için GSYH büyüme tahminleri sırasıyla %3,4, %3,7 ve %3,8 olarak öngörülmüştür.

**Grafik 2.1.2.1: 2007-2015 Yılları Arasında KKTC'nin Büyüme Oranları**



Kaynak: KKTC Devlet Planlama Örgütü 2013 Raporu

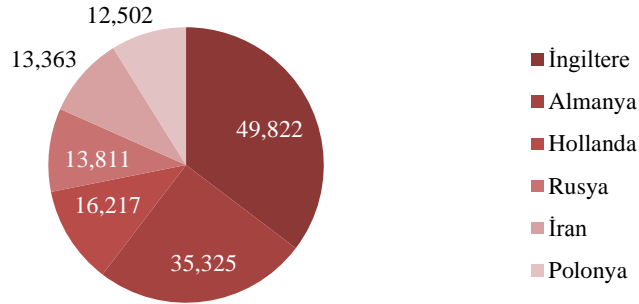
KKTC ekonomisinin büyümesinde rol oynayan başlıca faktörler sektörlerdeki genel büyüme, üniversitelerin çok sayıda yer alması, ekonomide yeni ve sürekli büyüme gösteren sektörlerin yer alması ve artan dış ticarete bağlı olarak ithalat vergi miktarlarındaki artışlardır. Diğer bir yandan KKTC ekonomisinde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

### ***KKTC'de Turizm***

KKTC ekonomisindeki en önemli sektörlerden birisi turizm sektörüdür. 2012 yılında yaklaşık 286,3 bin olan KKTC nüfusu, yazın gelen turistlerle daha da artmaktadır. 2012 yılında ülkeye gelen turistlerin %76,5'u Türk olmakla birlikte, 40'ın üzerinde farklı ülkeden de ziyaretçiler gelmektedir. Türkiye'nin dışında en fazla turist akımı

İngiltere, Almanya, İran, Hollanda, , Rusya, Polonya, Avusturya ve İtalya'dan sağlanmaktadır.

**Grafik 2.1.2.2: 2012 Yılında KKTC'yi Ziyaret Eden Turistlerin Milliyet Dağılımı**



(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

KKTC Turizm Çevre ve Kültür Bakanlığı'nın 2012 ve 2013 Ekim ayı verilerine göre aylar bazında toplam turist, geceleme sayısı ve bu verilerin yıllık değişim oranları aşağıda belirtilmiştir. 2011 ve 2012 yıllarının ilk 10 ayında turist sayısında %6,2 oranında bir artış gözlemlenmektedir. Bununla birlikte aynı dönemde geceleme sayılarında ise %8,8 oranında artış kaydedilmiştir. Bu gelişmeler dikkate alındığında hizmetler sektörü içince büyük paya sahip olan otel-lokantacılık ile toptan ve perakende ticaret sektörlerinin büyüme oranlarında pozitif yönlü bir gelişme sergilenmiştir.

**Tablo 2.1.2.1: 2012 ve 2013 Yıllarının İlk 10 Ayında Toplam Turist Sayısı**

Aylar	2012	2013	% Değişim
Ocak	65.710	65.549	-0,2%
Şubat	80.180	85.796	7,0%
Mart	83.001	89.615	8,0%
Nisan	95.776	98.597	2,9%
Mayıs	99.499	104.603	5,1%
Haziran	117.437	121.418	3,4%
Temmuz	107.541	111.077	3,3%
Ağustos	107.830	122.722	13,8%
Eylül	136.155	142.295	4,5%
Ekim	107.732	121.312	12,6%
<b>Toplam</b>	<b>1.000.861</b>	<b>1.062.984</b>	<b>6,2%</b>

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

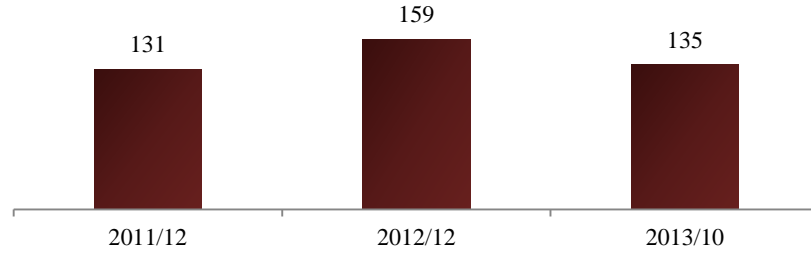
Tablo 2.1.2.2: 2012 ve 2013 Yıllarının İlk 10 Ayında Toplam Geceleme Sayısı

Uyruk	2012	2013	% Değişim
TC	1.227.445	1.262.995	2,9%
Yabancı	1.043.689	1.226.796	17,5%
KKTC	87.214	76.361	-12,4%
<b>Genel Toplam</b>	<b>2.358.348</b>	<b>2.566.152</b>	<b>8,8%</b>

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

KKTC Turizm Çevre ve Kültür Bakanlığı'nın son üç yıl içerisinde tespit ettiği tesis sayısı değişkenlik göstermiş olup, 2013'ün 10. ayının sonunda %15'lik bir düşüşle toplamda 135 adet tesis belirlenmiştir.

Grafik 2.1.2.3: 2011-2013 Yılları Arasında KKTC'deki Tesis Sayısı



(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Diğer taraftan yatak kapasitelerine bakıldığında 2013 yılının ilk dört ayında artış gözlemlenirken yılın geri kalan aylarında %4,2'lere varan bir düşüş yaşanmıştır. Aylara göre doluluk oranları verilerinde ise en yoğun ayların Haziran-Ekim olduğu gözlemlenmiştir. Doluluk oranları bir önceki yıla göre artış göstermiş olup, doluluk oranlarında ortalama %8,6 oranında artış kaydedilmiştir. Yatak kapasiteleri azalırken doluluk oranlarının artması, 2013 yılındaki toplam tesis sayısındaki düşüşü destekler nitelikte olup, bu durum tesislerin mevcut kapasitelerini daha verimli kullandığı şeklinde yorumlanmaktadır. Göze çarpan bir diğer özellik ise casinolu otellerin senelik ortalama doluluk oranı %59,6 iken, bu rakamın casinosuz oteller için %45,8 olarak gerçekleştiğidir.

**Tablo 2.1.2.3: 2012 ve 2013 Yıllarının İlk 10 Ayında Toplam Yatak Kapasitesi**

Aylar	2012	2013	Değişim %
Ocak	19,041	19.405	1,9
Şubat	19,041	19.405	1,9
Mart	19,348	19.413	0,3
Nisan	19,348	19.413	0,3
Mayıs	19,389	19.187	-1,0
Haziran	19,389	19.187	-1,0
Temmuz	19,461	19.151	-1,6
Ağustos	19,739	19.227	-2,6
Eylül	19,845	19.019	-4,2
<b>Ekim</b>	<b>19,845</b>	<b>19.019</b>	<b>-4,2</b>

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

**Tablo 2.1.2.4: Aylara Göre Doluluk Oranları**

Aylar	2012	2013	Değişim %
Ocak	22,8	23,8	4,4
Şubat	19,2	25,4	32,3
Mart	31,3	36,6	16,9
Nisan	38,6	41,5	7,5
Mayıs	44,1	48,1	9,1
Haziran	59,5	61,1	2,7
Temmuz	63,2	67,7	7,1
Ağustos	65,3	74,9	14,7
Eylül	62,5	64,6	3,4
Ekim	52,3	54,3	3,8
<b>Ortalama</b>	<b>46,7</b>	<b>50,7</b>	<b>8,6</b>

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Ekim 2013'te bölgelere göre doluluk oranına bakıldığında en yüksek doluluğun %67,8 oranıyla Gazimağusa şehrinde gerçekleştiği görülmektedir. Bunu sırayla %58,4 oranıyla Girne ve %42,2 ile Lefkoşa takip etmektedir.

**Tablo 2.1.2.5: Şehirlere Göre Doluluk Oranları**

Şehir	Pay %
Gazimağusa	67,8
Girne	58,4
Lefkoşa	42,2
İskele	37,5
Güzelyurt	6,3

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Ekim 2013 itibarıyla tesis sayısı olarak bakıldığında ise Girne mevcut 91 oteli ve KKTC genelinde %67'lik payı ile ilk sırada yer almaktadır. Aynı üstünlük yatak sayısı olarak bakıldığında da görülmektedir. En yüksek doluluk oranına sahip Gazimağusa şehri ise sahip olduğu 12 oteliyle %9'luk paya sahip olup, otel sayısı ve yatak kapasitesi ile 3. sırada yer almaktadır.

**Tablo 2.1.2.6: Şehirlere Göre Otel Sayıları**

Şehir	Tesis Sayısı	Pay %	Yatak Sayısı	Pay %
Girne	91	67	12.818	68
İskele	25	19	3.676	19
Gazimağusa	12	9	1.655	9
Lefkoşa	3	2	642	3
Güzelyurt	4	3	228	1
<b>Toplam</b>	<b>135</b>	<b>100</b>	<b>19.795</b>	<b>100</b>

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Aşağıdaki tabloda Ekim 2013 itibarıyla KKTC'deki toplam mevcut oteller özelliklerine göre sıralanmaktadır. Buna göre bölgede en çok 27 adet ile bungalov evler, 18 adet ile 1 yıldızlı oteller, 16 adet ile pansiyonlar ve 15 adet ile 5 yıldızlı oteller tercih edilmektedir. En yüksek yatak kapasitesine sahip 5 yıldızlı oteller toplam 9.580 yatak sayısı ile turizm yerleşim ihtiyacının %50,3'lük bölümünü karşılamaktadır.

**Tablo 2.1.2.7: Özelliklerine Göre Otel Sayıları**

Özellikler	Tesis Sayısı	Pay %	Yatak Sayısı	Pay %
5 yıldızlı otel	15	11	9.580	50
4 yıldızlı otel	4	3	1.346	7
3 yıldızlı otel	10	8	1.893	10
2 yıldızlı otel	15	11	1.072	6
1 yıldızlı otel	18	13	699	4
Özel sertifikalı oteller	1	1	34	0
2. sınıf tatil köyleri	5	4	928	5
Bungalov evler	27	20	1.549	8
Apart Oteller	2	1	82	0
Pansiyonlar	16	12	196	1
Butik Oteller	4	3	450	2
Yöresel Ev	3	2	96	1
Kapalı Olan Tesisler	13	10	926	5
Diğer	2	1	168	1
<b>Toplam</b>	<b>135</b>	<b>100</b>	<b>19.019</b>	<b>100</b>

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

### 2.1.3 Rusya

#### *Ekonomik Bakış*

Dünyanın en büyük doğal gaz ve petrol üreticilerinin başında gelen Rusya, IMF veri tabanına göre 2012’de yaklaşık 2,2 trilyon ABD dolarına ulaşan GSYH’sı ile Dünyanın 8. büyük ekonomisi konumundadır. 2008 yılı sonunda ortaya çıkan global ekonomik krizden Rusya önemli oranda etkilenmiş olup; 2009 yılında Rusya Ekonomisi %7,8 oranında küçülmüştür. 2010 yılında toparlanmaya başlayan ekonomi %4,5 ve 2011 yılında ise %4,3’lük büyüme göstermiştir. 2011 yılında yakaladığı bu büyüme oranı ile Rusya, dünyanın 3. büyük büyüme oranına sahip ülkesi konuma gelmiştir. 2012 yılında ise Rusya’nın büyümesi %3,4’e gerilemiş olup, Rusya Devlet İstatistik Kurumu tarafından yapılan açıklamaya göre, büyümenin yavaşlamasındaki başlıca nedenler Euro bölgesindeki ekonomik durgunlukla birlikte Avrupa’daki talebin azalmasına bağlı olarak enerji kaynaklarının ihracatında düşüş, tüketici kredilerinde yavaşlama ve madencilik ile elektrik alanlarındaki üretimin azalması olarak gösterilmiştir. Ülkenin 2013 ve 2014 yılı büyüme tahminleri ise IMF tarafından sırayla %1,5 ve %3 olarak açıklanmıştır.

2008-2009 yıllarında çift haneli enflasyon oranına sahip Rusya, Ruble’nin değerinin artması ve düşük ithalat fiyatları ile 2010 yılında tek haneli enflasyon oranına ulaşmış, enflasyon oranı %6,9’a gerilemiştir. 2011 yılı itibarıyla ise enflasyonda tekrar artış gözlemlenmiştir. 2011 başında %8-9 seviyelerinde olan enflasyon, 2011’de tarihi rekor kırarak yılsonuna doğru %6’lara düşse de 2011 yılı enflasyon ortalaması %8,5 olarak gerçekleşmiştir. Hükümetin 2012 için %5-6 civarında beklediği enflasyon rakamı 2012 yılsonunda %6,6 olarak gerçekleşmiş olup, 2013 yılı için %6,4 seviyelerinde enflasyon öngörülmektedir.

#### *Rusya’da Turizm*

2012 yılı itibarıyla yaklaşık 145,1 milyon nüfusa sahip olan Rusya’nın seyahat ve turizm sektörü 26,1 milyar ABD doları büyüklüğü ile GSYH’sının %5,9’unu oluşturmaktadır. Seyahat ve turizm sektörünün GSYH’ya olan katkısında ülkeyi ziyaret eden turist sayısı büyük önem taşımaktadır. 2012 yılında yaklaşık 23,6 milyon turist çeken ülkenin turizm ihracatı 17,6 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. 2013 yılında ise turist sayısının 30,6 milyona ulaşacağı ve turizm ihracatının %7,2

artacağı öngörülmektedir. Ayrıca, 2023 yılında bu değerlerin sırayla 52,5 milyon ve 30,4 milyar ABD doları seviyelerine ulaşacağı tahmin edilmektedir. Toplam turizm hasılası 108,4 milyar ABD doları olan sektörün 2013'te %5,6 artacağı ve sonraki yıllarda her yıl ortalama %4,6 artarak 2023'te 179,4 milyara ABD dolarına ulaşacağı 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 artışı gerçekleşmiştir. 2012 yılında 10,8 milyar ABD doları değerinde yatırım yapılmış olup, bu değer 2013 yılı için %0,3 büyüyeceği öngörülmektedir. 2023 yılına kadar ise her yıl ortalama %5,7 büyüme göstererek yatırım değerinin 18,9 milyar ABD dolarına ulaşması beklenmektedir. Ayrıca FIFA 2018 Dünya Kupası'nın Rusya'da yapılacak olması da ilerleyen yıllarda bölgeye yapılacak yatırımların büyüyeceğinin bir göstergesidir. Firma'nın proje geliştirdiği Moskova, Dünya Kupası maçlarının oynanacağı şehirler arasındadır. Rusya haritası, Moskova şehri işaretlenmiş şekilde aşağıda sunulmuştur.

Tablo 2.1.3.1: Rusya Federasyonu Haritası



### Kaliningrad

123 km'lik uzunluğa sahip Pregel Nehri'nin yanında bulunan bölge 223 km<sup>2</sup> yüzölçümü ile 2012 yılı itibarıyla 450.300 civarında bir nüfusa sahiptir. Şehir, Rusya Federasyonu'nun Rusya ile bağlantısı olmayan, Litvanya ile Polonya arasında, Baltık Denizi kıyısındaki toprağı olan Kaliningrad bölgesinde yer almaktadır. II. Dünya Savaşı'na kadar Almanya egemenliğinde kalan Kaliningrad, sonrasında Sovyet Ordusu tarafından işgal edilmiştir. Kaliningrad bölgesi, SSCB'nin dağılışından sonra kara bağlantısı bulunmamasına rağmen özerk bir bölge olarak Rusya'ya bağlı kalmıştır. Rusya'nın Baltık Filosunun burada bulunması ve konum itibarıyla açık bir liman olması nedeniyle jeostratejik ve ticari öneme sahiptir.



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

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

Ayrıca, Avrupa'da düzenlenecek olan 2018 FIFA Dünya Kupası için 2 Aralık 2010'da yapılan oylama sonucunda, Rusya, FIFA tarafından evsahibi ülke gösterilmiştir. Bu gelişme neticesinde Rusya'dan, Dünya Kupası finallerini sunmak amacıyla toplam 13 şehir seçilmiş, Kaliningrad da bu şehirler arasında yer almıştır. Bu kapsamda Kaliningrad'a inşaa edilecek 45.015 kapasiteli stadyum ile birlikte

bölgenin öneminin artacağı ve gelişmeye açık bir turizm bölgesi haline geleceği öngörülmektedir.

### *Samara*

Volga ve Samara nehirlerinin birleştiği yerde, Volga bölgesinde bir sanayi merkezidir. Kurumoch Havaalanı'na 60-90 dakika mesafede yer almaktadır. Samara bölgesi Rusya Federasyonu'nun Avrupa bölgesindeki güneydoğu kesimindeki topraklarında bulunmaktadır. Volga nehri doğusunda olan bölge, Güney'de Kazakistan ile sınır teşkil etmektedir. Nüfusu 2010 yılında 1,2 milyon kişi civarındadır.



Samara, gelir ve sanayi hacmi bakımından ilk on Rus şehri arasındadır. Samara, otomobil, enerji, metal işleme ve petrokimya, kimyasallar, inşaat malzemeleri, uzay araçları, motor ve kablolar gibi pek çok endüstriyel yelpazede üretimdedir. Bölge ayrıca zengin petrol ve doğalgaz yataklarına sahiptir.

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

Bölgedeki turizm potansiyelini destekleyen bir diğer faktör ise 2018 yılında gerçekleşecek Dünya Kupası için Kaliningrad gibi Samara'ya da stadyum inşaa edilmesidir. 44.918 kapasiteli stadyum ile birlikte bölgenin öneminin artacağı ve gelişmeye açık bir turizm bölgesi haline geleceği öngörülmektedir.

### Yaroslavl

Yaroslavl şehri, Rusya'nın kuzeyinde, Volga Havzası'nda yer alan bölgede, Moskova'nın kuzeydoğusunda konumlu olup, Moskova merkezi ile arasında yaklaşık 250 km mesafe bulunmaktadır. Şehrin nüfusu 2010 yılında 591,5 bin civarındadır.



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

2010 yılı itibarıyla yerli turist ağırlıklı olarak şehri yaklaşık 1,3 milyon turist ziyaret etmiştir. Yüksek bir turizm potansiyeli oluşturacağı öngörülen şehir için toplam turist sayısının 2014 yılında 2,5 milyona ulaşması beklenmektedir. Turizm sektöründe, kruvaziyer turizmi, kültür turizmi ve iş turizmi öne çıkan başlıca itici güçler olarak sayılmaktadır. Benzer bir şekilde, 2018 yılında gerçekleşecek Dünya Kupası kapsamında inşaatı devam eden 44.042 kapasiteli stadyum ile birlikte bölgenin öneminin artacağı ve gelişmeye açık bir turizm bölgesi haline geleceği öngörülmektedir.

## 2.2 Sektörde Geleceğe Bakış

World Travel Tourism Council tarafından yayınlanan 2013 Dünya Seyahat ve Turizm Raporu'na göre, 2010 yılının ikinci yarısında toparlanma sürecine giren turizm ve seyahat sektörü, diğer sektörlerle etkisi de göz önüne alındığında, 2012 yılında küresel GSYH'den %9,3 oranında pay alarak 6,6 trilyon ABD dolarını aşan büyüklüğe ulaşmıştır. Sektörün 2023 yılına kadar yıllık ortalama %4,4 artış göstererek, 10,5 trilyon ABD doları büyüklüğe ulaşacağı öngörülmektedir.

Ülkeler bazında turizm sektöründe 2012 hasılası ve 2023 hasıla öngörülerine bakıldığında ilk 10 ülke aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.

**Tablo 2.2.1.: 2012 Yılında En Yüksek Turizm Hasılasına Sahip Ülkeler ve Hasıla Öngörüler (Milyar \$)**

	Ülke	2012	Ülke	2023
1	Amerika	1.348	Çin	1.908
2	Çin	757	Amerika	1.887
3	Japonya	400	Japonya	446
4	Fransa	254	Brezilya	353
5	İtalya	207	Fransa	296
6	Brezilya	206	Hindistan	275
7	İspanya	205	İngiltere	263
8	İngiltere	169	İtalya	249
9	Almanya	154	Meksika	244
10	Avustralya	151	İspanya	226

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

2012 yılında turizm sektöründe toplam hasıla 6,6 trilyon ABD doları olup, bu rakamda en büyük payı %21'lik oran ile Amerika almıştır. Amerika'yı %11,5 ile Çin, %6 ile Japonya takip etmiştir. 2023 yılında ise sıralamada bazı değişiklikler beklenmekte olup, sektördeki büyümenin Asya-Pasifik bölgesinde yoğunlaşması ve birinci sırada 1,9 trilyon ABD doları hasıla ile Çin'in yer alması öngörülmektedir.

2023 yılında turizm hasıla beklentilerine bakıldığında, global turizm sektörünün yıllık ortalama %4,4'lük bir artışla 10.507 milyar ABD doları gelir sağlayacağı öngörülmektedir.

Rusya'da turizm ve seyahat sektörü hasılları ise 2023 yılına kadar yıllık ortalama %4,6 büyüyerek 179 milyar ABD dolarına ulaşması öngörülmektedir.

**Tablo 2.2.2: Turizm ve Seyahat Sektörü Hasılası**

Milyar \$	2011	2012	2023T	Ortalama Yıllık Büyüme %
Dünya	6.346	6.600	10.507	4,4%
Rusya	103	108,4	179,4	4,6%

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

2012 yılında turizm sektörüne toplam yatırımların %4,8'i oranında 764 milyar USD yatırım yapılmıştır. Bu rakamın önümüzdeki 10 yıllık süreçte yıllık ortalama %5,3 artış göstereceği ve 2023 yılında 1,34 trilyon ABD doları seviyesine yükselerek toplam yatırımlar içindeki payının %4,9 seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.

Rusya'da turizm ve seyahat sektörü yatırımlarının 2023 yılına kadar yıllık ortalama %5,7 büyüyerek 20 milyar ABD dolarına ulaşması öngörülmektedir.

**Tablo 2.2.3: Turizm ve Seyahat Sektörü Yatırımları**

Milyar \$	2011	2012	2023T	Ortalama Yıllık Reel Büyüme %
Dünya	743	764	1.341	5,3%
Rusya	10	11,5	20	5,7%

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

***3.Firma***

### 3.1 Genel Bilgiler

#### 3.1.1 Kuruluş ve Mevcut Durum

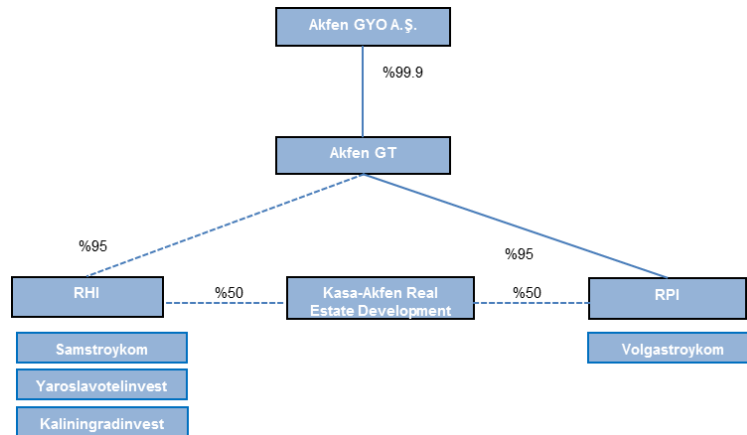
Akfen GT'nin ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı yapmak, geliştirmek, işletmek, işletmektir. 04 Ağustos 1999 tarihinde T-T Turizm İnşaat Tarım Besicilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla kurulan Firmanın unvanı 27 Eylül 2006 itibarıyla Akfen Gayrimenkul Ticaret ve İnşaat A.Ş. olarak değiştirilmiştir.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

Akfen GT mevcut durumda, Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde sahip olduğu 5 yıldızlı otel ile casinodan ve Rusya'daki otel ile ofis projelerinden kira geliri elde etmektedir.

Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde yer alan 5 yıldızlı otel, casinusu ile 2007 yılından bu yana hizmet vermektedir. Ayrıca Akfen GT, KKTC'nin Bafra bölgesinde 167 dönümlük bir arsayı KKTC Tarım ve Doğal Kaynaklar Bakanlığı'nı temsilen Orman Dairesi'nden 30/12/2010 tarihi itibarıyla 49 yıllığına kiralamış olup, tahsis hakkını almıştır. Firma Rusya'daki tüm projelerini ise %95 oranında ortak olduğu Hollanda'da kurulu Russian Hotel Investment B.V. ("RHI") ve Russian Property Investment B.V. ("RPI") aracılığıyla gerçekleştirmektedir.

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

**Tablo 3.1: 31 Aralık 2013 tarihi itibarıyla Ortaklık İlişkisi**



### 3.1.2 Sermaye Yapısı

Firmanın 100 milyon TL olan sermayesi, 27 Aralık 2012 tarihinde 121 milyon TL'ye artırılmış ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde tescil edilmiştir. Artırılan sermayenin kalan sermaye taahhüt tutarı olan 2.592.136 TL'nin, 2014 yılı sonunda Akfen GYO tarafından nakden ödenmesi planlanmaktadır.

**Tablo 3.2: 31 Aralık 2013 Tarihi İtibariyle Şirketin Pay Dağılımı**

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

(Kaynak: Akfen GT)

### 3.1.3 Bağlı Ortaklıklar

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

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

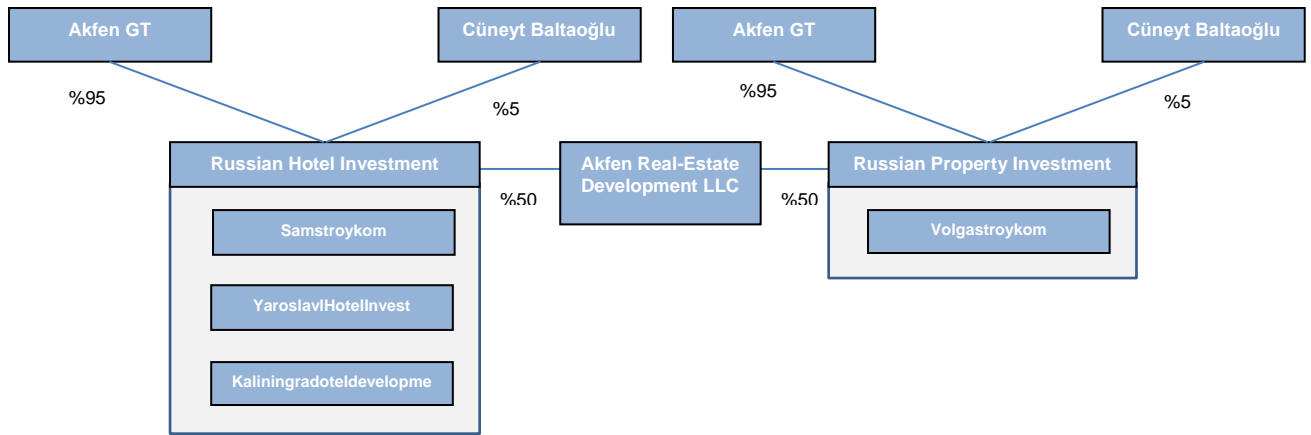
Rusya'da halen yürürlükte olan mevzuat itibarıyla her otel projesi için ayrı bir şirket kurulumu zorunluluğu nedeniyle, otel projeleri için kurulu firmalar RHI çatısı altında birleşmektedir. RHI bünyesindeki otel projesi amacıyla kurulmuş firmalar tablo 3.3'de belirtilmiştir.

RPI ise, 3 Ocak 2008'de Akfen Gayrimenkul Geliştirme ve Tic. A.Ş. ve Eastern European Property Investment Ltd. (EEPI) ortak girişimi ile Rusya'daki ofis projelerini gerçekleştirmek amacıyla kurulmuş olup, proje bazlı kurulan firmaları tek

çatı altında toplamaktadır. Akfen Gayrimenkul Geliştirme ve Tic. A.Ş.'nin payı 5 Haziran 2009 tarihinde Akfen GT tarafından devir alınmıştır. Halen aktif olan Samara ofis projesi dışında RPI bünyesinde kurulu bulunan firmalar gayri faaldir. Eastern European Property Investment Ltd. (EEPI) sırasıyla 21 Aralık 2010 tarihi itibarıyla RPI'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 RPI'daki payı da %95'e yükselmiştir. Diğer %5 oranında pay Cüneyt Baltaoğlu'na aittir.

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

**Tablo 3.3: 31 Aralık 2013 Tarihi İtibarıyla Bağlı Ortaklıkların 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 bağlı ortaklığı olan RHI ve RPI tarafından gerçekleştirilmektedir. KKTC faaliyetleri ise Akfen GT'nin KKTC Deniz Aşırı Şirketler Sicilinde kayıtlı olan kendisi tarafından yürütülmektedir.

### **KKTC**

Firmanın %100 sahibi olduğu Aralık 2006 itibarıyla yapımı tamamlanan KKTC'nin Girne şehrinde kurulu 5 yıldızlı otelden elde edilen otel ve casino işletme kira gelirleri, Akfen GT'nin gelirlerinin KKTC tarafını oluşturmaktadır.

Akfen GT, hem oteli hem de casinoyu 2008 yılı başından bu yana kiraya vermektedir. KKTC'de 01.08.2003 tarihinden itibaren 49 yıllığına KKTC Maliye Bakanlığı Devlet Emlak ve Malzeme Dairesi tarafından tahsis edilen arazi üzerine inşa edilen 5 yıldızlı otel ve casinonun otel bölümü, 01/01/2008 – 31/12/2012 tarihleri arasında Serenas Turizm Kongre ve Organizasyon Hizmetleri Ltd. Şti.'ne kiralanmıştır. Otel, 31.315 m2 toplam alan üzerinde 299 oda, 660 yatak kapasitesine sahiptir. Otel bünyesinde bulunan 2.981 m2 kapalı alana sahip casino üzerinden kira geliri elde edilmiş olup, casino bölümünü bu dönemde Voyager Kıbrıs Ltd Şti işletmiştir. Serenas Turizm Kongre ve Organizasyon Hizmetleri Ltd. Şti ile imzalanan söz konusu sözleşme süresi dolması akabinde Akfen Gayrimenkul Ticareti ve İnşaat A.Ş. ile Voyager Kıbrıs Ltd. Şti. arasında 15.05.2012 tarihinde imzalanan kira sözleşmesi ile Casino dahil 5 yıldızlı otelin tamamı Voyager Kıbrıs Ltd. Şti tarafından kira başlangıç tarihinden itibaren başlamak üzere 20 yıl süre ile kiralanmıştır. Otel ismi yeni kira dönemi ile birlikte "Merit Park Otel ve Casino" olarak değişmiştir.

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

### **Rusya**

Akfen GT faaliyetlerinin diğer bölümünü Rusya otel ve ofis yatırımları oluşturmaktadır. Firma daha önce belirtildiği gibi, faaliyetlerini sürdüren Rusya otel ve ofis projeleri kapsamındaki operasyonlarını sırasıyla bağlı ortaklığı olan RHI ve RPI vasıtasıyla gerçekleştirmektedir.

Otel projeleri ve ofis projesi hakkında bilgiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 3.4 Rusya Proje Bilgileri

Otel ve Ofis Projeleri	Oda Sayısı	Başlangıç Tarihi	Faaliyete Geçiş Tarihi	Arazi Büyüklüğü (m <sup>2</sup> )	Toplam Alan (m <sup>2</sup> )
Samara IBIS	204	07/2009	03/2012	2.466	9.961
Yaroslavl IBIS	177	04/2010	09/2011	4.468	7.916
Kaliningrad IBIS	167	08/2011	08/2013	5.099	6.322
Samara Ofis	-	07/2009	01/2012	1.048	6.510

(Kaynak: Akfen GT)

8 Eylül 2011 tarihi itibarıyla Yaroslavl IBIS oteli açılmış ve faaliyete başlamıştır. Samara IBIS Otel Mart 2012 ve Kaliningrad Ibis Otel Ağustos 2013 itibarıyla faaliyete geçmiştir. Samara Ofis'in inşaat faaliyeti Ocak 2012'de tamamlanmış olup, 10 katlı binanın üç katı bir banka tarafından kiralanmıştır. 4., 5. ve 6. katlar Aralık 2013 içinde kiralanmıştır.

### 3. 2 Finansal Analiz

Akfen GT'nin 2011-2012 yıl sonu ve 2012-2013 Eylül dönemine ilişkin konsolide özet finansal tabloları aşağıda yer almaktadır. Akfen GT Merkez ile Akfen GT KKTC finansalları uluslararası finansal raporlama standartlarına uygun şekilde Firma tarafından konsolide edilmiştir. Ancak RHI ve RPI yatırımları yatırım amaçlı gayrimenkuller ve yapılmakta olan yatırım amaçlı gayrimenkuller başlığı altında gösterilmiştir.

**Tablo 3.5: Akfen GT Bilançosu**

**AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş. KONSOLİDE BİLANÇOSU**

<b>Bilanço EUR</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>30.09.2012</b>	<b>30.09.2013</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>5.432.655</b>	<b>14.370.566</b>	<b>5.233.803</b>	<b>12.945.165</b>
Nakit ve nakit benzerleri	572.379	11.559.434	875.010	9.042.075
Ticari alacaklar	25.535	496.821	633.181	792.083
Diğer alacaklar	2.362.118	5.840	2.870.078	8.320
Diğer dönen varlıklar	2.472.623	2.308.472	855.533	3.102.686
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>165.127.678</b>	<b>167.129.275</b>	<b>176.185.990</b>	<b>151.281.945</b>
Diğer alacaklar	11.948	3.096.445	12.421	3.257.001
Finansal Yatırımlar	56	-63.254	-42.896	-117.104
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar				
Yat. amaçlı gayrim. ve yap. olan yat. amaçlı gayrim.	162.196.928	161.965.884	172.783.533	146.124.172
Maddi duran varlıklar	11.458	33.450	36.449	23.988
Diğer duran varlıklar	2.907.287	2.096.750	3.396.484	1.993.888
<b>Aktif Toplamı</b>	<b>170.560.333</b>	<b>181.499.841</b>	<b>181.419.793</b>	<b>164.227.110</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>41.953.805</b>	<b>15.180.665</b>	<b>16.799.976</b>	<b>9.061.032</b>
Finansal borçlar	39.221.689	14.053.449	14.155.913	6.543.185
Ticari borçlar	1.119.395	968.344	954.676	1.070.992
Diğer borçlar	1.095.604	27.507	1.107.130	0
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	517.116	131.365	582.256	1.446.855
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>23.139.440</b>	<b>48.997.118</b>	<b>46.347.994</b>	<b>53.785.224</b>
Finansal borçlar	12.192.702	38.600.593	33.082.584	44.771.953
Ertelenen vergi yükümlülüğü	10.946.738	10.396.524	13.265.409	9.013.270
<b>Özkaynaklar</b>	<b>105.467.089</b>	<b>117.322.059</b>	<b>118.271.824</b>	<b>101.380.854</b>
Ödenmiş sermaye	38.579.198	50.302.725	46.138.115	43.044.194
Sermaye düzeltme farkları	233.778	0	247.479	0
Ortak kontrol altında işletme birleşmeleri etkisi	-229.807	-239.469	-243.276	-204.204
Yabancı para çevrim farkları	-7.331.931	-5.155.414	-4.795.103	-12.117.304
Geçmiş yıllar karları / (zararları)	41.926.474	72.150.232	72.150.232	69.850.272
Net dönem karı	30.223.758	-2.299.960	2.485.598	-1.365.843
Azınlık payları	2.065.620	2.563.945	2.288.778	2.173.739
<b>Pasif Toplamı</b>	<b>170.560.333</b>	<b>181.499.841</b>	<b>181.419.793</b>	<b>164.227.110</b>

(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**

	2011	2012	2012/9	2013/9
EURO/TL (Dönem Sonu Kur)	2,4438	2.3452	2.3085	2.7502

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

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

**Tablo 3.7: Ortalama TCMB döviz alış kurları**

	2011	2012	2012/9	2013/9
EURO/TL (Ortalama Kur)	2,3224	2,3045	2,3004	2,4508

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

Akfen GT'nin 2013 yılı Eylül sonu itibarıyla aktif toplamı 164,2 milyon Euro'dur. Aktif toplamının %89,0'unu yatırım amaçlı gayrimenkuller oluşturmaktadır.

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

Firma bilançosunda öne çıkan "Diğer Dönen Varlıklar" ile "Diğer Duran Varlıklar" kalemleri büyük ölçüde devreden KDV'den oluşmaktadır. Ticari alacaklar ise Rusya'daki operasyonel otellerin kira alacaklarından oluşmaktadır.

Firma bilançosunun 2013 yılı Eylül ayı itibarıyla pasifi incelendiğinde yaklaşık %32,8'ini, uzun vadeli yükümlülüklerin oluşturduğu görülmektedir. Uzun vadeli finansal borçlar, pasiflerin %27,3'ünü oluşturmakta olup, Kıbrıs ve Rusya projeleri için kullanılan kredilerden oluşmaktadır.

Firmanın uzun vadeli kredilerinin tamamı Euro cinsinden temin edilen kredilerden oluşmaktadır. Samara Ibis, Yaroslavl Ibis ve Kaliningrad Ibis için kullanılan uzun vadeli Rusya kredilerinin tamamı EBRD ve IFC'den temin edilen Euro krediler olup, bu krediler için sabit %6,5 + Euribor (3 aylık) oranında faiz ödenmektedir. Vade, Samara Ibis için 1 Şubat 2022, Yaroslavl Ibis için 1 Kasım 2020 ve Kaliningrad Ibis için 1 Mayıs 2022'dir. Firma ayrıca Samara Ofis projesi için Credit Europe Bank'tan 16 Ağustos 2013 tarihinde, faiz oranı sabit %7 + Euribor (3 aylık) olan 7,5 milyon Euro kredi kullanmıştır. Firma, 28 Mart 2013'te Ziraat Bankası'ndan 15 milyon Euro

kredi kullanmış olup, 31 Ağustos 2018’de geri ödemesi sona erecek olan söz konusu kredinin faiz oranı %4,6 + Euribor (6 aylık)’dur.

İncelenen dönemler itibarıyla Firmanın 6,5 milyon Euro tutarında kısa vadeli kredisi bulunmakta olup, bu tutar uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kısımlarından oluşmaktadır.

Firma’nın Ticari Borçlar kalemi, Rusya’daki projelere ilişkin müteahhitlere olan borçlardan oluşmaktadır. Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler, büyük ölçüde ertelenmiş gelirleri kapsamaktadır.

Firmanın 100 milyon TL olan sermayesi, 27 Aralık 2012 tarihi itibarıyla 121 milyon TL’ye artırılmış ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi’nde tescil edilmiştir. Artırılan sermayenin kalan sermaye taahhüt tutarı olan 2.592.136 TL’nin, 2014 yılı sonunda Akfen GYO tarafından nakden ödenmesi planlanmaktadır.

**Tablo 3.8: Akfen GT Gelir Tablosu**

**AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş. GELİR TABLOSU**

<b>Gelir Tablosu €</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>30.09.2012</b>	<b>30.09.2013</b>
Satış Gelirleri	4,741,523	5,800,097	4,567,768	5,473,562
Satışların Maliyeti	-49,744	-213,320	-167,157	-305,955
<b>Brüt Kar</b>	<b>4,691,780</b>	<b>5,586,776</b>	<b>4,400,611</b>	<b>5,167,607</b>
Genel yönetim giderleri	-1,526,844	-1,773,530	-1,309,640	-1,150,374
Yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artışı, net	29,540,663	0	0	0
Yapılmakta olan yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artışı	7,146,414	0	0	0
Diğer gelirler	5,997,529	13,602,374	2,371,053	950,106
Diğer faaliyet giderleri	-2,516,164	-18,007,404	-438,179	-499,326
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>43,333,377</b>	<b>-591,783</b>	<b>5,023,846</b>	<b>4,468,013</b>
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların zararlarındaki paylar				
Finansal gelirler	987,675	13,464,540	9,961,786	9,144,541
Finansal giderler	-6,769,516	-15,731,542	-10,534,724	-15,294,303
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>37,551,537</b>	<b>-2,858,785</b>	<b>4,450,909</b>	<b>-1,681,750</b>
- Ertelenen vergi geliri / (gideri)	-6,812,213	609,379	-1,975,440	154,678
<b>Net Dönem Karı</b>	<b>30,739,323</b>	<b>-2,249,406</b>	<b>2,475,469</b>	<b>-1,527,072</b>
Kontrol gücü olmayan paylar	515,566	50,554	-10,129	-161,229

İncelenen yıllar itibarıyla Firmanın gelirleri temel olarak otel ve casino kira gelirlerinden 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 bağlı ortaklarının ya da operasyonel olmayan diğer varlıkların eklenmesi suretiyle hedeflenen **Özsermaye Değeri'ne (Equity Value)** ulaşılmaktadır.

## 4. 2 Varsayımlar

### 4.2.1. KKTC Varsayımları

#### *Gelirler*

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

Kira sözleşmesi 15 Mayıs 2012'de akdedilmiş olup, sözleşme süresi 20 yıldır. Kiracı Voyager Kıbrıs Limited, Akfen GT'ye yıllık 4.750.000 Euro ödeme yapmaktadır. İlk beş yıl, yıllık kira sabit kalacak, izleyen 6. ve 7. yıllarda Euribor oranı %2'nin altında ise Euribor; üzerinde ise %2 kira artışı uygulanacaktır. İzleyen 8, 9 ve 10. yıllarda kira Euribor artışı ile güncellenecektir.

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

#### *Giderler*

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

Sözleşmeye göre, her türlü vergi, harç ve masraf Voyager Kıbrıs Limited şirketine ait olup, Akfen GT, emlak vergileri ve mülkiyet hakları ile ilgili giderleri ödeyecektir. Devlet Emlak'a ödenen üst hakkı kirası bedeli sözleşmeye göre belirlenmiş olup, yine sözleşmede yer aldığı gibi sözleşmesi süresi bitimine kadar

%3 oranında artırılmıştır. Emlak vergisi hesaplara ilave edilmiş ve her yıl için %2,5 sabit oranıyla artacağı varsayılmıştır.

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

#### ***Yatırım Varsayımları***

Kira sözleşmelerine göre, otel içerisinde yapılması gereken temel yenileme yatırımları kiracılar tarafından karşılanacaktır. Söz konusu yatırımların kiracılar tarafından yapılacağı varsayımıyla, projeksiyon dönemi boyunca yıllık satışların %0,85'ine tekabül edecek şekilde cüzi bir yenileme yatırımı öngörülmüştür. 2014 yılında bu rakam 40.375 Euro olarak hesaplanmıştır.

#### ***Vergi Varsayımları***

5 yıldızlı otelin inşa edildiği arsanın 49 yıllık kira süresi göz önüne alınarak, projeksiyonlar 2052 yılı sonuna kadar uzatılmış ve bu süre zarfında Firmanın KKTC otelinden elde ettiği gelirler dolayısıyla karşılaşılabileceği vergi etkisi değerlendirilmiştir. Firmanın 2010 yılı itibarıyla kurumlar vergisi matrahından düşebileceği 68 milyon TL tutarında yatırım indirimi ve Vergi Usul Kanununa göre geçmiş yıllardan yaklaşık 1,7 milyon TL tutarında birikmiş zararı bulunmaktaydı. Firmanın gelir tablosu verilerinden yatırım amaçlı gayrimenkuller ve yapılmakta olan yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artışları ile diğer gelir ve giderler dikkate alınmadan 2011 ve 2012 yılı için faaliyet karı hesaplanmış (2013 yılı için tahmini rakamlar kullanılmıştır), ilerleyen yıllarda gerçekleşmesi planlanan gelirleri de dikkate alındığında 2018 yılına kadar vergi ödemeyeceği, 2018 yılı itibarıyla ise KKTC'de geçerli olan vergi oranı olan %23,5 oranında kurumlar vergisi ödemeye başlayacağı hesaplanmıştır.

#### ***Amortisman***

Firmanın sabit kıymetlerinin amortisman süreleri, 2007 yılından başlayarak bina için 25 yıl, tesis makine için 10 yıl, taşıtlar için 5-7 yıl, özel maliyetler içinse ortalama 30 yıl olarak öngörülmüştür.

### *İndirgeme Oranı*

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

#### 4.2.2 KKTC Projeksiyonları

Kıbrıs - Euro	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Otel ve Casino Kira Gelirleri	4.750.000	4.750.000	4.750.000	4.750.000	4.845.000	4.941.900	5.040.738	5.141.553	5.244.384	5.349.271
Otel ile İlgili Giderler	(142.463)	(146.025)	(149.675)	(153.417)	(157.253)	(161.184)	(165.214)	(169.344)	(173.578)	(177.917)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAOK (Zarar)	4.607.537	4.603.975	4.600.325	4.596.583	4.687.747	4.780.716	4.875.524	4.972.209	5.070.806	5.171.355
Vergi	-	-	-	-	(353.884)	(892.847)	(915.057)	(937.686)	(960.762)	(984.294)
Yatırımlar	(40.375)	(40.375)	(40.375)	(40.375)	(41.183)	(42.006)	(42.846)	(43.703)	(44.577)	(45.469)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	4.567.162	4.563.600	4.559.950	4.556.208	5.000.449	5.631.557	5.747.735	5.866.192	5.986.991	6.110.180
İndirgeme Oranı (WACC)	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Kıbrıs - Euro	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Otel ve Casino Kira Gelirleri	5.456.257	5.565.382	5.676.690	5.790.223	5.906.028	6.024.149	6.144.631	6.267.524	6.392.875	6.520.732
Otel ile İlgili Giderler	(182.365)	(186.924)	(191.597)	(196.387)	(201.297)	(206.329)	(211.487)	(216.775)	(222.194)	(227.749)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	5.273.892	5.378.458	5.485.093	5.593.836	5.704.731	5.817.819	5.933.144	6.050.750	6.170.681	6.292.983
Vergi	(1.008.290)	(1.032.761)	(1.057.714)	(1.083.160)	(1.109.108)	(1.135.569)	(1.162.552)	(1.190.067)	(1.413.772)	(1.442.384)
Yatırımlar	(46.378)	(47.306)	(48.252)	(49.217)	(50.201)	(51.205)	(52.229)	(53.274)	(54.339)	(55.426)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	6.235.804	6.363.913	6.494.555	6.627.780	6.763.638	6.902.183	7.043.467	7.187.543	7.530.113	7.679.941
İndirgeme Oranı (WACC)	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Kıbrıs - Euro	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
Otel ve Casino Kira Gelirleri	6.651.147	6.784.170	6.919.853	7.058.250	7.199.415	7.343.403	7.490.272	7.640.077	7.792.878	7.948.736
Otel ile İlgili Giderler	(233.442)	(239.279)	(245.260)	(251.392)	(257.677)	(264.119)	(270.722)	(277.490)	(284.427)	(291.538)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	6.417.704	6.544.891	6.674.593	6.806.858	6.941.738	7.079.285	7.219.550	7.362.587	7.508.452	7.657.198
Vergi	(1.475.814)	(1.505.567)	(1.535.906)	(1.566.844)	(1.598.392)	(1.630.563)	(1.663.368)	(1.696.820)	(1.730.932)	(1.765.716)
Yatırımlar	(56.535)	(57.665)	(58.819)	(59.995)	(61.195)	(62.419)	(63.667)	(64.941)	(66.239)	(67.564)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	7.836.984	7.992.792	8.151.680	8.313.707	8.478.936	8.647.429	8.819.251	8.994.467	9.173.144	9.355.350
İndirgeme Oranı (WACC)	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Kıbrıs - Euro	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	
Otel ve Casino Kira Gelirleri	8.107.711	8.269.865	8.435.262	8.603.968	8.776.047	8.951.568	9.130.599	9.313.211	9.569.555	
Otel ile İlgili Giderler	(298.826)	(306.297)	(313.954)	(321.803)	(329.848)	(338.094)	(346.547)	(355.210)	(213.467)	
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	7.808.885	7.963.568	8.121.308	8.282.165	8.446.199	8.613.474	8.784.053	8.958.001	9.356.089	
Vergi	(1.801.186)	(1.837.356)	(1.874.238)	(1.911.848)	(1.950.199)	(1.989.305)	(2.029.183)	(2.078.212)	(1.246.675)	
Yatırımlar	(68.916)	(70.294)	(71.700)	(73.134)	(74.596)	(76.088)	(77.610)	(79.162)	(47.341)	
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	9.541.156	9.730.630	9.923.847	10.120.879	10.321.801	10.526.691	10.735.625	10.957.051	6.555.423	
İndirgeme Oranı (WACC)	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	

#### 4.2.3 Rusya Varsayımları

##### Gelirler

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

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

**Tablo 4.1: Doluluk Oranları**

Doluluk Oranı	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	65%	70%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
Yaroslavl IBIS	75%	80%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Kaliningrad IBIS	70%	75%	80%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%

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

**Tablo 4.2: Ortalama Günlük Fiyat**

Ortalama Günlük Fiyat €	Oda Sayısı	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	204	60,0	65,4	71,3	77,7	81,6	85,7	89,9	94,4	99,2	104,1	109,3	114,8
Yaroslavl IBIS	177	60,0	63,0	66,2	69,5	72,9	76,6	80,4	84,4	88,6	93,1	97,7	102,6
Kaliningrad IBIS	167	68,3	71,7	75,2	79,0	83,0	87,1	91,5	96,0	100,8	105,9	111,2	116,7

(Kaynak: Akfen GT. 2013 verileri gerçekleşen Ocak-Kasım verileridir.)

Oda gelirlerine ek olarak, otel ekstraları da gelir projeksiyonlarına dahil edilmiş olup, projeye göre farklılaşmak üzere toplam oda gelirlerinin %25 - %36'sı arasında oluşacağı öngörülmüştür.

Yaroslavl projesinde ayrıca kiralanabilecek dükkanların bulunması sebebiyle dükkan kira geliri öngörülmüştür. Toplam 400 m<sup>2</sup> net kiralanabilir dükkanların 2014 yılında yaklaşık 58.000 Euro bedelle kiralanacağı ve ilerleyen yıllarda %5 oranında artarak devam edeceği varsayılmıştır.

Akfen GT'nin bağlı ortaklığı olan RPI altında yer alan Samara ofis projesi gelirlerinde ise 4.807 m<sup>2</sup> net kiralanabilir alanın 2014 yılında 3.605 m<sup>2</sup> sinin kiraya verileceği, takip eden yıllarda 4.759 m<sup>2</sup> alanın kiraya verileceği öngörülmüştür. 2014 yılı için doluluk oranının %75 olacağı, izleyen yıllarda %99 doluluk oranına erişeceği öngörülmektedir. 2014 yılı kirası olan m<sup>2</sup> başına

yıllık €192 kira bedelinin yıllar itibarıyla %4 oranında artırılması sonucu 2025 yılında €296 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Samara Ofis projesi için, kira gelirlerinin %30'u oranındaki ofis bloğu yönetim giderinin yarısının kiracılardan toplanacak olan ortak alan katılım payı ile kompanse edileceği düşünülmüştür. Ayrıca, ofis bloğunun kapalı otoparkının işletileceği ve araç başına aylık 75 Euro/araç bedeli alınacağı varsayılarak, 2014 yılı için toplam 30.000 Euro otopark geliri öngörülmüş, bu rakam izleyen yıllarda artırılmıştır.

### **Karlılık Varsayımları**

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

**Tablo 4.3: Ortalama Brüt Kar Marjı**

Brüt Faaliyet Marjı %	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	46%	53%	56%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%
Yaroslavl IBIS	55%	58%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Kaliningrad IBIS	45%	48%	50%	52%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%

(Kaynak: Akfen GT.)

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

### **Gider Varsayımları**

Proje bazında giderler, bakım onarım giderleri, sigorta giderleri, emlak vergisi ve arazi kiralardan oluşmaktadır. Yıllar itibarıyla tüm projeler için bakım onarım giderlerinin inşaat yatırımının %0,5'i olacağı öngörülmüştür. İzleyen yıllarda bu rakam %2,5 oranında artırılmıştır.

Samara Ibis Otel için sigorta giderleri 2014 yılı itibarıyla 28.000 Euro seviyelerinde öngörülmüş, izleyen yıllarda bu rakam %2,5 oranında artırılmıştır. Emlak vergisi bedelinin (ilk 5 yıl ödemesiz) otel açıldıktan sonra istisna tutarı olarak ilk 5 yıl ödenmeyeceği ve bu istisnanın 2017 yılında biterek 2017 yılında 247.000 Euro olacağı, yıllar itibari ile yıpranma oranında (%0,45) azalarak devam edeceği öngörülmüştür (Rusya'da emlak vergisi bedeli yıllar itibari ile binanın yıpranması oranında azalmaktadır.). Samara Ibis Otel arazi vergisi bedelinin 2014 yılı için 13.000 Euro olarak ödeneceği ve yıllar itibari ile %2,5 oranında artış göstereceği

varsayılmıştır. Samara Ibis Otel'in, geçmiş yıl zararlarından dolayı ötelenen kurumlar vergisini 2016 yılında 121 bin Euro olmak üzere, 2017 yılından itibaren faaliyet karının %20'si oranında ödeyeceği öngörülmüştür.

Yaroslavl Ibis Otel için sigorta giderleri 2014 yılı itibarıyla 23.400 Euro seviyesinde öngörülerek, izleyen yıllarda %2,5 oranında artırılmıştır. Emlak vergisi bedelinin otelin işletmeye geçmesinden sonraki ilk 5 yıl için muaf olmak üzere 2016 yılında 231.000 Euro tutarında gerçekleşeceği ve ilerleyen yıllarda %4 oranında azalacağı varsayılmıştır. Yaroslavl Ibis Otel'in, geçmiş yıl zararlarından dolayı ötelenen kurumlar vergisini 2016 yılında 77 bin Euro olmak üzere, 2017 yılından itibaren faaliyet karının %20'si oranında ödeyeceği öngörülmüştür.

Kaliningrad Ibis Otel emlak vergisi tutarı otelin işletmeye geçmesinden sonraki ilk 6 yıl için muaf olmak üzere, 2018 yılında yıllık toplam 91.000 Euro olarak takdir edilmiş olup, izleyen yıllarda bina yıpranma oranına bağlı olarak yıllar itibarıyla %0,4 azalacağı varsayılmıştır. Rusya'da emlak vergisi bedeli yıllar itibari ile binanın yıpranması oranında azalmaktadır. Ayrıca ilk 6 yıl kurumlar vergisi muafiyeti, ikinci 6 yıl da bu vergilerin %50'si oranında indirim uygulandığından kurumlar vergisi 2018 yılında başlatılmış ve %10 olarak öngörülmüştür. Bina sigortası tutarının 2014 yılı için 54.300 Euro seviyesinde olacağı, ilerleyen yıllarda enflasyon oranına bağlı olarak yıllar itibarıyla %2,5 artacağı varsayılmıştır.

Akfen GT'nin bağlı ortaklığı olan RPI tarafından yürütülen Samara Ofis projesi için ofis bloğu yönetim giderinin kira gelirlerinin %30'u oranında olacağı varsayılmıştır. Kiralanan alanlardan (kiracılarından) toplanacak olan ortak alan katılım payının toplam yönetim giderinin %50'si oranında olacağı düşünülmüştür. Kiralanmayan alanların ortak alan katılım payı malsahibi tarafından ödeceği varsayılmıştır. Samara Ofis projesi için bakım onarım giderinin inşaat yatırımının %0,5'i olacağı öngörülmüştür. İzleyen yıllarda bu rakam %2,5 oranında artırılmıştır. Samara Ofis için sigorta giderleri 2014 yılı itibarıyla 11.585 Euro olarak öngörülmüş, izleyen yıllarda bu rakam %2,5 oranında artırılmıştır. Emlak vergisi bedelinin (ilk 5 yıl ödemesiz) ofis açıldıktan sonra istisna tutarı olarak ilk 5 yıl ödenmeyeceği ve bu istisnanın 2017 yılında biterek 2017 yılında 106.000 Euro olacağı, yıllar itibari ile %4 yıpranma oranında azalarak devam edeceği öngörülmüştür. Samara Ofis arazi vergisi bedelinin 2014 yılı için 5.000 Euro olarak ödeneceği ve yıllar itibari ile sabit seyredeceği varsayılmıştır. Samara Ofis'in, geçmiş yıl zararlarından dolayı ötelenen kurumlar vergisini 2018 yılında 87 bin Euro olmak üzere, 2018 yılından itibaren faaliyet karının %20'si oranında ödeyeceği öngörülmüştür.

Şehir bazındaki otel projelerinin giderleri haricinde, Firmanın öngörüleni 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.

#### ***Yatırım Varsayımları***

Samara Ibis Otel, Yaroslavl Ibis Otel, Kaliningrad Ibis Otel ve Samara Ofis için yatırımlar tamamlanmış olduğundan ayrıca bir yatırım öngörülmemiştir.

#### ***Diğer Varsayımlar***

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

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

#### 4.2.4 Rusya Projeksiyonları

Net Satışlar - Euro	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	3.641.541	4.209.842	4.659.953	4.946.749	5.194.087	5.453.791	5.742.170	6.012.805	6.313.445	6.629.117	6.979.643	7.308.602
Yaroslavl IBIS	3.756.135	4.083.139	4.486.233	4.601.840	4.831.932	5.073.529	5.327.205	5.593.565	5.873.244	6.166.906	6.475.251	6.799.014
Kaliningrad IBIS	3.762.466	3.983.787	4.369.205	4.689.509	4.923.984	5.170.184	5.443.566	5.700.127	5.985.134	6.284.390	6.616.688	6.928.540
Samara Office	784.737	1.067.802	1.110.515	1.154.935	1.201.133	1.249.178	1.299.145	1.351.111	1.405.155	1.461.361	1.519.816	1.580.609
<b>Toplam Net Satışlar</b>	<b>11.944.878</b>	<b>13.344.571</b>	<b>14.625.906</b>	<b>15.393.033</b>	<b>16.151.136</b>	<b>16.946.681</b>	<b>17.812.086</b>	<b>18.657.608</b>	<b>19.576.977</b>	<b>20.541.775</b>	<b>21.591.398</b>	<b>22.616.764</b>
Satışların Maliyeti - Euro	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	1.966.432	1.978.626	2.050.379	2.077.635	2.181.516	2.290.592	2.411.711	2.525.378	2.651.647	2.784.229	2.931.450	3.069.613
Yaroslavl IBIS	1.690.261	1.714.919	1.794.493	1.840.736	1.932.773	2.029.412	2.130.882	2.237.426	2.349.298	2.466.762	2.590.100	2.719.606
Kaliningrad IBIS	2.069.356	2.071.569	2.184.602	2.250.964	2.215.793	2.326.583	2.449.605	2.565.057	2.693.310	2.827.976	2.977.510	3.117.843
<b>Toplam Satışların Maliyeti</b>	<b>5.726.049</b>	<b>5.765.114</b>	<b>6.029.475</b>	<b>6.169.335</b>	<b>6.330.082</b>	<b>6.646.586</b>	<b>6.992.198</b>	<b>7.327.861</b>	<b>7.694.254</b>	<b>8.078.967</b>	<b>8.499.060</b>	<b>8.907.061</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>6.218.830</b>	<b>7.579.457</b>	<b>8.596.431</b>	<b>9.223.698</b>	<b>9.821.053</b>	<b>10.300.095</b>	<b>10.819.888</b>	<b>11.329.747</b>	<b>11.882.723</b>	<b>12.462.808</b>	<b>13.092.338</b>	<b>13.709.703</b>
Accor Payı Sonrası Brüt Kar	4.245.561	5.272.543	5.974.514	6.415.732	6.835.759	7.165.535	7.522.447	7.873.895	8.254.079	8.652.731	9.084.278	9.509.093
Otel & Ofis ile İlgili Giderler	(496.036)	(576.932)	(814.749)	(1.059.609)	(1.060.255)	(1.148.830)	(1.152.077)	(1.156.784)	(1.162.945)	(1.170.555)	(1.179.614)	(1.190.120)
FVAÖK - Euro	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	889.556	1.268.575	1.521.266	1.459.884	1.558.902	1.661.966	1.775.211	1.881.247	1.997.995	2.119.857	2.254.278	2.380.116
Yaroslavl IBIS	1.268.298	1.475.217	1.474.056	1.527.818	1.625.945	1.728.293	1.835.107	1.946.640	2.063.159	2.184.941	2.312.278	2.445.475
Kaliningrad IBIS	929.133	1.077.197	1.255.294	1.423.387	1.608.325	1.605.347	1.698.661	1.785.955	1.883.183	1.985.339	2.099.045	2.205.443
Samara Office	531.438	739.590	770.065	801.778	834.778	869.117	904.850	942.032	980.723	1.020.983	1.062.876	1.106.467
<b>Toplam FVAÖK</b>	<b>3.618.425</b>	<b>4.560.578</b>	<b>5.020.682</b>	<b>5.212.866</b>	<b>5.627.949</b>	<b>5.864.724</b>	<b>6.213.829</b>	<b>6.555.874</b>	<b>6.925.060</b>	<b>7.311.120</b>	<b>7.728.477</b>	<b>8.137.500</b>
Vergi	-	-	(188.100)	(410.788)	(639.440)	(763.556)	(824.045)	(883.725)	(947.839)	(1.014.836)	(1.086.937)	(1.158.101)
Yatırım harcamaları	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nakit Akım	3.618.425	4.560.578	4.832.582	4.802.078	4.988.509	5.101.168	5.389.784	5.672.149	5.977.221	6.296.284	6.641.540	6.979.399
<b>İndirgeme Oranı (WACC)</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>

#### 4.4 İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme

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

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

**Tablo 4.5: 31.12.2013 Tarihi İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu**

Euro (000)		Değer	Finansal Borçlar (-)	Hazır Değerler (+)	Özsermaye Değeri
Akfen GT Merkez	KKTC & Merkez Değeri	53.977	13.500	4.629	45.106
	Bafra'da Arsa	2.860	-	-	2.860
RHI (95%)	Samara IBIS	28.727	26.252	2.452	63.599
	Yaroslav IBIS	29.711			
	Kaliningrad IBIS	28.962			
RPI (95%)	Samara Office	14.242	7.125	35	7.152
<b>Akfen GT Şirket Değeri</b>		<b>158.479</b>	<b>Akfen GT Özsermaye Değeri</b>		<b>118.717</b>

Firmanın nakit akımlarının yıllar itibarıyla ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenmesi sonucunda 31 Aralık 2013 itibarı ile firma değeri **158,479 milyon Euro** olarak hesaplanmaktadır.

Firmanın 31 Aralık 2013 itibarıyla hesaplanan firma değerinden net finansal borç tutarının çıkarılması hazır değerlerin eklenmesi neticesinde özsermaye değeri **118,717 milyon Euro (348,612 milyon TL<sup>1</sup>)** olarak hesaplanmaktadır.

<sup>1</sup> 31 Aralık 2013 tarihli T.C.M.B.'nin EURO/TL alış kuru (2.9365) esas alınmıştır.

## ***4. Ekler***

-Ek:1

**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, mevcut durumdan yola çıkarak ilerleyen senelerde de %27 borç –%73 özsermaye ile seyredeceği öngörülmüştür.

Firmanın borçlanma maliyetinin mevcut piyasa şartları ve Firmanın borçlanma faizi dikkate alınarak %5 düzeyinde olacağı öngörülmüştür. 12 Kasım 2021 vadeli Eurobond getiri faizi %4,16 düzeyi projeksiyon dönemi boyunca sabit alınmıştır. Formülde t ile ifade edilen Kurumlar Vergisi oranı %23,5'dir. Vergi etkisi dahil edildiğinde borçlanma maliyeti %3,83 olmaktadır.

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

Matematiksel ifadesi  $K_e = R_f + \beta * \text{Piyasa Risk Primi}$  olan CAPM Modelinde Piyasa Risk Primi bileşeni için %6,5 prim kabul edilmiştir.

Akfen GT'nin Kıbrıs için levered betası, Akfen GYO'nun son iki yıllık beta ortalaması olan 0.99'un unlevered edilip, ortalamasının firma borçluluk yapısına ve %23,5 vergi oranına uygun şekilde relever edilmesi yoluyla 0,83 olarak hesaplanmış, ilerleyen senelerde firmanın borçluluk yapısı değişmediği için sabit alınmıştır.  $R_f$  olarak 12 Kasım 2021 vadeli Eurobond getiri faizi %4,16 alınmıştır.

### *Rusya*

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

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

Firmanın borçlanma maliyeti olarak, mevcut piyasa şartlarında Firma'nın Rusya projelerinin finansmanında kullandığı büyük montanlı 2020 ve 2022 vadeli EBRD ve IFC kredileri ile CEB kredilerinde katlandığı maliyet, proje başına alınan kredi ve faiz oranları ile ağırlandırılarak %6,9 öngörülmüştür. Yıllar itibarıyla bu oran sabit tutulmuştur. Formülde t ile ifade edilen Kurumlar Vergisi oranı %20'dir. Vergi etkisi dahil edildiğinde borçlanma maliyeti %5,51 olmaktadır.

Matematiksel ifadesi  $K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$  olan CAPM Modeline  $R_f$  olarak %3,48 kullanılmıştır. Uzun vadeli EUR cinsi Rusya eurobondu bulunmaması sebebiyle, Rusya, Almanya ile kıyaslanmış, Almanya'nın Euro cinsinden 10 yıllık tahvil getirisi olan %1,72 rakamına, Rusya ülke CDS farkı olan %1,76 eklenerek %3,48 Rusya risksiz getiri rakamı varsayılmıştır,

CAPM Modeli'nin piyasa risk primi olarak ifade edilen  $(R_m - R_f)$  bileşeni için %6,5 oranı kabul edilmiştir. Rusya için levered beta 1,00 olarak alınmıştır.