

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş.

Firma Değerleme Raporu

Ocak 2015



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 yayınlandığı 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.

İÇİNDEKİLER

| | Sayfa Numarası |
|---|----------------|
| 1. Giriş ve Kapsam | 4 |
| 1.1 Kapsam ve Metodoloji | 5 |
| 1.2 Değerleme Özeti | 6 |
| 1.3 Değerleme Sonucu Hakkında Görüş | 9 |
| 2.Sektör | 10 |
| 2.1 Turizm Sektörü | 11 |
| 2.1. Dünyada Turizm Sektörü | 11 |
| 2.1.2. KKTC | 13 |
| 2.1.3 Rusya | 19 |
| 2.2 Sektörde Geleceğe Bakış | 24 |
| 3. Firma | 26 |
| 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 | 31 |
| 4. Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme | 34 |
| 4.1 Değerleme Yöntemi | 35 |
| 4.2. Varsayımlar | 36 |
| 4.2.1 KKTC Varsayımları | 36 |
| 4.2.2 KKTC Projeksiyonları | 37 |
| 4.2.3 Rusya Varsayımları | 38 |
| 4.2.4 Rusya Projeksiyonları | 42 |
| 4.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Değerleme | 43 |
| 5. Ekler | 44 |

Giriş ve Kapsam

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 %100 oranında iştirak etmiştir.

Akfen GYO, bağlı ortaklığı olan Akfen GT’nin 22 Kasım 2014 tarihi itibarıyla firma değerini belirlemek amacıyla Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (“TSKB”)’ye başvuruda bulunmuştur. Bu çalışma, yukarıda belirtilen talep üzerine ilgili Firma’nın 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 yaygını 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.

Değerleme Özeti

Firma

Akfen Gayrimenkul Ticaret ve İnşaat A.Ş.'nin ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı yapmak, geliştirmek, işletmek, işlettirmektir. Akfen GYO'nun %100¹ 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'ni 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 ("EPEI") 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 ("EPEI"), 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.

¹ Sermaye yapısı, 3.1.2 nolu bölümde detaylandırılmaktadır.

Tablo 1: Rusya Projeleri

| Otel ve Ofis Projeleri | Oda Sayısı | Başlangıç Tarihi | Faaliyete Geçiş Tarihi | Arazi Büyüklüğü (m ²) | Toplam Alan (m ²) |
|------------------------|------------|------------------|------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|
| Samara IBIS | 204 | 07/2009 | 03/2012 | 2.466 | 9.961 |
| Yaroslavl IBIS | 177 | 04/2010 | 09/2011 | 4.468 | 7.916 |
| Kaliningrad IBIS | 167 | 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) 31.12.2014 tarihinde EPOS Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme şirketine değerlemesini yaptırmıştır. İlgili değerlendirme çalışmasının sonuçları aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 2: Ekspertiz Raporlarına Göre Gayrimenkul Değerleri

| Gayrimenkuller | Değer (EURO) | Akfen Hisse Oranı (%) | Akfen Hissesi (EURO) |
|-------------------------------------|--------------------|-----------------------|----------------------|
| Kaliningrad IBIS | 25.228.000 | 95% | 23.966.600 |
| Samara IBIS | 28.770.000 | 95% | 27.331.500 |
| Samara Ofis | 9.250.000 | 95% | 8.787.500 |
| Yaroslavl IBIS | 27.620.000 | 95% | 26.239.000 |
| "Merit Park Otel" + Bafra Arsası | 77.016.000 | 100% | 77.016.000 |
| TOPLAM | 179.650.000 | | 163.340.600 |

(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 Değeri 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 3: 31.12.2014 İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu

| Euro (mio) | | Değer | Finansal Borçlar (-) | Hazır Değerler (+) | Özsermaye Değeri |
|-------------------------------|------------------|----------------|----------------------------------|--------------------|------------------|
| Akfen GT HQ | KKTC & HQ Value | 65,038 | 10,636 | 6,925 | 61,327 |
| | Land in Bafra | 2,881 | - | - | 2,881 |
| RHI(95%) | Samara IBIS | 22,290 | 24,494 | 73 | 41,443 |
| | Yaroslavl IBIS | 21,783 | | | |
| | Kaliningrad IBIS | 21,791 | | | |
| RPI (95%) | Samara Office | 10,821 | 6,827 | 6 | 4,000 |
| Akfen GT Şirket Değeri | | 144,605 | Akfen GT Özsermaye Değeri | | 109,651 |

Firmanın 31 Aralık 2014 itibarıyla hesaplanan firma değerinden net finansal borç tutarının çıkarılması hazır değerlerin eklenmesi neticesinde özsermaye değeri **109,651 milyon Euro (309,293 milyon TL¹)** olarak hesaplanmaktadır.

¹ 31 Aralık 2014 tarihli T.C.M.B.'nin EURO/TL alış kuru (2.8207) esas alınmıştır.

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 EPOS Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş.’nin 31.12.2014 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 **109,651 milyon Euro (309,293 milyon TL ¹)** olacağı öngörülmüştür.

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

¹ 31 Aralık 2014 tarihli T.C.M.B.’nin EURO/TL alış kuru (2.8207) esas alınmıştır.

Sektör

Turizm Sektörü

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. Sınırlar ortadan kalktıkça Dünya daha da küçülmeye başlamış ve insanlar daha uzak mesafelere seyahat edebilmeye başlamıştır. 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.

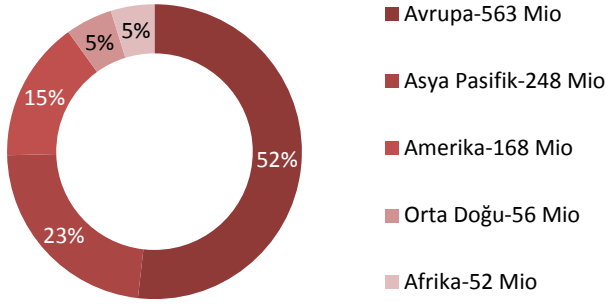
2014'ün ilk sekiz ayında geçen yılın aynı dönemine göre %5 artan dünya turizmi, 781 milyon kişi ile rekor bir rakama ulaşmıştır. Geçen yılın aynı dönemine göre bu rakam, 36 milyonluk bir artışı göstermektedir.

World Travel & Tourism Council 2014 Raporu'na göre turizm, bugün küresel GSYH'nin %9'unu oluşturan bir sektör konumunda olup, 2013 yılında yaklaşık %5,4 oranında bir büyüme kaydetmiştir. Diğer sektörlerle etkisi de göz önüne alındığında, 2013 yılında seyahat ve turizm sektörü, küresel GSYH içerisinde 6,9 trilyon ABD dolarını aşan büyüklüğü ile %9,5 pay sahibi olarak 265,8 milyon kişiye istihdam sağlamıştır. Seyahat ve turizm sektörü, yapılan yabancı turist harcamalarına göre sınıflandırıldığında ise 2013 yılında 4,6 trilyon ABD doları olan yabancı harcamaların %75,6'sı tatil, %24,4'ü ise iş seyahati kapsamında gerçekleştirilmiştir.

Önümüzdeki 10 yıl içerisinde seyahat ve turizm sektörünün yıllık ortalama %4,2 civarında büyüyeceği, toplam GSYH'nin %10,3'ünü oluşturarak yaklaşık 10,9 trilyon ABD dolarına ulaşacağı öngörülmektedir. Sektördeki büyüme, yükselen yaşam standartları ve harcanabilir gelirin de etkileriyle, tatil kapsamında yapılan yabancı harcamaların 2024 yılında %4,4'lük büyüme ile 5,4 trilyon ABD dolarına, iş seyahati kapsamında yapılan yabancı harcamaların ise %3,7'lik büyüme ile 1,66 trilyon ABD dolarına yaklaşacağı öngörülmektedir.

Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü'nün (DTÖ) 2014 Raporu'na göre, 2013 yılında turistler tarafından en çok ziyaret edilen bölge, %52'lik pay ve 563 milyon kişi ile Avrupa bölgesi olmuştur. Ayrıca raporda, dünya çapında seyahat eden turist sayısının 2013 yılında %5'lik bir artış ile 1,087 milyara yükseldiği açıklanmıştır. Rapora göre, seyahat eden turist sayısı gelişen ülkelerde %4,7; gelişmiş ülkelerde %5,5; Asya-Pasifik ülkelerde ise en yüksek oran ile %6 oranında büyüme yakalamıştır. 2013 yılında özellikle Euro bölgesindeki ekonomik durgunluk göz önüne alındığında, turizm sektöründeki yaklaşık %5'lik büyüme ile sektördeki turist sayısının 1 milyarın üzerine çıkmasının, sektör açısından olumlu bir gelişme olduğu düşünülmektedir. Gelecek beklentilere yönelik olarak, 2030 yılında seyahat eden turist sayısının 1,8 milyara yükseleceği, günde 5 milyon insanın ülkeler arası seyahat edeceği, sektördeki büyümenin en hızlı Asya-Pasifik ülkelerde olacağı ve aile, arkadaş ziyareti ile sağlık amaçlı seyahatlerinin, iş seyahati ve tatil amaçlı seyahatlerin önüne geçeceği öngörülmektedir¹.

¹ Dünya Turizm Örgütü 2014

Grafik 1: 2013 Yılında Bölgeler Bazında Ziyaret Eden Turist Sayısı (Mio Kişi) ve Yüzdesele Pay Dağılımı (%)

Kaynak: Dünya Turizm Örgütü 2014 Raporu

KKTC

- **Ekonomik Bakış**

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

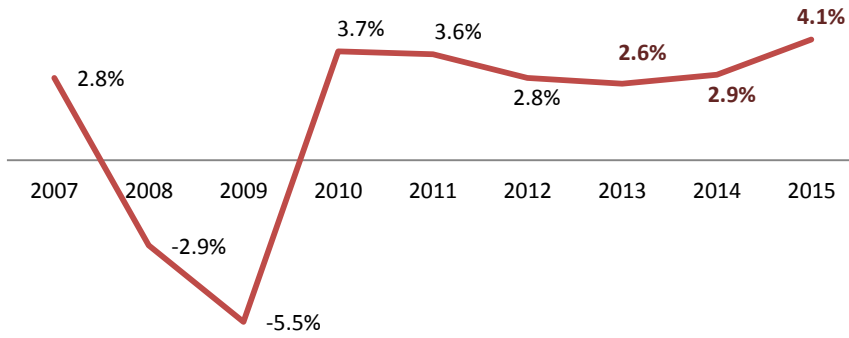
Birleşmiş Milletler tarafından 2003 yılında geliştirilen ve tartışılan “Kıbrıs sorununa kapsamlı bir çözüm bulunması” planı ve adanın Kuzey ve Güneyi arasında geçişleri sağlayan kapıların açılması, yatırım ortamında olumlu gelişmelerin tetikleyici gücü olmuştur. Yatırım ortamındaki iyileşmeler sonucunda 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 piyasalardan 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 2011'in gerisinde kalarak 2012 ve 2013 yılları için sırayla %2,8 ve %2,6 olarak gerçekleşmiştir. Büyüme oranlarının gerilemesinin temelinde makroekonomik göstergelerin kötüleşmesi ve iyileşmemesi yatmaktadır.

KKTC Devlet Planlama Örgütü'nün Eylül 2014 makroekonomik tahmin çalışmalarına göre, ABD ve Euro Bölgesi'nde atılan politik adımların kriz riskini azaltması sonucu 2014 ve 2015 yılları için GSYH büyüme tahminleri sırasıyla %2,9 ve %4,1 olarak öngörülmüştür.

Grafik 2: 2007-2015 Yılları Arasında KKTC'nin Büyüme Oranları



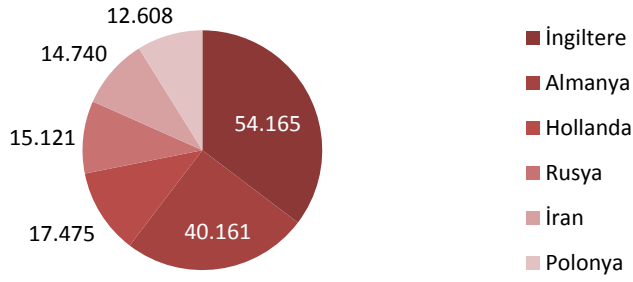
Kaynak: KKTC Devlet Planlama Örgütü Eylül, 2014 Raporu

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. 2013 yılında ülkeye gelen turistlerin %74,8'i 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 3: 2013 Yılında KKTC'yi Ziyaret Eden Turistlerin Milliyet Dağılımı



(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

KKTC Turizm Çevre ve Kültür Bakanlığı'nın 2013 yılı verilerine göre aylar bazında toplam turist, geceleme sayısı ve bu verilerin yıllık değişim oranları aşağıda belirtilmiştir. 2013 yılında turist sayısında %5,49 oranında bir artış gözlemlenmektedir. Bununla birlikte aynı dönemde geceleme sayılarında ise %8 oranında artış kaydedilmiştir. Bu gelişmeler dikkate alındığında hizmetler sektörü içinde büyük paya sahip olan otel-lokantacılık ile toptan ve perakende ticaret sektörlerinin büyüme oranlarında pozitif yönlü bir gelişme sergilenmiştir.

Tablo 4: 2012 ve 2013 Yıllarında Gelen Toplam Turist Sayısı

| Aylar | 2012 | 2013 | % Değişim |
|---------------|------------------|------------------|--------------|
| Ocak | 79.492 | 80.147 | 0.82% |
| Şubat | 99.907 | 106.514 | 6.61% |
| Mart | 98.342 | 106.591 | 8.39% |
| Nisan | 114.233 | 117.195 | 2.59% |
| Mayıs | 117.648 | 123.28 | 4.79% |
| Haziran | 138.017 | 142.389 | 3.17% |
| Temmuz | 138.094 | 141.58 | 2.52% |
| Ağustos | 138.786 | 155.924 | 12.35% |
| Eylül | 161.12 | 168.765 | 4.74% |
| Ekim | 128.359 | 144.903 | 12.89% |
| Kasım | 103.783 | 106.171 | 2.30% |
| Aralık | 95.24 | 97.195 | 2.05% |
| Toplam | 1.413.021 | 1.490.654 | 5.49% |

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

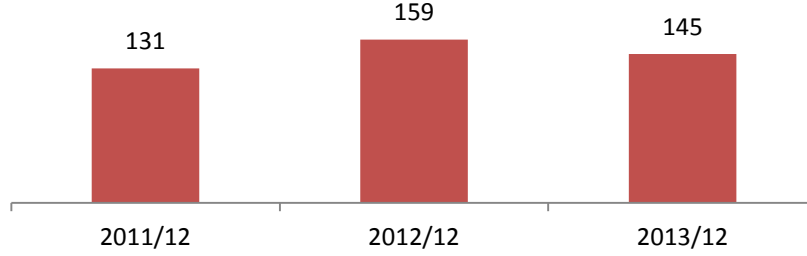
Tablo 5: 2012 ve 2013 Yıllarında Toplam Geceleme Sayısı

| Uyruk | 2012 | 2013 | % Değişim |
|---------------------|------------------|------------------|-----------|
| TC | 1.423.445 | 1.436.243 | 0,9% |
| Yabancı | 1.142.557 | 1.357.001 | 18,7% |
| KKTC | 97.391 | 84.320 | -14,4% |
| Genel Toplam | 2.663.393 | 2.877.564 | 8% |

(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 sonunda %9'luk düşüşle toplamda 145 adet tesis belirlenmiştir.

Grafik 4: 2011-2013 Yılları Arasında KKTC'deki Tesis Sayısı



(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Diğer taraftan yatak kapasitelerine bakıldığında 2013 yılında %5,1'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 %3,8 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 casinოსuz oteller için %45,8 olarak gerçekleştiğidir.

Tablo 6: 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 |
| Ekim | 19,845 | 19.019 | -4,2 |

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Tablo 7: Aylara Göre Doluluk Oranları

| Aylar | 2012 | 2013 | Değişim % |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|
| Ocak | 22,8 | 23,6 | 3.5% |
| Şubat | 19,2 | 25,2 | 31.3% |
| Mart | 31,3 | 36,4 | 16.3% |
| Nisan | 38,6 | 41,4 | 7.3% |
| Mayıs | 44,1 | 48,3 | 9.5% |
| Haziran | 59,5 | 61,4 | 3.2% |
| Temmuz | 63,2 | 68,2 | 7.9% |
| Ağustos | 65,3 | 75,1 | 15.0% |
| Eylül | 62,5 | 64,5 | 3.2% |
| Ekim | 52,3 | 55,2 | 5.5% |
| Kasım | 34,3 | 38,8 | 13.1% |
| Aralık | 27,0 | 25,7 | -4.8% |
| Ortalama | 44,1 | 47,9 | 8.6% |

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

2013'te bölgelere göre doluluk oranına bakıldığında en yüksek doluluğun %54,6 oranıyla Gazimağusa şehrinde gerçekleştiği görülmektedir. Bunu sırayla %51,8 oranıyla Girne ve %43,5 ile Lefkoşa takip etmektedir.

Tablo 8: Şehirlere Göre Doluluk Oranları

| Şehir | Pay % |
|------------|-------|
| Gazimağusa | 54,6 |
| Girne | 51,8 |
| Lefkoşa | 43,5 |
| İskele | 33,4 |
| Güzelyurt | 6,2 |

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Ekim 2013 itibarıyla tesis sayısı olarak bakıldığında ise Girne mevcut 93 oteli ve KKTC genelinde %64'lük payı ile ilk sırada yer almaktadır. Aynı üstünlük yatak sayısı olarak bakıldığında da görülmektedir. En yüksek doluluk oranına sahip Gazimağusa şehri ise sahip olduğu 10 oteliyle %6,8'lik paya sahip olup, yatak kapasitesinde 3. sırada yer almaktadır.

Tablo 9: Şehirlere Göre Otel Sayıları

| Şehir | Tesis Sayısı | Pay % | Yatak Sayısı | Pay % |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|
| Girne | 93 | 64 | 12.909 | 67 |
| İskele | 34 | 23 | 3.973 | 20,5 |
| Gazimağusa | 10 | 7 | 1.576 | 8 |
| Lefkoşa | 4 | 3 | 683 | 3,5 |
| Güzelyurt | 4 | 3 | 228 | 1 |
| Toplam | 145 | 100 | 19.369 | 100 |

(Kaynak: KKTC Turizm, evre ve Kültür Bakanlığı)

AŞağıdaki tabloda Ekim 2013 itibarıyla KKTC'deki toplam mevcut oteller özelliklerine göre sıralanmaktadır. Buna göre bölgede en çok 26 adet ile bungalov evler, 16 adet ile 1 yıldıızlı oteller, 16 adet ile pansiyonlar ve 15 adet ile 5 yıldıızlı oteller tercih edilmektedir. En yüksek yatak kapasitesine sahip 5 yıldıızlı oteller toplam 9.580 yatak sayısı ile turizm yerleŐim ihtiyaının %49,5'lk bölümünü karŐılamaktadır.

Tablo 10: zelliklerine Göre Otel Sayıları

| Őzellikler | Tesis Sayısı | Pay % | Yatak Sayısı | Pay % |
|--------------------------|--------------|------------|---------------|------------|
| 5 yıldıızlı otel | 15 | 10,3 | 9.580 | 49,5 |
| 4 yıldıızlı otel | 4 | 2,8 | 1.346 | 7 |
| 3 yıldıızlı otel | 10 | 6,9 | 1.893 | 9,7 |
| 2 yıldıızlı otel | 14 | 9,7 | 992 | 5,1 |
| 1 yıldıızlı otel | 16 | 11 | 636 | 3,3 |
| Özel sertifikalı oteller | 1 | 0,7 | 34 | 0,2 |
| 2. sınıf tatil köyleri | 5 | 3,4 | 928 | 4,8 |
| Bungalov evler | 26 | 17,9 | 1.461 | 7,5 |
| Apart Oteller | 1 | 0,7 | 60 | 0,3 |
| Pansiyonlar | 16 | 11 | 196 | 1 |
| Butik Oteller | 4 | 2,8 | 450 | 2,3 |
| Yöresel Ev | 3 | 2,1 | 96 | 0,5 |
| Kapalı Olan Tesisler | 13 | 9 | 926 | 4,8 |
| Diğer | 17 | 11,7 | 771 | 4 |
| Toplam | 145 | 100 | 19.369 | 100 |

(Kaynak: KKTC Turizm, evre ve Kültür Bakanlığı)

Rusya

- *Ekonomik Bakış*

Dünyanın en büyük doğal gaz ve petrol üreticilerinin başında gelen Rusya, Dünya Bankası veri tabanına göre 2013’de yaklaşık 2,1 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 Rusya’nın büyümesi %3,4’e, 2013’te ise %1.3’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. 2014’te ülkenin Ukrayna ile yaşadığı politik gelişmeler sebebiyle büyüme tahminleri ise Dünya Bankası tarafından sırayla 2014 yılı için %0.5 ve 2015 yılı için %1.5 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 %5,1 olarak gerçekleşmiş olup, 2013 yılı için ise enflasyon, %6,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2014 Ağustos itibarıyla enflasyon oranı, %8,3’ü görmektedir.

- *Rusya’da Turizm*

2013 yılı itibarıyla yaklaşık 143,5 milyon nüfusa sahip olan Rusya’nın seyahat ve turizm sektörü yaklaşık 85,7 milyar ABD doları büyüklüğü ile GSYH’sının %5,8’ini oluşturmaktadır. Seyahat ve turizm sektörünün GSYH’ya olan katkısında ülkeyi ziyaret eden turist sayısı büyük önem taşımaktadır. 2013 yılında yaklaşık 27 milyon turist çeken ülkenin turizm ihracatı 13,7 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. 2013 yılında turist sayısı yaklaşık 28,8 milyona ulaşmış ve 2014 yılında bu sayının %9,7 artacağı ve turist sayısının 31,4 milyon olması öngörülmektedir. Ayrıca, 2024 yılında bu rakamın 63,2 milyon seviyelerine ulaşacağı tahmin edilmektedir. Toplam turizm hasılası 85,7 milyar ABD doları olan sektörün 2014’te %5,7 artacağı ve sonraki yıllarda her yıl ortalama %3,7 artarak 2023’te 130 milyar ABD dolarına ulaşacağı öngörülmektedir. Ancak Ukrayna krizi nedeni ile ABD ve Avrupa Birliği’nin uyguladığı finansal ve ekonomik yaptırımların 2014 verilerine olumsuz etki yapması beklenmektedir.

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 7,6 milyar ABD doları değerinde yatırım yapılmış olup, bu değer 2013 yılı için 8,3 milyar ABD dolarına yükselmiştir. 2023 yılına kadar ise her yıl ortalama %3,8 büyüme göstererek yatırım değerinin 12,3 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 11: Rusya Federasyonu Haritası



Kaliningrad

123 km'lik uzunluğa sahip Pregel Nehri'nin yanında bulunan bölge 223 km² yüzölçümü ile 2012 yılı itibarıyla 940 bin 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.



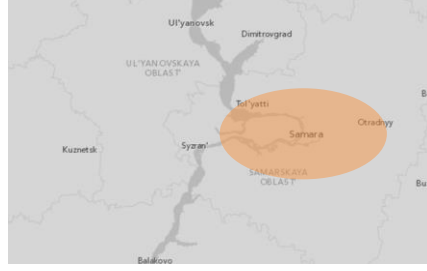
Kaliningrad önemli bir transfer merkezidir. Şehir, Khrabrovo Havaalanı'na 24 km mesafede bulunmakta olup, birçok şehre demiryolu ulaşımı ile kolay ulaşım olanağı sunmakta, demiryolu ile Rusya, Litvanya, Polonya ve Berlin'e bağlanmaktadır. Kaliningrad'da nehir limanı ve deniz limanı yer almaktadır.

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 inşa 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.



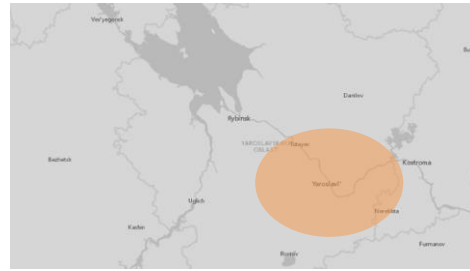
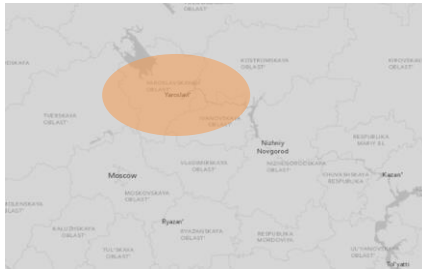
Samara, gelir ve sanayi hacmi bakımından ilk on Rus şehri arasındadır. Samara, otomobil, enerji, metal işleme ve petrokimya, kimyasallar, inşaat malzemeleri, uzay araçları, motor ve kablolar gibi pek çok endüstriyel yelpazede üretimdedir. Bölge ayrıca zengin petrol ve doğalgaz yataklarına sahiptir.

Samara, birçok turistin ilgisini çekecek tarihi yapılara sahiptir. Volga'nın en güzel ve en uzun rıhtımı Samara'dadır. Eskiden kapalı bir şehir olan Samara, Mayıs 2007'de düzenlenen Avrupa Birliği-Rusya Zirvesi'ne ev sahipliği yaparak, günümüzde Rusya'nın en önemli ekonomik, politik, sanayi ve kültür merkezi haline gelmiştir. 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 2012 yılında 595 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.

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.

Yaroslavl'ın "Altın Halka" içerisinde yer alması ve Unesco dünya kültür mirası listesinde olması, şehri kültür turizmi açısından cazip kılan başka faktörlerdir. Kültür turizmine ek olarak, kruvaziyer turizmi ve her yıl düzenlenen uluslararası konferansların ön ayak olduğu iş turizmi, turist sayısını artıran diğer başlıca faktörlerdendir.

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, 2013 yılında küresel GSYH'den %9 oranında pay alarak 6,9 trilyon ABD dolarını aşan büyüklüğe ulaşmıştır. Sektörün 2023 yılına kadar yıllık ortalama %4,2 artış göstererek, 10,9 trilyon ABD doları büyüklüğe ulaşacağı öngörülmektedir.

Ülkeler bazında turizm sektöründe 2013 hasılası ve 2024 hasıla öngörülerine bakıldığında ilk 10 ülke aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.

Tablo 12: 2013 Yılında En Yüksek Turizm Hasılasına Sahip Ülkeler ve Hasıla Öngörüler (Milyar \$)

| | Ülke | 2013 | Ülke | 2024 |
|----|-----------|-------|-----------|-------|
| 1 | Amerika | 1.415 | Amerika | 2.055 |
| 2 | Çin | 850 | Çin | 1.932 |
| 3 | Japonya | 339 | Japonya | 381 |
| 4 | İngiltere | 268 | İngiltere | 375 |
| 5 | Fransa | 246 | Fransa | 309 |
| 6 | Brezilya | 205 | Brezilya | 309 |
| 7 | İspanya | 203 | Meksika | 273 |
| 8 | İtalya | 201 | İspanya | 250 |
| 9 | Meksika | 168 | İtalya | 250 |
| 10 | Almanya | 164 | Hindistan | 238 |

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

2013 yılında turizm sektöründe toplam hasılat 6,9 trilyon ABD doları olup, bu rakamda en büyük payı %21'lik oran ile Amerika almıştır. Amerika'yı %12,7 ile Çin, %5 ile Japonya takip etmiştir. 2023 yılında ise sıralamada bazı değişiklikler beklenmekte olup, sektördeki büyümenin Asya-Pasifik bölgesinde yoğunlaşması ve birinci sıradaki Amerika ile Çin'in arasının kapanması öngörülmektedir.

2024 yılında turizm hasıla beklentilerine bakıldığında, global turizm sektörünün yıllık ortalama %4,2'lük bir artışla 10.9 trilyon ABD doları gelir sağlayacağı öngörülmektedir.

Rusya'da turizm ve seyahat sektörü hasılları ise 2024 yılına kadar yıllık ortalama %3,7 büyüyerek 129 milyar ABD dolarına ulaşması öngörülmektedir.

Tablo 13: Turizm ve Seyahat Sektörü Hasılası

| Milyar \$ | 2013 | 2024T | Ortalama Yıllık Büyüme % |
|-----------|-------|--------|--------------------------|
| Dünya | 6.690 | 10.965 | 4,4% |
| Rusya | 85 | 129 | 4,6% |

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

2013 yılında turizm sektörüne toplam yatırımların %4,4'i oranında 754 milyar USD yatırım yapılmıştır. Bu rakamın önümüzdeki 10 yıllık süreçte yıllık ortalama %5,1 artış göstereceği ve 2024 yılında 1,31 trilyon ABD doları seviyesine yükselerek toplam yatırımlar içindeki payının %4,9 seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.

Rusya'da turizm ve seyahat sektörü yatırımlarının 2024 yılına kadar yıllık ortalama %3,8 büyüyerek 12 milyar ABD dolarına ulaşması öngörülmektedir.

Tablo 14: Turizm ve Seyahat Sektörü Yatırımları

| Milyar \$ | 2013 | 2024T | Ortalama Yıllık Reel Büyüme % |
|-----------|------|-------|-------------------------------|
| Dünya | 754 | 1.311 | 5,1% |
| Rusya | 8,2 | 12 | 3,8% |

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

Firma

Genel Bilgiler

Kuruluş ve Mevcut Durum

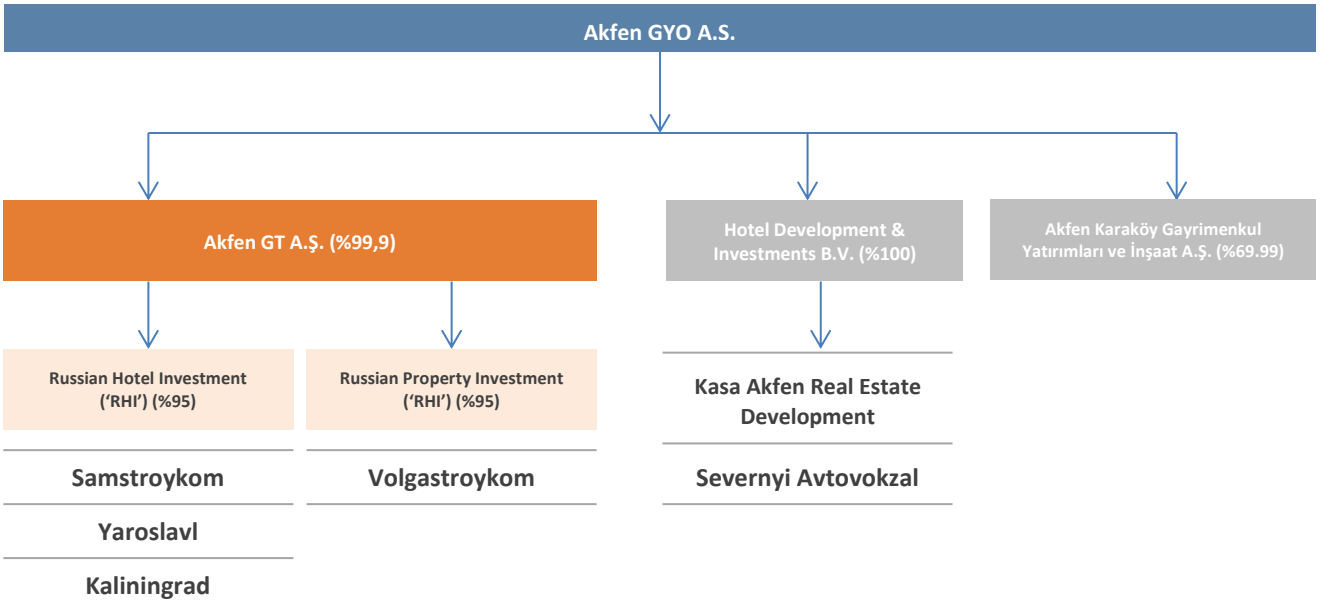
Akfen GT'nin ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı yapmak, geliştirmek, işletmek, işletmektir. 04 Ağustos 1999 tarihinde T-T Turizm İnşaat Tarım Besicilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla kurulan Firmanın unvanı 27 Eylül 2006 itibarıyla Akfen Gayrimenkul Ticaret ve İnşaat A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 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, casinosu ile 2007 yılından bu yana hizmet vermektedir. Ayrıca Akfen GT, KKTC'nin Bafra bölgesinde 167 dönümlük bir arsayı KKTC Tarım ve Doğal Kaynaklar Bakanlığı'nı temsilen Orman Dairesi'nden 30/12/2010 tarihi itibarıyla 49 yıllığına kiralamış olup, tahsis hakkını almıştır. Firma Rusya'daki tüm projelerini ise %95 oranında ortak olduğu Hollanda'da kurulu Russian Hotel Investment B.V. ("RHI") ve Russian Property Investment B.V. ("RPI") aracılığıyla gerçekleştirmektedir.

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

Tablo 15: 31 Aralık 2014 tarihi itibarıyla Ortaklık İlişkisi



Sermaye Yapısı

Firmanın 100 milyon TL olan sermayesi, 27 Aralık 2012 tarihinde 121 milyon TL'ye artırılmış, sermaye artırımının tamamı ödenmiş ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde tescil edilmiştir.

Tablo 16: 31 Aralık 2014 Tarihi İtibariyle Şirketin Pay Dağılımı

| Ortaklar | Hisse Tutarı (TL) | Ortaklık Payı (%) |
|----------------|-------------------|-------------------|
| Akfen GYO A.Ş. | 121.000.000 | 100% |

(Kaynak: Akfen GT)

Bağlı Ortaklıklar

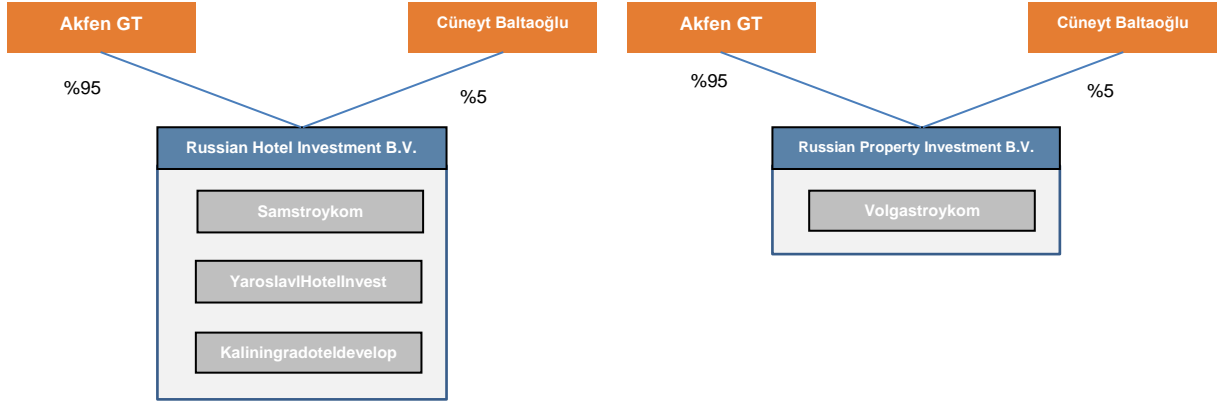
Akfen GT'nin Hollanda'da kurulan iki bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Bunlardan biri Russian Hotel Investment B.V. ("RHI"), diğeri Russian Property Investment B.V. ("RPI")'dir.

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 17'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.

Tablo 17: RHI ve RPI Bünyesindeki Projeler



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, 40.654 m² toplam arsa alanında kurulu olup, 286 oda 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. 2013 yılı başında otel kiracısının değişmesinin ardından otel genelinde bir yenileme yapılmıştır. Yapılan yenileme çalışmaları ile otel odaları ve SPA, restoran gibi ortak alanlarda inşaat malzemeleri yenilenmiş ve otel daha yeni bir görünüme kavuşmuştur. Merit Park Otel’in mimari projesine göre 299 olan oda sayısı 2014 yılında yapılan tadilatla birlikte, 13 oda arasındaki duvarlar yıkılarak birleştirilmiş ve oda sayısı 286’ya düşürülmüştür.

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 18: Rusya Proje Bilgileri

| Otel ve Ofis Projeleri | Oda Sayısı | Başlangıç Tarihi | Faaliyete Geçiş Tarihi | Arazi Büyüklüğü (m ²) | Toplam Alan (m ²) |
|------------------------|------------|------------------|------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|
| Samara IBIS | 204 | 07/2009 | 03/2012 | 2.466 | 9.961 |
| Yaroslavl IBIS | 177 | 04/2010 | 09/2011 | 4.468 | 7.916 |
| Kaliningrad IBIS | 167 | 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, 4.637 metrekarelik kiralanabilir alanın 1.562 metrekaresi OAO Bank VTB’ye 1 Mart 2013 tarihinde yapılan sözleşme ile; 1.869 metrekaresi 24 aylığına 2 Aralık 2013 tarihinde Rosneft Oil Company ile yapılan sözleşme ile; 746 metrekaresi, 19 Şubat 2014 tarihinde Rusya’nın en büyük Rulman üreticilerinden biri olan Samara Podshibnik’in üretimlerinin satışı için kurduğu Samarasnabpodshipnik firması ile yapılan sözleşme ile kiraya verilmiştir.

Finansal Analiz

Akfen GT'nin 2012-2013 yıl sonu ve 2014 Eylül dönemine ilişkin konsolide, bağımsız denetimden ve bağımsız incelemeden geçmemiş 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 19: Akfen GT Bilançosu

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş. KONSOLİDE BİLANÇOSU

| Bilanço EUR | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 30.09.2014 |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|
| Dönen Varlıklar | 14,370,566 | 9,946,323 | 8,557,078 |
| Nakit ve nakit benzerleri | 11,559,434 | 7,294,493 | 6,401,978 |
| Ticari alacaklar | 496,821 | 823,954 | 1,796,540 |
| Diğer alacaklar | 5,840 | 12,697 | 7,563 |
| Diğer dönen varlıklar | 2,308,472 | 1,815,180 | 350,998 |
| Duran Varlıklar | 167,129,275 | 159,376,418 | 154,029,165 |
| Diğer alacaklar | 3,096,445 | 3,304,994 | 3,476,978 |
| Finansal Yatırımlar | -63,254 | 0 | -129,587 |
| Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar | | 0 | 0 |
| Yat. amaçlı gayrim. ve yap. olan yat. amaçlı gayrim. | 161,965,884 | 154,237,806 | 148,841,735 |
| Maddi duran varlıklar | 33,450 | 21,067 | 1,995 |
| Diğer duran varlıklar | 2,096,750 | 1,812,551 | 1,838,044 |
| Aktif Toplamı | 181,499,841 | 169,322,741 | 162,586,243 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 15,180,665 | 7,491,341 | 8,335,552 |
| Finansal borçlar | 14,053,449 | 6,081,189 | 6,824,263 |
| Ticari borçlar | 968,344 | 1,162,842 | 45,632 |
| Diğer borçlar | 27,507 | 205,829 | 281,425 |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler | 131,365 | 41,480 | 1,184,232 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 48,997,118 | 55,178,250 | 49,798,665 |
| Finansal borçlar | 38,600,593 | 43,179,429 | 37,610,689 |
| Ertelenen vergi yükümlülüğü | 10,396,524 | 11,998,821 | 12,187,975 |
| Özkaynaklar | 117,322,059 | 106,653,151 | 104,452,026 |
| Ödenmiş sermaye | 50,302,725 | 40,351,644 | 41,224,155 |
| Sermaye düzeltme farkları | 0 | 0 | 0 |
| Ortak kontrol altında işletme birleşmeleri etkisi | -239,469 | -191,386 | -195,367 |
| Yabancı para çevrim farkları | -5,155,414 | 4,631,407 | -298,592 |
| Geçmiş yıllar karları / (zararları) | 72,150,232 | 51,223,586 | 60,984,869 |
| Net dönem karı | -2,299,960 | 8,518,475 | 696,709 |
| Azımlık payları | 2,563,945 | 2,119,424 | 2,040,252 |
| Pasif Toplamı | 181,499,841 | 169,322,741 | 162,586,242 |

(Kaynak: Akfen GT)

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

Tablo 20: TCMB dönem sonu döviz alış kurları

| | 2012 | 2013 | 2014/9 |
|--------------------------|--------|--------|--------|
| EURO/TL (Dönem Sonu Kur) | 2.3452 | 2,9344 | 2.8746 |

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

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

Tablo 21: Ortalama TCMB döviz alış kurları

| | 2012 | 2013 | 2014/9 |
|------------------------|--------|--------|--------|
| EURO/TL (Ortalama Kur) | 2,3045 | 2,5254 | 2,9334 |

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

Akfen GT'nin 2014 yılı Eylül sonu itibarıyla aktif toplamı 162,5 milyon Euro'dur. Aktif toplamının %91,6'sını 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.

Ticari alacaklar hesabı, Akfen GT'nin Rusya'daki otellerine ilişkin otel işletmecisinden kaynaklanmaktadır. Oteller 2011 yılından itibaren operasyona geçmeye başlamış olup, 2012 yılında açılan Samara IBIS ve 2013 yılında açılan Kaliningrad Ibis Otel'e ilişkin kira gelirleri alacak bakiyesini arttırmıştır.

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 2014 yılı Eylül ayı itibarıyla pasifi incelendiğinde yaklaşık %30,6'sını, uzun vadeli yükümlülüklerin oluşturduğu görülmektedir. Uzun vadeli finansal borçlar, pasiflerin %23,1'ini 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, KKTC özelinde 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.

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.

Tablo 22: Akfen GT Gelir Tablosu

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş. GELİR TABLOSU

| Gelir Tablosu € | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 30.09.2014 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|
| Satış Gelirleri | 5,800,097 | 7,231,813 | 6,221,635 |
| Satışların Maliyeti | -213,320 | -468,169 | -156,022 |
| Brüt Kar | 5,586,776 | 6,763,644 | 6,065,613 |
| Genel yönetim giderleri | -1,773,530 | -1,065,068 | -361,469 |
| Yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artışı, net | 0 | 0 | 0 |
| Yapılmakta olan yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artışı | 0 | 0 | 0 |
| Diğer gelirler | 13,602,374 | 17,522,375 | 377,725 |
| Diğer faaliyet giderleri | -18,007,404 | -977,898 | -64,506 |
| Faaliyet Karı | -591,783 | 22,243,054 | 6,017,363 |
| Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların zararlarındaki paylar | | 0 | 0 |
| Finansal gelirler | 13,464,540 | 10,371,822 | 3,087,662 |
| Finansal giderler | -15,731,542 | -19,030,824 | -8,379,611 |
| Vergi Öncesi Kar | -2,858,785 | 13,584,053 | 725,414 |
| - Ertelenen vergi geliri / (gideri) | 609,379 | -3,844,966 | -163,462 |
| Net Dönem Karı | -2,249,406 | 9,739,086 | 561,952 |
| <i>Kontrol gücü olmayan paylar</i> | <i>50,554</i> | <i>-158,995</i> | <i>-117,723</i> |

(Kaynak: Akfen GT)

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

Değerleme Yöntemi

Bir şirketin değerlemesinde kullanılabilir 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, 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.

Varsayımlar

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 ofis, danışmanlık vs. 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 sabit devam edeceği varsayılmıştır.

Otel'in 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. 2015 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 karşılaşacağı 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, 2012, 2013 yılı için faaliyet karı hesaplanmış (2014 yılı için tahmini rakamlar kullanılmıştır), ilerleyen yıllarda gerçekleşmesi planlanan gelirleri de dikkate alındığında 2020 yılına kadar vergi ödemeyeceği, 2020 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.

- **Diğer Varsayımlar**

Otel projesi için yıllar içerisinde işletme sermayesi ihtiyacının olmayacağı öngörülmüştür.

KKTC Projeksiyonları

| | | | | | | | | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Kıbrıs - Euro | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Otel ve Casino Kira Gelirleri | 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 | 5,456,257 |
| Otel ile İlgili Giderler | (46,570) | (47,735) | (48,928) | (50,151) | (51,405) | (52,690) | (54,007) | (55,358) | (56,742) | (58,160) |
| Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar) | 4,691,312 | 4,689,880 | 4,688,412 | 4,781,906 | 4,877,260 | 4,974,513 | 5,073,701 | 5,174,863 | 5,278,038 | 5,383,267 |
| Vergi | - | - | - | - | - | (485,577) | (959,050) | (982,823) | (1,007,069) | (1,031,798) |
| Yatırımlar | (40,375) | (40,375) | (40,375) | (41,183) | (42,006) | (42,846) | (43,703) | (44,577) | (45,469) | (46,378) |
| Kıbrıs & Merkez Nakit Akım | 4,650,937 | 4,649,505 | 4,648,037 | 4,740,723 | 4,835,254 | 4,446,089 | 4,070,947 | 4,147,462 | 4,225,500 | 4,305,091 |
| İndirgeme Oranı (WACC) | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% |
| Kıbrıs - Euro | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 | 2034 |
| Otel ve Casino Kira Gelirleri | 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 | 6,651,147 |
| Otel ile İlgili Giderler | (59,614) | (61,104) | (62,632) | (64,198) | (65,803) | (67,448) | (69,134) | (70,862) | (72,634) | (74,450) |
| Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar) | 5,490,590 | 5,600,048 | 5,711,685 | 5,825,543 | 5,941,667 | 6,060,101 | 6,180,891 | 6,304,085 | 6,429,730 | 6,557,874 |
| Vergi | (1,057,019) | (1,082,742) | (1,108,976) | (1,135,733) | (1,163,022) | (1,190,854) | (1,422,918) | (1,451,869) | (1,483,055) | (1,513,169) |
| Yatırımlar | (47,306) | (48,252) | (49,217) | (50,201) | (51,205) | (52,229) | (53,274) | (54,339) | (55,426) | (56,535) |
| Kıbrıs & Merkez Nakit Akım | 4,386,265 | 4,469,055 | 4,553,492 | 4,639,609 | 4,727,439 | 4,817,017 | 4,704,699 | 4,797,877 | 4,891,248 | 4,988,170 |
| İndirgeme Oranı (WACC) | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% |
| Kıbrıs - Euro | 2035 | 2036 | 2037 | 2038 | 2039 | 2040 | 2041 | 2042 | 2043 | 2044 |
| Otel ve Casino Kira Gelirleri | 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 | 8,107,711 |
| Otel ile İlgili Giderler | (76,311) | (78,219) | (80,174) | (82,179) | (84,233) | (86,339) | (88,498) | (90,710) | (92,978) | (95,302) |
| Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar) | 6,688,568 | 6,821,861 | 6,957,806 | 7,096,455 | 7,237,862 | 7,382,082 | 7,529,170 | 7,679,183 | 7,832,180 | 7,988,220 |
| Vergi | (1,543,882) | (1,575,206) | (1,607,153) | (1,639,736) | (1,672,966) | (1,706,858) | (1,741,424) | (1,776,677) | (1,812,631) | (1,849,300) |
| Yatırımlar | (57,665) | (58,819) | (59,995) | (61,195) | (62,419) | (63,667) | (64,941) | (66,239) | (67,564) | (68,916) |
| Kıbrıs & Merkez Nakit Akım | 5,087,020 | 5,187,836 | 5,290,658 | 5,395,525 | 5,502,477 | 5,611,557 | 5,722,806 | 5,836,267 | 5,951,985 | 6,070,004 |
| İndirgeme Oranı (WACC) | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% |
| Kıbrıs - Euro | 2045 | 2046 | 2047 | 2048 | 2049 | 2050 | 2051 | 2052 | | |
| Otel ve Casino Kira Gelirleri | 8,269,865 | 8,435,262 | 8,603,968 | 8,776,047 | 8,951,568 | 9,130,599 | 9,313,211 | 5,569,555 | | |
| Otel ile İlgili Giderler | 97,685 | 100,127 | 102,630 | 105,196 | 107,826 | 110,521 | 113,284 | 68,079 | | |
| Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar) | 8,147,362 | 8,309,670 | 8,475,204 | 8,644,031 | 8,816,214 | 8,991,820 | 9,170,918 | 5,482,683 | | |
| Vergi | (1,886,699) | (1,924,841) | (1,963,742) | (2,003,416) | (2,043,879) | (2,085,146) | (2,126,162) | (1,280,776) | | |
| Yatırımlar | (70,294) | (71,700) | (73,134) | (74,596) | (76,088) | (77,610) | (79,162) | (47,341) | | |
| Kıbrıs & Merkez Nakit Akım | 6,190,370 | 6,313,129 | 6,438,329 | 6,566,018 | 6,696,246 | 6,829,064 | 6,965,593 | 4,154,566 | | |
| İndirgeme Oranı (WACC) | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | 6.8% | | |

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 23: Doluluk Oranları

| Doluluk Oranı | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Samara IBIS | 60% | 64% | 68% | 70% | 71% | 73% | 75% | 77% | 77% | 77% | 77% |
| Yaroslavl IBIS | 65% | 68% | 72% | 75% | 77% | 79% | 81% | 83% | 83% | 83% | 83% |
| Kaliningrad IBIS | 65% | 67% | 68% | 70% | 72% | 74% | 75% | 77% | 79% | 81% | 81% |

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

Tablo 24: Ortalama Günlük Fiyat

| Ortalama Günlük Fiyat € | Oda Sayısı | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-------------------------|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Samara IBIS | 204 | 55 | 58 | 61 | 64 | 67 | 69 | 72 | 74 | 77 | 79 | 82 |
| Yaroslavl IBIS | 177 | 60,0 | 63,0 | 66,2 | 69,5 | 72,9 | 75,5 | 78,1 | 80,9 | 83,7 | 86,6 | 89,7 |
| Kaliningrad IBIS | 167 | 58,0 | 60,9 | 63,9 | 67,1 | 70,5 | 73,0 | 75,5 | 78,2 | 80,9 | 83,7 | 86,7 |

Oda gelirlerine ek olarak, otel ekstraları da gelir projeksiyonlarına dahil edilmiş olup, projeye göre farklılaşmak üzere toplam oda gelirlerinin %18 - %27'si arasında oluşacağı öngörülmüştür.

Yaroslavl projesinde ayrıca kiralanabilecek dükkanların bulunması sebebiyle dükkan kira geliri öngörülmüştür. Toplam 400 m² net kiralanabilir dükkanların 2015 yılında yaklaşık 45.000 Euro bedelle kiralanacağı ve ilerleyen yıllarda %3.5 oranında artarak devam edeceği varsayılmıştır.

Akfen GT'nin bağlı ortaklığı olan RPI altında yer alan Samara ofis projesi gelirlerinde ise 4.637 m² net kiralanabilir alanın 2015 yılında 4.405 m² 'sinin kiraya verileceği, 2020 yılında 4.590 m² alanın kiraya

verileceği öngörülmüştür. 2015 yılı için doluluk oranının %95 olacağı, 2020 itibari ile %99 doluluk oranına erişileceği öngörülmektedir. 2015 yılı kirası olan m² başına yıllık €180 kira bedelinin yıllar itibarıyla %3,5 oranında artırılması sonucu 2025 yılında €254 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Samara Ofis projesi için, kira gelirlerinin %21'i oranındaki ofis bloğu yönetim giderinin yarısının kiracılardan toplanacak olan ortak alan katılım payı ile kompanse edileceği düşünülmüştür.

- **Karlılık Varsayımları**

Firmanın sağladığı ekspertiz raporlarına göre, kar marjlarının sabit kalacağı varsayılmıştır.

Tablo 25: Ortalama Brüt Kar Marjı

| Brüt Faaliyet Marjı % | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Samara IBIS | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% |
| Yaroslavl IBIS | 61% | 61% | 61% | 61% | 61% | 61% | 61% | 61% | 61% | 61% | 61% |
| Kaliningrad IBIS | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% |

(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 giderlerinin 2015 yılında 28.000 Euro olacağı, daha sonraki yıllarda Euro bazında bir artış göstermeyeceği kabul edilmiştir. Rusya'da emlak vergisi oranı %2,2 olup, emlak vergisi bedelinin 2019 yılına kadar istisna olması nedeniyle 2019'a kadar emlak vergisinin ödenmeyeceği, bu istisnanın 2019 yılında biterek 161.318 Euro olacağı ve yıllar itibari ile %4 oranında azalarak devam edeceği varsayılmıştır. (Rusya'da emlak vergisi bedeli yıllar itibari ile binanın yıpranması oranında azalmaktadır.) Samara Ibis Otel arazi vergisi bedelinin 2015 yılında 6.096 Euro olarak ödeneceği ve yıllar itibari ile %3 oranında artış göstereceği varsayılmıştır. Samara Ibis Otel'in, geçmiş yıl zararlarından dolayı ötelenen kurumlar vergisini 2016 yılında 98 bin Euro olmak üzere, 2017 yılından itibaren faaliyet karının %20'si oranında ödeyeceği öngörülmüştür.

Yaroslavl Ibis Otel için sigorta bedelinin 2015 yılında 23.500 Euro olacağı, daha sonraki yıllarda Euro bazında bir artış göstermeyeceği kabul edilmiştir. Emlak vergisi bedelinin 2016 yılına kadar istisna olması nedeniyle 2016'ya kadar emlak vergisinin ödenmeyeceği, bu istisnanın 2016 yılında biterek 149.657 Euro olacağı ve yıllar itibari ile %4 oranında azalarak devam edeceği varsayılmıştır. Arazi vergisi bedelinin 2016 yılında 22.228 Euro olarak ödeneceği ve yıllar itibari ile %3 oranında artış göstereceği öngörülmüştür. Yaroslavl Ibis Otel'in, geçmiş yıl zararlarından dolayı ötelenen kurumlar vergisini 2016 yılında 114 bin Euro olmak üzere, 2017 yılından itibaren faaliyet karının %20'si oranında ödeyeceği öngörülmüştür.

Kaliningrad Ibis Otel için bina sigorta bedelinin 2015 yılında 34.275 Euro olacağı, daha sonraki yıllarda Euro bazında bir artış göstermeyeceği kabul edilmiştir. Emlak vergisi bedelinin 2018 yılına kadar istisna olması nedeniyle 2018'e kadar ödenmeyeceği, bu istisnanın 2018 yılında biterek söz konusu yılda 60.150 Euro olacağı ve yıllar itibari ile %4 oranında azalarak devam edeceği öngörülmüştür. Arazi vergisi bedelinin 2016 yılında 5.986 Euro olarak ödeneceği ve yıllar itibari ile %3 oranında artış göstereceği varsayılmıştır. Ayrıca edinilen bilgiye göre, otelin arsası için 2015 yılında (2 aylık) 1.032 EURO kira ödeneceği, 2015 yılı Mart ayında otelin arsasının 80.000 EURO bedelle satın alınacağı kabul edilmiştir. Kaliningrad Ibis Otel için 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.

Akfen GT'nin bağlı ortaklığı olan RPI tarafından yürütülen Samara Ofis projesi için ofis bloğu yönetim giderinin kira gelirlerinin %21'i oranında olacağı varsayılmıştır. Kiralanan alanlardan (kiracılardan) toplanacak olan ortak alan katılım payının toplam yönetim giderinin %50'si oranında olacağı düşünülmüştür. Kiralanmayan alanların ortak alan katılım payı malsahibi tarafından 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 giderlerinin 2015 yılında 11.600 Euro olacağı, yıllar itibari bu bedelin euro bazında sabit kalacağı kabul edilmiştir. Emlak vergisi bedelinin (2019 yılına kadar alınmamak üzere) 2019 yılında 74.457 Euro olacağı, yıllar itibari ile binanın yıpranması ile yıllık %4 oranında azalarak devam edeceği düşünülmektedir. Samara Ofis arazi vergisi bedelinin 2015 yılında 2.871 Euro olarak ödeneceği ve Euro bazında yıllık %3,5 oranında artacağı kabul edilmiştir. Samara Ofis'in, geçmiş yıl zararlarından dolayı ötelenen kurumlar vergisini 2018 yılında 83 bin Euro olmak üzere, 2018 yılından itibaren faaliyet karının %20'si oranında ödeyeceği öngörülmüştür.

Şehir bazındaki otel projelerinin giderleri haricinde, Firmanın öngörülleri 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. Otel ve ofis projeleri için yıllar içerisinde işletme sermayesi ihtiyacının olmayacağı öngörülmüştür.

Rusya Projeksiyonları

| Net Satışlar - Euro | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Samara IBIS | 3,188,107 | 3,580,462 | 3,983,540 | 4,287,284 | 4,614,190 | 4,908,490 | 5,193,067 | 5,509,195 | 5,702,016 | 5,917,756 | 6,108,142 |
| Yaroslavl IBIS | 2,901,352 | 3,207,504 | 3,526,611 | 3,888,089 | 4,184,556 | 4,451,453 | 4,709,532 | 4,996,225 | 5,171,093 | 5,366,744 | 5,539,404 |
| Kaliningrad IBIS | 2,891,528 | 3,120,533 | 3,349,297 | 3,604,681 | 3,879,538 | 4,126,981 | 4,366,248 | 4,632,044 | 4,914,019 | 5,227,443 | 5,395,621 |
| Samara Office | 832,375 | 861,508 | 891,661 | 922,869 | 955,170 | 1,030,226 | 1,066,284 | 1,103,604 | 1,142,230 | 1,182,208 | 1,223,585 |
| Toplam Net Satışlar | 9,813,361 | 10,770,007 | 11,751,109 | 12,702,924 | 13,633,453 | 14,517,149 | 15,335,131 | 16,241,067 | 16,929,358 | 17,694,151 | 18,266,753 |
| Satışların Maliyeti - Euro | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Samara IBIS | 1,339,005 | 1,503,794 | 1,673,087 | 1,800,659 | 1,937,960 | 2,061,566 | 2,181,088 | 2,313,862 | 2,394,847 | 2,485,457 | 2,565,420 |
| Yaroslavl IBIS | 1,131,527 | 1,250,927 | 1,375,378 | 1,516,355 | 1,631,977 | 1,736,067 | 1,836,718 | 1,948,528 | 2,016,726 | 2,093,030 | 2,160,368 |
| Kaliningrad IBIS | 1,214,442 | 1,310,624 | 1,406,705 | 1,513,966 | 1,629,406 | 1,733,332 | 1,833,824 | 1,945,458 | 2,063,888 | 2,195,526 | 2,266,161 |
| Toplam Satışların Maliyeti | 3,684,974 | 4,065,344 | 4,455,170 | 4,830,980 | 5,199,342 | 5,530,964 | 5,851,630 | 6,207,848 | 6,475,461 | 6,774,014 | 6,991,948 |
| Brüt Kar | 6,128,388 | 6,704,663 | 7,295,939 | 7,871,943 | 8,434,111 | 8,986,185 | 9,483,501 | 10,033,219 | 10,453,897 | 10,920,137 | 11,274,804 |
| Accor Payı Sonrası Brüt Kar | 4,308,275 | 4,693,610 | 5,089,098 | 5,475,269 | 5,852,735 | 6,238,753 | 6,575,617 | 6,946,957 | 7,235,046 | 7,553,202 | 7,799,713 |
| Otel & Ofis ile İlgili Giderler | (436,658) | (609,214) | (614,721) | (677,940) | (835,556) | (842,366) | (842,453) | (843,451) | (845,352) | (848,149) | (851,836) |
| FVAÖK- Euro | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Samara IBIS | 1,064,802 | 1,210,310 | 1,359,798 | 1,471,993 | 1,439,578 | 1,554,274 | 1,665,032 | 1,787,339 | 1,863,132 | 1,947,253 | 2,021,608 |
| Yaroslavl IBIS | 1,096,239 | 1,054,929 | 1,187,135 | 1,335,959 | 1,458,728 | 1,569,539 | 1,676,650 | 1,794,947 | 1,868,616 | 1,950,376 | 2,022,835 |
| Kaliningrad IBIS | 977,172 | 1,062,845 | 1,147,417 | 1,184,797 | 1,288,877 | 1,382,551 | 1,473,038 | 1,573,355 | 1,679,622 | 1,797,569 | 1,860,936 |
| Samara Office | 624,155 | 647,062 | 670,778 | 695,329 | 720,746 | 780,773 | 809,193 | 838,615 | 869,074 | 900,605 | 933,247 |
| Toplam FVAÖK | 3,762,367 | 3,975,146 | 4,365,127 | 4,688,079 | 4,907,929 | 5,287,137 | 5,623,913 | 5,994,256 | 6,280,444 | 6,595,803 | 6,838,626 |
| Vergi | - | (211,948) | (322,634) | (514,537) | (603,844) | (670,318) | (728,625) | (792,662) | (839,272) | (890,550) | (932,777) |
| Yatırım harcamaları | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Nakit Akım | 3,762,367 | 3,763,198 | 4,042,493 | 4,173,542 | 4,304,085 | 4,616,819 | 4,895,289 | 5,201,595 | 5,441,172 | 5,705,254 | 5,905,849 |
| İndirgeme Oranı (WACC) | 9.5% | 9.5% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% |

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 26: 31.12.2014 Tarihi İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu

| Euro (mio) | | Değer | Finansal Borçlar (-) | Hazır Değerler (+) | Özsermaye Değeri |
|-------------------------------|------------------|----------------|----------------------------------|--------------------|------------------|
| Akfen GT HQ | KKTC & HQ Value | 65,038 | 10,636 | 6,925 | 61,327 |
| | Land in Bafra | 2,881 | - | - | 2,881 |
| RHI(95%) | Samara IBIS | 22,290 | 24,494 | 73 | 41,443 |
| | Yaroslavl IBIS | 21,783 | | | |
| | Kaliningrad IBIS | 21,791 | | | |
| RPI (95%) | Samara Office | 10,821 | 6,827 | 6 | 4,000 |
| Akfen GT Şirket Değeri | | 144,605 | Akfen GT Özsermaye Değeri | | 109,651 |

Firmanın nakit akımlarının yıllar itibarıyla ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenmesi sonucunda 31 Aralık 2014 itibari ile firma değeri **144,605 milyon Euro** olarak hesaplanmaktadır.

Firmanın 31 Aralık 2014 itibarıyla hesaplanan firma değerinden net finansal borç tutarının çıkarılması hazır değerlerin eklenmesi neticesinde özsermaye değeri **109,651 milyon Euro (309,293 milyon TL⁵)** olarak hesaplanmaktadır.

⁵ 31 Aralık 2014 tarihli T.C.M.B.'nin EURO/TL alış kuru (2.8207) esas alınmıştır.

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, mevcut durumdan yola çıkarak ilerleyen senelerde de %50 borç –%50 özsermaye ile seyredeceği öngörülmüştür.

Firmanın borçlanma maliyetinin mevcut piyasa şartları ve Firmanın borçlanma faizi dikkate alınarak %4.78 düzeyinde olacağı öngörülmüştür. 12 Kasım 2021 vadeli Eurobond getiri faizi %2,63 düzeyi projeksiyon dönemi boyunca sabit alınmıştır. Formülde t ile ifade edilen Kurumlar Vergisi oranı %23,5'dir. Vergi etkisi dahil edildiğinde borçlanma maliyeti %3,66 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 1.04'ün unlevered edilip, ortalamasının firma borçluluk yapısına ve %23,5 vergi oranına uygun şekilde relever edilmesi yoluyla 1.12 olarak hesaplanmış, ilerleyen senelerde firmanın borçluluk yapısı değişmediği için sabit alınmıştır. R_f olarak 12 Kasım 2021 vadeli Eurobond getiri faizi %2,63 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 %6,82 öngörülmüştür. Yıllar itibarıyla bu oran sabit tutulmuştur. Formülde t ile ifade edilen Kurumlar Vergisi oranı %20'dir. Vergi etkisi dahil edildiğinde borçlanma maliyeti %5,45 olmaktadır.

Matematiksel ifadesi $K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ olan CAPM Modelindeki R_f , 16 Eylül 2013'te ihraç edilen 2020 vadeli Eurobond getiri oranı baz alınarak hesaplanmıştır. Rusya'nın taşıdığı politik risk nedeniyle 2015 ve 2016 R_f oranı olarak, 2020 vadeli Eurobond'un mevcut getiri oranı %5,85 kullanılmış olup, 2017 itibarıyla Rusya ekonomisinin toparlanacağı öngörüsü ile R_f 'in 2020 vadeli Eurobond'un ihraç tarihinden itibaren getiri oranlarının ortalaması olan 3.45% kullanılmıştır.

CAPM Modeli'nin piyasa risk primi olarak ifade edilen $(R_m - R_f)$ bileşeni için %8 oranı kabul edilmiştir. Rusya için levered beta 1,00 olarak alınmıştır.