

**AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL  
YATIRIMLARI VE İNŞAAT A.Ş.**  
Firma Değerleme Raporu

*Şubat 2016*

## UYARI NOTU

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

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

## İçindekiler

---

<b>1. Giriş ve Kapsam</b>	<b>4</b>
<b>2. Sektör</b>	<b>7</b>
2.1 <i>Dünyada Turizm Sektörü</i>	8
2.2 <i>Türkiye’de Turizm Sektörü</i>	10
2.3 <i>İstanbul’da Turizm Sektörü</i>	15
2.4 <i>Karaköy – Salı Pazarı</i>	18
<b>3. Firma</b>	<b>19</b>
3.1 <i>Kuruluş ve Mevcut Durum</i>	20
3.2 <i>Sermaye Yapısı</i>	20
3.3 <i>Finansal Duran Varlıklar</i>	21
3.4 <i>Finansal Tablolar</i>	21
<b>4. Değerleme</b>	<b>23</b>
4.1 <i>Kapsam ve Metodoloji</i>	24
4.2 <i>Değerleme Sonucu</i>	25

## *Giriş ve Kapsam*

## Kapsam ve Metodoloji

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

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

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

Net Aktif Değeri yöntemi kullanılarak hesaplanan değer "adil piyasa değeri"ni ifade etmektedir. Bir varlığa ilişkin alım-satımda ön plana çıkan ise, istekli bir alıcı ve satıcı arasında gerçekleşen pazarlık sonucu üzerinde uzlaşılan "fiyat"tır. Alım-satıma esas teşkil eden "fiyat"ın, çeşitli nedenlerle "adil piyasa değer"inden farklı bir seviyede teşekkül edebileceği gerçeği, her zaman göz önünde bulundurulması gereken bir husustur.

Akfen Karaköy, Vakıflar Kanunu'nun 6. maddesi gereğince mazbut vakıf özelliği taşıyan, yönetim ve temsil hakkı Vakıflar Genel Müdürlüğü'ne ait olan gayrimenkullerin "İnşaat Yapım Şartlı Kiralama Sözleşmesi"ni 22.06.2011 tarihinde devralmış ve söz konusu kira sözleşmesinden doğan hakkın adil piyasa değerinin belirlenmesi amacıyla EPOS Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş. tarafından 08.01.2016 tarihinde değerlendirme raporu hazırlanmıştır.

Firmanın Net Aktif Değer yöntemine göre değeri bulunurken, TSKB Gayrimenkul Değerleme'nin ilgili raporunda belirlenen değere göre Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller kalemi Firma tarafından revize edilmiş ve buna göre Akfen Karaköy'ün 31

Aralık 2015 tarihli bilançosunda revize edilmiş aktiflerden, pasiflerinde bulunan tüm borç ve borç karşılıkları düşülmüştür.

Çalışmada baz alınan mali tablolar Akfen Karaköy'den temin edilmiştir. Çalışmanın her türlü hata ve eksikliklerden arındırılması için azami gayret gösterilmiş olmasına karşın, dış kaynaklı verilerde oluşabilecek hata ve noksanların, değerlendirme sonuçları üzerinde etkili olabileceği hususunun her çalışmada olduğu gibi burada da dikkate alınması gerekmektedir.

*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 biri haline gelmiştir. Sektör, geziler, turlar, oteller, restoranlar, parklar, müzeler, havayolları, seyahat acentaları, yolcu taşıma hizmetleri, spor-sağlık-kültür turizmi gibi çok çeşitli alanlarda kendini göstermekte olup, bu alanlarda çalışanlara istihdam sağlanırken, üretimde ise doğrudan/dolaylı fayda yaratan kişilerin harcamalarıyla ekonomiye canlılık kazandırılmaktadır.

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.

2015'in ilk sekiz ayında geçen yılın aynı dönemine göre %4,3 artan dünya turizmi, 810 milyon kişi ile

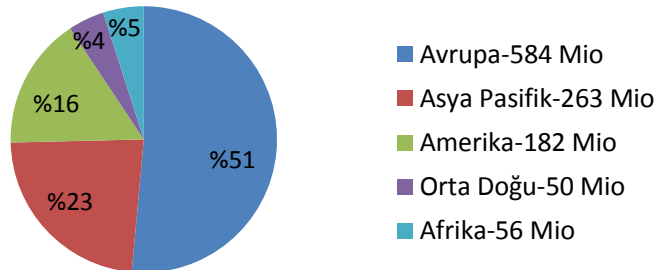
rekor bir rakama ulaşmıştır. Geçen yılın aynı dönemine göre bu rakam, 33 milyonluk bir artışı göstermektedir.

World Travel & Tourism Council 2015 Raporu'na göre turizm, direkt katkısına bakıldığında bugün küresel GSYH'nin %3,1'ini oluşturan bir sektör konumunda olup, diğer sektörlerle etkisi de göz önüne alındığında küresel GSYH içerisinde %9,8 olmaktadır. Seyahat ve turizm sektörü, direkt ve indirekt etkisine bakıldığında dünyadaki toplam iş hacminin %9,4'ünü oluşturmuştur. Seyahat ve turizm sektörü, seyahat eden yabancı turist sayılarına göre sınıflandırıldığında ise 2014 yılında seyahat eden yabancı turistlerin %53'ü tatil, %14'ü ise iş seyahati kapsamında seyahat etmiştir.

Önümüzdeki 10 yıl içerisinde seyahat ve turizm sektörünün yıllık ortalama %3,8 civarında büyüyeceği, toplam GSYH'nin %10,3'ünü oluşturarak yaklaşık 11,3 trilyon ABD dolarına ulaşacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, seyahat ve turizm sektörünün, direkt ve indirekt etkisine bakıldığında 2025 yılı itibarıyla dünyadaki toplam iş hacminin %10,7'sini oluşturması beklenmektedir.

Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü'nün (DTÖ) 2014 Raporu'na göre, dünya çapında seyahat eden turist sayısının 2014 yılında %4,4'lük bir artış ile 1.135 milyara yükseldiği açıklanmıştır. %4,4'lük büyüme oranı, 2009 yılı ekonomik krizinden itibaren 5 yıl boyunca ortalama büyüme rakamının üzerinde bir performans yakalandığını göstermektedir. Aynı rapora göre, 2014 yılında turistler tarafından en çok ziyaret edilen bölge, %51'lik pay ve 584 milyon kişi ile Avrupa bölgesi olmuştur. 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<sup>1</sup>.

**Grafik 1: 2014 Yılında Bölgeler Bazında Ziyaret Eden Turist Sayısı (Mio Kişi) ve Yüzdesel Pay Dağılımı (%)**



Kaynak: Dünya Turizm Örgütü 2014 Raporu

<sup>1</sup> Dünya Turizm Örgütü 2015

## Türkiye’de Turizm Sektörü

2634 sayılı Turizmi Teşvik Kanunu’nun yürürlüğe girdiği 1982 yılından günümüze kadar uygulanan teşvik politikalarının, kanunun uygulanması ile paralel olarak sektöre yapılan yatırımlar ile turizm sektörünün gelişimi neticesinde bu alanda Türkiye önemli aşama kaydetmiş ve dünyada tercih edilen ülkelerden biri konumuna gelmiştir.

2002 yılında turist sayısı bakımından dünya turizminde 17. sırada yer alan Türkiye, mevcut durumda turist sayısı bakımından 6. sırada, turizm geliri bakımından da 11. sırada yer alarak önceki yıllardaki konumunu korumuştur. Son dokuz yıl içerisinde Türkiye’yi ziyaret eden yabancı ziyaretçi sayısının gelişimi aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

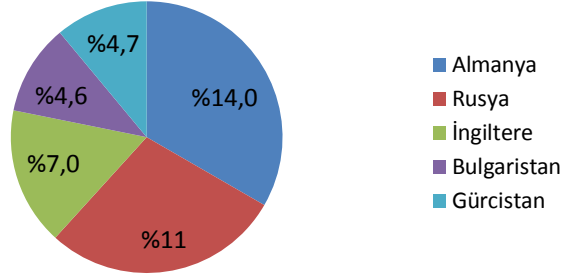
**Tablo 1: 2004-2014 Arasında Türkiye’yi Ziyaret Eden Turist Sayısı (Bin Kişi)**

Yıllar	Yerli	Yabancı	Toplam
2004	3.237	17.517	20.754
2005	3.920	21.125	25.045
2006	4.104	19.820	23.924
2007	3.899	23.341	27.240
2008	4.801	26.337	31.138
2009	4.683	27.077	31.760
2010	4.365	28.632	32.997
2011	5.313	31.456	36.769
2012	5.932	31.783	37.715
2013	4.950	34.910	39.860
2014	4.789	36.837	41.627

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Rakamlar daha detaylı incelendiğinde, 2013 yılında 39,8 milyon kişi seviyesindeki toplam turist sayısı, 2014 yılında yaklaşık %4,2 seviyesinde artarak 41,6 milyon kişi seviyesine yükselmiştir. Bu artışta yerli turist sayısındaki artışın da katkısı bulunmaktadır.

2014 yılsonu itibarıyla ise Türkiye’ye gelen yabancı ziyaretçi sayısı bir önceki yıla göre %5,5 oranında artarak 36,8 milyon kişi seviyesinde gerçekleşmiştir. Türkiye’ye gelen yabancı ziyaretçilerin ülkeye göre dağılımında, Almanya %14,2 pay ile birinci sırada yer alırken, Rusya %12,1 pay ile ikinci sırada, İngiltere %7,0 pay ile üçüncü sırada yer almaktadır. Türkiye’ye gelen yabancı ziyaretçilerin %44,6’sı OECD ülkeleri ziyaretçilerinden oluşmaktadır.

**Grafik 2: 2014 Yılında Türkiye'ye Gelen Yabancıların Milliyetlere Göre Dağılımı**

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

2015 yılı ilk 9 ay verilerine göre Türkiye'yi 29,7 milyon yabancı ziyaret etmiştir. 4,414 milyon ziyaretçi ve %14 pay ile Almanya ilk sırada yer alırken, 3,308 milyon ziyaretçi ve %11 pay ile Rusya ise ikinci sırada yer almıştır. İngiltere ise 2,166 milyon ziyaretçi ile %7 payını ve 3. sırayı korumuştur.

2013 yılında Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısındaki %10 artışın, Dünya ortalamasının ve Avrupa ortalamasının üzerinde kaldığı izlenmiştir. Söz konusu artışta İstanbul'un önemli bir transit bağlantı noktası olması ve ziyaret eden yabancı ziyaretçi sayısındaki %12'lik artış etkili olmuştur.

2014 yılında ise Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısındaki artış sınırlı kalmış ve %5 civarında gerçekleşmiş olup, Dünya ortalaması olan %4,3 ve %3 seviyesindeki Avrupa ortalamasının üzerinde seyretmiştir.

2013 yılından itibaren yabancı ziyaretçi sayısında görülen artışın bir diğer sebebi ise ülkelerinde yaşanan iç karışıklık nedeniyle ülkemize mülteci olarak giriş yapan Suriyeli vatandaş sayısının önemli ölçüde yükselmesidir. 2012 yılında ülkemize giriş yapan Suriyeli ziyaretçi sayısı 730 bin kişi seviyelerindeyken, 2013 yılında bu rakam yaklaşık 1,3 milyon kişi seviyesine, 2014 yılında ise 1,5 milyon kişi seviyesine ulaşmıştır.

Turist sayısındaki artışa rağmen turizm gelirlerinde kişi başı gerçekleştirilen toplam harcama, 2008 yılından 2010 yılına kadar global krizin etkisiyle azalma göstermiştir. Bununla beraber, geçmişte yabancıların kişi başına gerçekleştirdiği harcamalar 2010 yılından 2011 yılına %5,8'lik; 2011 yılından 2012 yılına %1'lik, 2012 yılından 2013 yılına %4,7'lik, 2013 yılından 2014 yılına ise %3,4'lük artış göstermiştir. Bununla birlikte, 2014 yılında kişi başı yerli harcamaların %9 oranında düşmesi toplam ortalama kişi başı harcamanın düşmesine ve sadece %0,5 oranında büyümesine sebep olmuştur.

2004 yılından itibaren turist sayısı ile beraber, turizm gelirlerinde de genel bir artış trendi

görülmektedir. 2004 yılı itibarıyla yerli, yabancı ve toplam turizm gelirleri ve ortalama harcamalar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 2: 2004-2014 Arasında Türkiye Turizm Gelirleri**

Yıllar	Yerli			Yabancı			Toplam		
	Gelir (Milyar \$)	Ortalama Harcama (\$)	Ort. Harcama %Değişim	Gelir (Milyar \$)	Ortalama Harcama (\$)	Ort. Harcama %Değişim	Gelir (Milyar \$)	Ortalama Harcama (\$)	Ort. Harcama %Değişim
2004	3,9	1.262		13,0	759		17,0	843	
2005	4,4	1.214	-3,8%	15,7	766	0,9%	20,3	842	-0,1%
2006	4,5	1.153	-5,0%	13,9	722	-5,7%	18,6	803	-4,6%
2007	4,7	1.121	-2,8%	15,9	692	-4,2%	20,9	770	-4,1%
2008	5,4	1.191	6,2%	19,6	742	7,2%	25,4	820	6,5%
2009	5,7	1.222	2,6%	19,0	697	-6,1%	25,0	783	-4,5%
2010	5,6	1.231	0,7%	19,1	670	-3,9%	24,9	755	-3,6%
2011	5,6	1.168	-5,1%	22,2	709	5,8%	28,1	778	3,0%
2012	6,4	1.241	6,3%	22,4	715	0,8%	29,0	795	2,2%
2013	6,7	1.252	8,8%	25,3	749	4,7%	32,3	824	3,6%
2014	6,2	1.130	-9,73%	27,7	775	3,4%	34,3	828	0,5%

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Son yıllarda Türkiye'yi ziyaret eden turist sayısındaki artışla beraber tesis sayısında da artış meydana gelmiştir. Turizm Bakanlığı'nca tesisler, yatırım süreci devam etmekte olan "yatırım belgeli" ve faaliyette olan "işletme belgeli" olmak üzere iki bölümde sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırılma kapsamında sayılara bakıldığında, 2003 yılında 2.240 adet seviyesindeki işletme belgeli tesis sayısı %39,77 oranında artarak 2014 yılı sonu itibarıyla 3.131 adet seviyesine yükselmiştir. Yatak sayısında ise 420.697 seviyesindeki değer aynı dönemler arasında yıllık ortalama %6,1'lik büyüme ile 2014 yılı itibarıyla 807.316 seviyesine ulaşmıştır.

**Tablo 3: 2004-2014 Arasında Türkiye Genelinde Tesis ve Yatak Sayısı**

Yıllar	Yatırım Belgeli Tesisler		İşletme Belgeli Tesisler	
	Tesis Sayısı	Yatak Sayısı	Tesis Sayısı	Yatak Sayısı
2003	1.130	242.603	2.240	420.697
2004	1.151	259.424	2.357	454.290
2005	1.039	278.255	2.412	483.330
2006	869	274.687	2.475	508.632
2007	776	254.191	2.514	532.262
2008	772	258.287	2.566	567.470
2009	754	231.456	2.625	608.765
2010	877	252.984	2.647	629.465
2011	922	267.900	2.783	668.829
2012	960	273.877	2.870	706.019
2013	1.056	301.862	2.982	749.299
2014	1.117	309.556	3.131	807.316

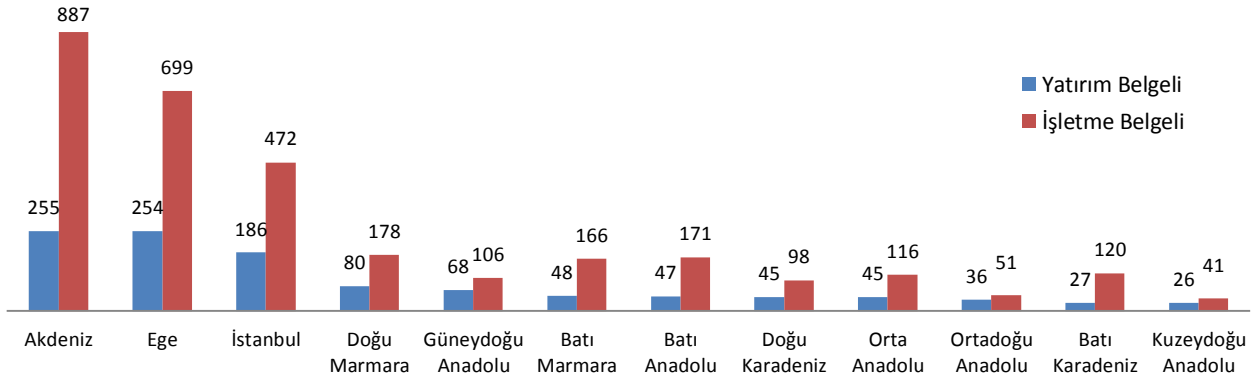
Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Yatırım ve işletme belgeli konaklama tesislerinin bölgesel dağılımına bakıldığında Akdeniz, Ege bölgeleriyle birlikte İstanbul'da dağılımın yoğunlaştığı görülmektedir. Bahsi geçen tesislerin şehirlere göre dağılımına bakıldığında ise, 2014 yılsonu itibarıyla yatırım ve işletme belgeli olmak üzere toplam 4.248 adet seviyesindeki toplam tesis sayısının %50'sinden fazlası Antalya, Muğla, İstanbul ve İzmir illerinde yer aldığı görülmektedir.

Son yıllardaki tesis ve yatak kapasitesi artışında 5 ve 4 yıldızlı tesis sayısındaki artış etkili olmuştur. 2008 yılında 4 ve 5 yıldızlı tesislerin işletme belgeli tesisler içerisindeki payı %28 seviyesindeyken, söz konusu oran yıllar içinde artarak 2014 yılsonu itibarıyla %36 seviyesine yükselmiştir. Söz konusu dönemde 4 ve 5 yıldızlı tesislerin işletme belgeli yatak kapasitesi içerisindeki payı ise %58 seviyesinden %65 seviyesine yükselmiştir.

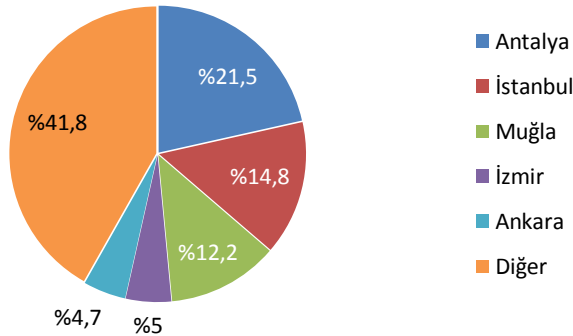
Aşağıdaki grafiklerde 2014 yılsonu itibarıyla tesis sayılarının iller ve bölgeler bazında dağılımı gösterilmektedir.

**Grafik 3: 2014 Yıl Sonu İtibarıyla Yatırım ve İşletme Belgeli Tesis Sayılarının Bölgeler Bazında Dağılımı**



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

**Grafik 4: 2014 Yıl Sonu İtibarıyla Toplam Tesis Sayılarının İller Bazında Dağılımı**



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Türkiye genelindeki mevcut tesislerin 2004-2014 yılları arasındaki doluluk oranları aşağıdaki tabloda verilmiştir. 2014 yılında Türkiye genelinde tesislerin doluluk oranı %51,84 olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 4: 2004-2014 Arasında Türkiye Genelinde Tesislerin Doluluk Oranı**

Yıllar	DOLULUK ORANI(%)		
	Yerli	Yabancı	Toplam
2004	13,50	36,57	50,07
2005	13,16	39,22	52,38
2006	14,91	32,35	47,26
2007	14,43	36,68	51,12
2008	13,80	37,71	51,51
2009	13,52	35,38	48,90
2010	11,94	37,23	49,17
2011	13,34	38,12	51,46
2012	13,61	40,74	54,34
2013	14,19	38,41	52,60
2014	12,94	38,90	51,84

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

- **Beklentiler**

Son 10 yıllık dönemde yıllık yabancı ziyaretçi sayısındaki büyümenin, dünya ortalamasının üzerinde, ortalama %5-10 bandında gerçekleştiği Türkiye turizm sektöründe söz konusu büyüme trendinin orta vadede bu seyrini koruyacağı öngörülmektedir. Asya ekonomilerindeki güçlenme ile Asya'dan gelen turist sayısında artışın devam etmesi beklenmektedir. Ancak yakın zamanda Rusya-Ukrayna arasında yaşanan gerginlikler ve sonrasındaki Rus para birimi Ruble'deki değer düşüşünün yanı sıra ülkemizin Rusya ile yaşadığı siyasal gerginliklerinin turizm sektörünün büyümesini yavaşlatması beklenmektedir. Rusya'nın Türkiye'ye yönelik tur satışlarını çok büyük oranda durdurmuş olması sebebiyle özellikle Antalya gibi beldeler için önem teşkil eden Rus turist sayısının ciddi oranda azalması beklenmektedir.

Bununla birlikte, Türkiye'nin güneydoğusunda Suriye'de yaşanan iç savaş, savaştan kaçan çok sayıda Suriyelinin ülkemize sorunları da beraberinde getirerek sığınması özellikle Avrupalı turistleri ürkütmüş durumdadır. Ukrayna'daki iç karışıklıklar, Yunanistan'ın krizi sonucu ülkedeki turizm fiyatlarını yarıdan fazla düşürmesi ve turizm talebinin Yunanistan'a kayması, Türk turizmini olumsuz etkilemektedir.

Birleşmiş Milletler Turizm Örgütü'ne göre 2014'te Dünyada en fazla ziyaret edilen 6. ülke olan Türkiye'yi, 2014 yılında ziyaret eden yabancı ziyaretçi sayısının 39,8 milyon seviyelerinde, toplam turizm gelirinin ise 29,5 milyar ABD dolar seviyesinde olduğu gözlenmektedir.

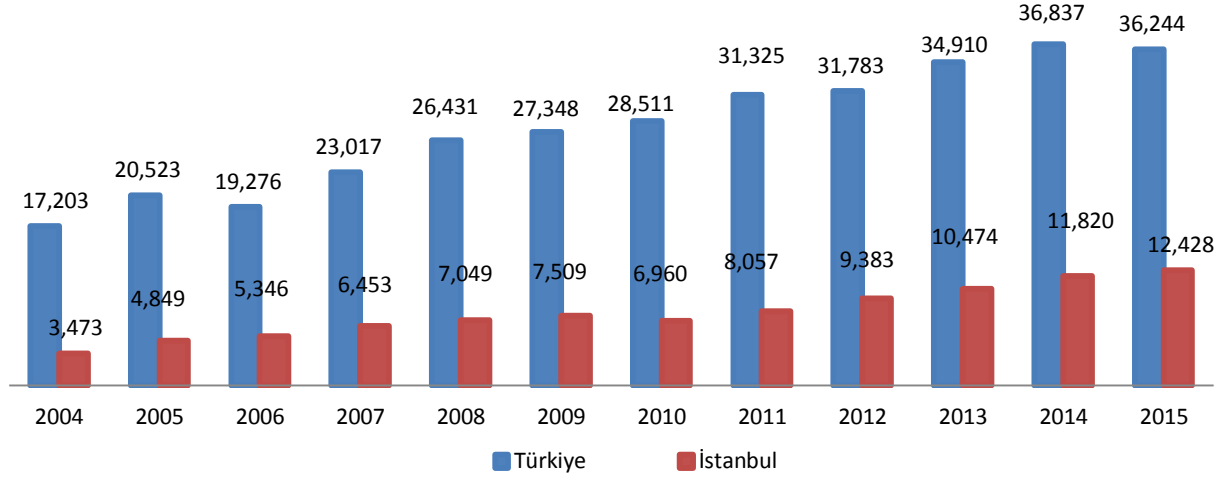
2023 Turizm Strateji belgesinde, Türkiye'nin dünyanın en çok turist çeken ve en fazla turizm geliri elde eden ilk beş ülkesinden biri olması hedeflenmektedir. Ülkeye gelen turist sayısının artırılmasının yanı sıra, hizmet kalitesini artıran, pazarlama kanallarını çeşitlendirerek üst gelir gruplarını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

### ***İstanbul'da Turizm Sektörü***

Türkiye turizm verilerinde son yıllarda yaşanan olumlu gelişmenin etkisi İstanbul turizminde de gözlenmektedir. İstanbul Kültür ve Turizm İl Müdürlüğü Raporlarına göre 2013 yılında İstanbul'a gelen yabancı turist sayısı 10,4 milyon seviyesindeyken %13,4'lük artış göstererek 2014 yılında 11,8 milyon seviyelerine ulaşmıştır. Bu çerçevede, İstanbul turizmi, tarihinde yeni bir rekor bir seviyeye ulaşmıştır. 2015 senesi ilk 10 ayında ise büyümeye devam eden İstanbul'u ziyaret eden yabancı ziyaretçi sayısı 2014 aynı döneme göre paralel 10 milyon 756 bin ziyaretçiye ulaşmıştır. İstanbul, gerek yoğun ekonomik aktivite barındırması ve ulaşımın kolaylığı, gerekse kültürel zenginlikleri dolayısıyla yerli ve yabancı ziyaretçi bakımından şehir otelciliği segmentinde Türkiye'de açık ara lider durumdadır. MasterCard'ın tüm Dünya'da 132 şehri kapsayan, ziyaretçi sayıları ve turizm gelirlerinin karşılaştırıldığı "Hedef Şehirler Endeksi 2015" raporunda İstanbul, Avrupa'da Londra ve Paris sonrasında üçüncü, tüm dünyada ise beşinci sırada bulunmaktadır. Toplam 11,8 milyon ziyaretçi alan İstanbul'un, ziyaretçi sayısının 2015'te %11,4 oranında büyüme kaydedeceği hesaplanmakta olup, bu büyüme, tüm dünyada listelenen ilk 40 şehir arasında en yüksek oran olarak dikkat çekmektedir.

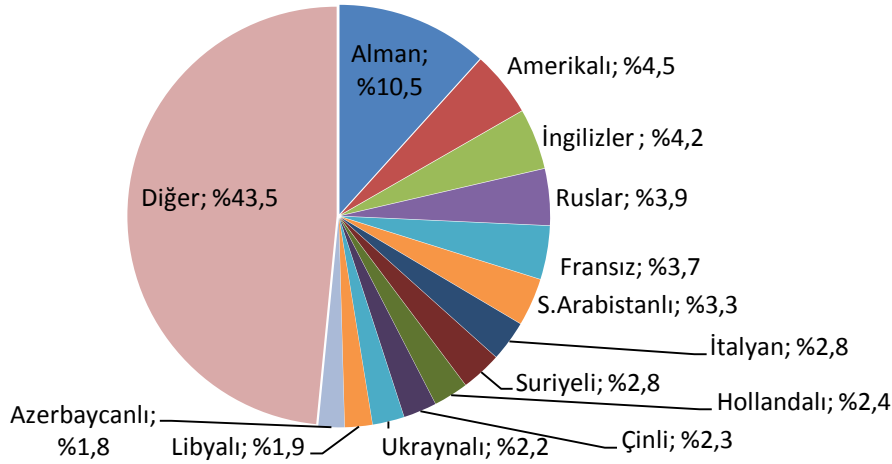
Hedef Şehirler Endeksi 2015 raporunda, 2014 yılında İstanbul'u ziyaret eden turistlerin toplam 8,73 milyar dolar bıraktığı açıklanmakla birlikte, bu yıl %7,3 artışla İstanbul'a gelen turistlerin toplam 9,37 milyar dolar harcayacağı hesaplanmaktadır. Bu miktar, İstanbul'u toplam turizm gelirlerinde Barcelona'nın ardından Avrupa'nın 4. en kazançlı şehri kılmaktadır. Turizm gelirlerinde İstanbul, dünyada da 10. sırada yer almaktadır.

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

**Grafik 5: 2004-2014 Arasında Türkiye ve İstanbul'a gelen yabancı turist sayıları (Milyon Kişi)**

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

2015 yılında İstanbul'a gelen yabancı turistlerin milliyetlerine göre dağılımına bakıldığında, en çok ziyaret edenler sırasıyla; Almanlar (%10,5), Amerikalılar (%4,5), İngilizler (%4,2), Ruslar (%3,9), Fransızlar (%3,7), Suudi Arabistanlılar (%3,3), İtalyanlar (%2,8), Suriyeliler (%2,8), Hollandalılar (%2,4), Çinliler (%2,3), Ukraynalılar (%2,2), Libyalılar (%1,9), Azerbaycanlılar (%1,8), Diğer ülkeler (%43,5) olarak yer almaktadır.

**Grafik 6: İstanbul'a Gelen Turistlerin Milliyetlerine Göre Dağılımı (Ocak –Aralık, 2015)**

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

İstanbul'da konaklama tesislerin sayısına bakıldığında, 499 otel, 118 özel tesis, 31 butik otel başta olmak üzere toplamda 658 adet tesis bulunmaktadır. Bu 658 tesisin toplam 67.695 oda sayısı ve 138.017 yatak kapasitesi bulunmaktadır.

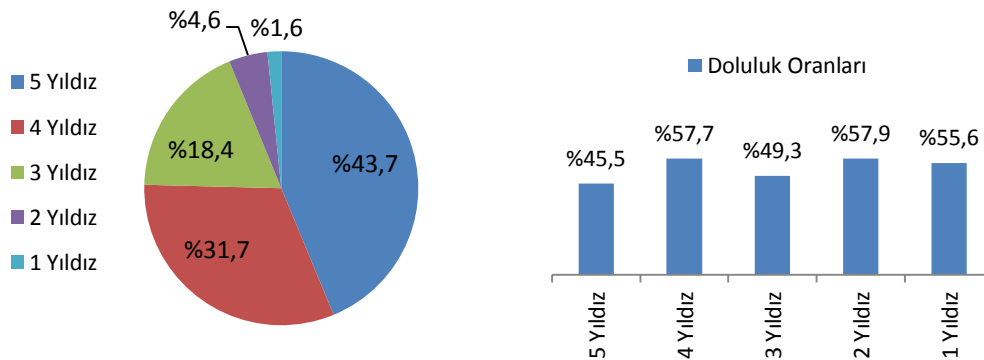
**Tablo 5: 2014 Yıl Sonu İtibarıyla İstanbul'da Belgelendirilen Konaklama Tesisleri, Oda ve Yatak Sayısı**

Tesis Türü	Tesis Sayısı	Oda Sayısı	Yatak Kapasitesi
Otel	499	60.598	123.005
Özel Tesis	118	4.353	9.056
Butik Otel	31	1.294	2.596
Apart	3	94	226
Pansiyon	2	21	42
Motel	1	32	64
Kamping	1	116	350
Turizm Kompleksi	1	840	1.764
B Tipi Tatil Sitesi	1	224	748
Hostel	1	123	166
<b>Toplam</b>	<b>658</b>	<b>67.695</b>	<b>138.017</b>

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

İstanbul'daki toplam 658 adet otelin yabancı ve yerli turistlerin geliş sayısına göre dağılımına bakıldığında %43,7 oranla 5 yıldızlı otellerin en çok tercih edildiği, 5 yıldızlı otelleri %31,7 ile 4 yıldızlı, %18,4 ile 3 yıldızlı otellerin takip ettiği görülmektedir. Bu veriler ışığında İstanbul'daki turistlerin ağırlıklı olarak lüks konseptli otellere ilgisinin olduğu sonucu çıkarılmaktadır. Ayrıca otellerin doluluk oranlarına bakıldığında %57,9 ile ilk sırada 2 yıldızlı oteller gelirken, ortalama %57,7 ile ikinci sırayı 4 yıldızlı oteller almıştır. İstanbul'daki otellerin ortalama doluluk oranı ise %50 civarındadır.

**Grafik 6: 2014 Yıl Sonu İtibarıyla İstanbul'da Tesislere Geliş Sayısının Otel Çeşidine Göre Dağılımı ve Otel Çeşitlerinin Doluluk Oranları**



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

## ***Karaköy - Salıpazarı Bölgesi***

Novotel projesinin gerçekleşeceği Karaköy bölgesi incelendiğinde Salıpazarı Limanı çekici bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Geçmiş yıllarda özelleştirme ihalelerinin iptal edildiği Salıpazarı Limanı (Galataport Projesi) imar projesi, Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından Kasım 2012’de onaylanmış olup, limanın 30 yıllığına özelleştirilmesini sağlayacak ihaleyi Mayıs 2013’te 702 milyon ABD doları teklif sunan Doğu Holding kazanmıştır. Özellikle Galata Projesi’nden sonra büyük yatırımcılar ve otel markaları bölgeden gayrimenkul alımları-satımları gerçekleştirmiş olup, bölgeye olan yoğun talep bölgedeki arsa ve bina fiyatlarını oldukça artırmıştır. Bölge kentin merkezinde olması nedeniyle, atıl kalmış bir bölge olmasına rağmen dönüşüm sürecinin bölgeye lüks bir turizm merkezi silüeti getireceği öngörülmektedir.

Galataport Projesi ile birlikte önümüzdeki yıllarda otel yatırımları kapsamında ön plana çıkacak bölgelerin başında Karaköy gelmektedir. Karaköy konumu itibarıyla İstanbul’un tarihi ve kültürel dokusuna yakın bir lokasyon olup, Galataport Projesinin tamamlanması halinde liman sahasında ve geri plandaki tarihi ve doğal güzelliklerin ön plana çıkarılması, limanın uluslararası standartlara uygun bir komplekse dönüştürülmesi, bölge ticaretinin ve istihdamın artırılması beklenmektedir. Yurtdışında da bu tür merkezi konumlu atıl alanların yeniden kente kazandırılması ile ilgili başarılı örnekler mevcut olup, bölgedeki çalışmalar Akfen’in Karaköy’deki otel projesini oldukça değerli kılmaktadır. Karaköy, ayrıca Kemankeş Caddesi ağırlığında olmak üzere bölgede bir çok mekanın açılması ile popüler bir destinasyon haline gelmiştir.

*Firma*

## Genel Bilgiler

### *Kuruluş ve Mevcut Durum*

Akfen Karaköy 31 Mayıs 2011 tarihinde kurulmuş olup, Akfen GYO'nun bağlı ortaklığıdır. Firmanın ana faaliyet konusu, her tür turizm tesisi, otel ve gayrimenkul yatırımlarının planlanması, inşaatının yapılması, yaptırılması, kiralanması, işletilmesi ve işlettilmesidir.

Firma, Vakıflar Genel Müdürlüğü'ne ait Beyoğlu/İstanbul'da bulunan birbirine bitişik arsalar üzerinde bir turizm yatırımı öngörmektedir. Firma, 01 Eylül 2009 tarihli, Vakıflar Genel Müdürlüğü ile Hakan Madencilik ve Elektrik Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. arasında 49 yıl için imzalanmış ve 01 Eylül 2058 tarihinde sona erecek olan "İnşaat Yapım Şartlı Kiralama Sözleşmesi"ni 22 Haziran 2011 tarihinde devralmıştır. Sözleşme uyarınca, sözleşme tarihinden itibaren ilk 5 yıl içerisinde binanın uygulama projelerinin hazırlanması, ilgili kurum ve kuruluşlara onaylatılarak, inşaat ruhsatının alınması ve inşaat imalatlarının bitirilerek binanın işletmeye açılması gerekmekte olup, Firma otel açılış tarihini Şubat 2016 tarihi olarak planlamıştır.

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

### *Sermaye Yapısı*

Firmanın ödenmiş sermayesi 31.12.2015 itibarıyla 34,4 milyon TL'dir. Ödenmiş sermayenin ortaklar arasındaki dağılımı aşağıdaki gibidir.

**Tablo 6: Akfen Karaköy Ortaklık ve Sermaye Yapısı**

Ortaklar	Hisse Tutarı (TL)	Ortaklık Payı (%)
Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	24.079.312	%69,998
Akfen Gayrimenkul Ticareti ve İnşaat A.Ş.	344	%0,001
Akfen Holding A.Ş.	344	%0,001
Keskin Global Yatırım Turizm İnşaat Ltd.Şti.	10.319.656	%29,999
Bilal Keskin	344	%0,001
<b>Toplam</b>	<b>34.400.000</b>	<b>%100</b>

## Finansal Duran Varlıklar

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

## Finansal Tablolar

31.05.2011 tarihinde kurulmuş olan Akfen Karaköy'ün bağımsız denetimden geçmemiş 31 Aralık 2015 itibarıyla bilançosu aşağıda yer almaktadır.

**Tablo 7: Akfen Karaköy Bilanço**

<b>AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE İNŞAAT A.Ş.</b>	
<b>ÖZET BİLANÇOSU</b>	
<b>(TL)</b>	<b>31/12/2015</b>
Nakit ve Benzerleri	40.667
Diğer Dönen Varlıklar	441.076
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>481.743</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	180.197.000
Diğer Duran Varlıklar	20.294.340
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>200.491.340</b>
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>200.973.083</b>
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5.528.916
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	43.158.470
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>48.687.386</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	42.604.997
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	17.355.324
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>59.960.321</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>108.647.707</b>
Ödenmiş Sermaye	34.400.000
Geçmiş Yıllar Karları (Zararları)	75.602.292
Net Dönem Karı	-17.676.916
<b>Toplam Özsermaye</b>	<b>92.325.376</b>
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>200.973.083</b>

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

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

Firma’nın Karaköy Novotel projesinin finansmanı için mevcutta kullandığı uzun vadeli kredi miktarı “Uzun Vadeli Finansal Borçlar” kalemindeki yaklaşık 43 milyon liradır.

Ticari borçlar kalemi büyük ölçüde inşaat maliyet karşılıklarından oluşmaktadır. Diğer borçlar kaleminde ise kullanılan kredilere ait taahhüt komisyonu tahakkukları ve ödenecek vergi ve fonlar bulunmaktadır.

**Tablo 8: Akfen Karaköy Gelir Tablosu**

<b>AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE İNŞAAT A.Ş.</b>	
<b>ÖZET GELİR TABLOSU</b>	
<b>(TL)</b>	<b>31/12/2015</b>
Satışların Maliyeti	-2.364.693
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>-2.364.693</b>
Genel Yönetim Giderleri	-434.687
Diğer Gelirler	-5.547.916
<b>FAALİYET KARI</b>	<b>-8.347.296</b>
Finansal Gelirler	0
Finansal Giderler	-13.776.043
Vergi (net)	4.446.423
<b>NET DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>-17.676.916</b>

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

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

# Değerleme

# Değerleme

## ***Kapsam ve Metodoloji***

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

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

Akfen Karaköy'ün Net Aktif Değeri, Firmanın en son tarihli finansal tablosu olan 31 Aralık 2015 tarihli bilançosu dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Firmanın 31 Aralık 2015 bilançosunda en önemli sabit kıymet kalemi olan "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller", Firma tarafından EPOS Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş.'nin 08.01.2016 tarihli ekspertiz raporundaki piyasa değeri ile revize edilmiştir. Akfen Karaköy'ün aktifinde yer alan diğer kalemler ile Firmanın yükümlülüklerine ilişkin değerler ise, piyasa değerini yansıttığı varsayımı ile bilançoda yer alan tutarlar üzerinden hesaplanmıştır.

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

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

## Değerleme Sonucu

31 Aralık 2015 bilançosu ve 31 Aralık 2015 tarihli ekspertiz raporuna göre Firmanın Net Aktif Değeri 92.325.376TL olarak belirlenmiştir.

**Tablo 9: Akfen Karaköy Net Aktif Değeri**

<b>AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE İNŞAAT A.Ş.</b>	
<b>31.12.2015 İTİBARIYLA NET AKTİF DEĞERİ</b>	
+ Nakit ve Benzerleri	40.667
<b>+ Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller</b>	<b>180.197.000</b>
+ Maddi Duran Varlıklar	-
<b>+ Maddi Olmayan Duran Varlıklar</b>	<b>-</b>
+ Diğer Dönen ve Duran Varlıklar	20.735.416
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>200.973.083</b>
- Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5.528.916
- Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	43.158.470
- Uzun Vadeli Finansal Borçlar	42.604.997
- Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	17.355.324
<b>Net Aktif Değer</b>	<b>92.325.376</b>