

AKFEN GAYRİMENKUL TİCARET VE İNŞAAT A.Ş.

Firma Değerleme Raporu

Şubat 2016



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.

İçindekiler

1. Giriş ve Kapsam	4
1.1 Kapsam ve Metodoloji	5
1.2 Değerleme Özeti	6
1.3 Değerleme Sonucu Hakkında Görüş	9
2. Ekonomi	10
2.1 KKTC	11
2.2 Rusya	12
2. Sektör	13
2.1 Turizm Sektörü	14
2.1.1 Dünyada Turizm Sektörü	14
2.1.2. KKTC	16
2.1.3 Rusya	20
2.2 Sektörde Geleceğe Bakış	25
3. Firma	27
3.1 Genel Bilgiler	28
3.1.1 Kuruluş ve Mevcut Durum	28
3.1.2 Sermaye Yapısı	29
3.1.3 Bağlı Ortaklar	29
3.1.4 Faaliyetleri	30
3.2 Finansal Analiz	32
4. Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme	35
4.1 Değerleme Yöntemi	36
4.2. Varsayımlar	37
4.2.1 KKTC Varsayımları	37
4.2.2 KKTC Projeksiyonları	39
4.2.3 Rusya Varsayımları	40
4.2.4 Rusya Projeksiyonları	44
4.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Değerleme	45
5. Ekler	46

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 **3 Kasım 2015** 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, casinusu ile 2007 yılından bu yana hizmet vermektedir. Ayrıca Akfen GT, KKTC'nin Bafra bölgesinde 167 dönümlük bir arsayı KKTC Tarım ve Doğal Kaynaklar Bakanlığı'nı temsilen Orman Dairesi'nden 30/12/2010 tarihi itibarıyla 49 yıllığına kiralamış olup, tahsis hakkını almıştır.

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

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) 08.01.2016 tarihinde EPOS Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme şirketine değerlemesini yaptırmıştır. İlgili değerlendirme çalışmasının sonuçları aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 2: Ekspertiz Raporlarına Göre Gayrimenkul Değerleri – 31.12.2015 (KDV Hariç)

Gayrimenkuller	Değer (EURO)	Akfen Hisse Oranı (%)	Akfen Hissesi (EURO)
Kaliningrad IBIS	15.524.000	95%	14.747.800
Samara IBIS	17.605.000	95%	16.724.750
Samara Ofis	6.610.000	95%	5.795.000
Yaroslavl IBIS	15.190.000	95%	14.430.500
“Merit Park Otel” + Bafra Arsası	77.769.000	100%	77.769.000
TOPLAM	132.698.000		129.467.050

(Kaynak: Akfen GT)

Değerleme Sonucu

Akfen GT'nin değerinin tespiti amacıyla hazırlanan bu raporda İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) yöntemi kullanılmıştır. İNA yönteminde Firmanın gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı + amortisman) ile, vergi ödemelerinden ve gerekli işletme sermayesi ihtiyaçlarının ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Yıllar itibarıyla elde edileceği öngörülen nakit yaratımları, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmaktadır. Bunun sonucunda hesaplanan değer, finansal borçlar hariç firma değerini ifade eden Girişim Değeri'dir (Enterprise Value). Girişim Değerinden mevcut ise net finansal borçlar (finansal borçlar – hazır değerler) ve gerekli ise kıdem ve ihbar tazminatlarının çıkartılması, varsa bağlı ortaklığın ya da operasyonel olmayan diğer varlıkların eklenmesi suretiyle hedeflenen Özsermaye Değeri'ne (Equity Value) ulaşılmaktadır.

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

Tablo 3: 31.12.2015 İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu

Euro (000)		Değer	Finansal Borçlar (-)	Hazır Değerler (+)	Özsermaye Değeri
Akfen GT Merkez	KKTC & Merkez Değeri	67,401	30,000	15,030	52,431
	Bafra'da Arsa	3,234	-	-	3,234
RHI (95%)	Samara IBIS	20,703	24,890	125	31,801
	Yaroslav IBIS	17,850			
	Kaliningrad IBIS	18,014			
RPI (95%)	Samara Office	10,825	6,175	0	4,650
Akfen GT Şirket Değeri		138,027	Akfen GT Özsermaye Değeri		92,117

Firmanın 31 Aralık 2015 itibarıyla hesaplanan firma değerinden net finansal borç tutarının çıkarılması hazır değerlerin eklenmesi neticesinde özsermaye değeri **92,117 milyon Euro (292,711 milyon TL²)** olarak hesaplanmaktadır.

² 31 Aralık 2015 tarihli T.C.M.B.'nin Euro/TL alış kuru (3.1776) 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 08.01.2016 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 değerlendirilmiştir.

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

Ekonomi

- *Kıbrıs*
- *Rusya*

KKTC Ekonomisi

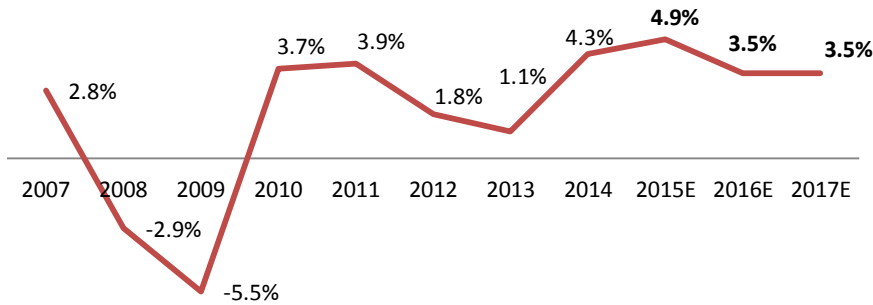
Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti (KKTC) ekonomisi, yıllar itibarıyla gelişen turizm sektörüne paralel genel olarak hızlı bir büyüme trendi içindedir.

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.

Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti Ekonomisi, 2008-2009 yıllarında yaşanan küresel krizin de etkisiyle sırasıyla %2,9 ve %5,5 oranlarında daralmıştır. 2010 yılında ise krizin etkisinin piyasalardan çekilmesi ve tekrar büyüme trendine girilmesi 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 yılında ana sektörlerden olan tarım ve ticaret sektörlerinin büyümesinin devam etmesiyle KKTC Ekonomisi, %3,9 büyüme kaydetmiştir. 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 2012 ve 2013 yıllarında tarım sektöründe yaşanan kuraklık ve inşaat maliyetlerindeki artışın inşaat sektörünü olumsuz etkilemesiyle birlikte, GSYH büyümesi ivme kaybederek 2012'de %1,8 ve 2013'te %1,1 olarak gerçekleşmiştir.

KKTC Devlet Planlama Örgütü'nün Ekim 2015 makroekonomik tahmin çalışmalarına göre, 2014 yılında %4,3 büyüyen KKTC Ekonomi'sinin, 2015 yılında %4,9, 2016-2018 yıllarında ise ortalama %3,5 büyüme gerçekleştireceği tahmin edilmektedir.

Grafik 2: 2007-2014 Arasında KKTC'nin Büyüme Oranları ve 2015-2017 İçin Büyüme Oranı Öngörülleri



KKTC ekonomisinin büyümesinde rol oynayan başlıca faktörler ana sektörlerde büyüme (Tarım Master Planı hazırlanması, kamu elektrik üretim işletmesi KIB-TEK'in özerk bir kurum olarak yeniden yapılandırılması vs.) 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.

Rusya Ekonomisi

Dünyanın en büyük doğal gaz ve ikinci petrol üreticisi olan Rusya'nın GSYH'sı, petrol fiyatlarındaki gerileme ve Avrupa Birliği'nin uygulamakta olduğu yaptırımlar sonucunda 2013 yılında 2,1 trilyon ABD doları büyüklüğünde iken 2014 yılı itibarıyla %14,28 küçülerek 1,8 trilyon ABD dolarına gerilemiştir. IMF Dünya Ekonomik Görünümü 2015 raporunda ise Rusya'nın GSYH'sının 2015 yılı Ekim ayı itibarıyla 2014 yılına kıyasla %33 küçülerek 1,2 trilyon ABD dolarına gerilediği görülmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak, 2013 yılındaki GSYH'si ile Rusya dünyanın 8. büyük ekonomisi konumunda iken 2014 ve 2015 yıllarında sırasıyla 10. ve 13. sıraya gerilemiştir.

2008 yılı sonunda ortaya çıkan global ekonomik krizden Rusya önemli oranda etkilenmiş olup, 2009 yılında Rusya Ekonomisi %7,9 oranında küçülmüştür. 2010 yılında toparlanmaya başlayan ekonomi %4,8 ve 2011 yılında ise %4,2'lik büyüme göstermiştir. 2011 yılında ulaştığı bu oran ile Rusya, dünyanın 3. büyük büyüme oranına sahip ülke 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 yaşadığı Ukrayna ile politik gelişmeler ek olarak, 2015 yılı içerisinde petrol fiyatlarında yaşanan ciddi düşüş nedeniyle büyüme tahminleri oldukça düşürülen Rusya'nın yakın gelecekte de eski ekonomik seviyesine ulaşması beklenmemektedir. Rusya'nın büyüme tahminleri Dünya Bankası tarafından sırasıyla 2015 yılı için %-3,8 ve 2016 yılı için %-0,6 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 yıl sonuna doğru %6'lara düşse de 2011 yılı enflasyon ortalaması %8,5 olarak gerçekleşmiştir. Hükümetin 2012 için %5-6 civarında beklediği enflasyon rakamı 2012 yıl sonunda %5,1 olarak gerçekleşmiş olup, 2013 yılı için ise enflasyon %6,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2014 itibarıyla %7,8'i gören enflasyon oranının, IMF tahminlerine göre 2015 yıl sonu itibarıyla rekor kırarak %15,8 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Sektör

- *Dünya*
- *Kıbrıs*
- *Rusya*

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.

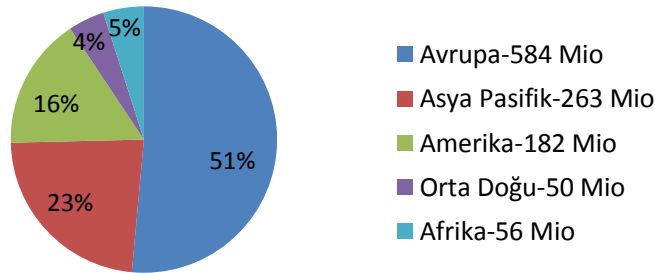
2015'in ilk sekiz ayında geçen yılın aynı dönemine göre %4,3 artan dünya turizmi, 810 milyon kişi ile rekor bir rakama ulaşmıştır. Geçen yılın aynı dönemine göre bu rakam, 33 milyonluk bir artışı göstermektedir.

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 itibariyle 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 öngörülmektedir³.

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



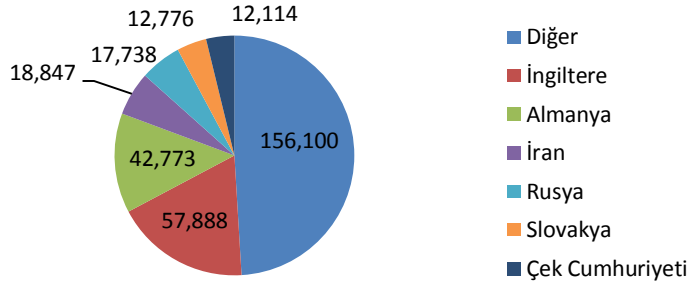
Kaynak: Dünya Turizm Örgütü 2015 Raporu

³ Dünya Turizm Örgütü 2015

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. 2014 yılında ülkeye gelen turistlerin %81,8’i Türk olmakla birlikte, 40’ın üzerinde farklı ülkeden de ziyaretçiler gelmektedir. Türkiye’nin dışında en fazla turist akımı İngiltere, Almanya, İran, Slovakya, Rusya ve Çek Cumhuriyeti’nden sağlanmaktadır.

Grafik 3: 2014 Yılında KKTC’yi Ziyaret Eden Turistlerin Milliyet Dağılımı



(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

KKTC Turizm Çevre ve Kültür Bakanlığı’nın 2014 yılı verilerine göre aylar bazında toplam turist, geceleme sayısı ve bu verilerin yıllık değişim oranları aşağıda belirtilmiştir. 2014 yılında turist sayısında %10,4 oranında bir artış gözlemlenmektedir. Bununla birlikte aynı dönemde geceleme sayılarında ise %5,2 oranında artış kaydedilmiştir. Bu gelişmeler dikkate alındığında hizmetler sektörü içinde büyük paya sahip olan otel-lokantacılık ile perakende sektörlerinin büyüme oranlarında pozitif yönlü bir gelişme sergilenmiştir.

Tablo 4: 2013 ve 2014 Yıllarında Gelen Toplam Turist Sayısı

Aylar	2013	2014	% Değişim
Ocak	80.147	87.924	9,7%
Şubat	106.514	111.145	4,3%
Mart	106.591	109.270	2,5%
Nisan	117.195	130.160	15,3%
Mayıs	123.280	142.153	5,4%
Haziran	142.389	150.124	6,4%
Temmuz	141.580	150.640	16,4%
Ağustos	155.924	181.510	-0,3%
Eylül	168.765	168.314	18,1%
Ekim	144.903	171.099	17,5%
Kasım	106.171	124.720	22,6%
Aralık	97.195	119.154	10,4%
Toplam	1.490.654	1.646.213	15,3%

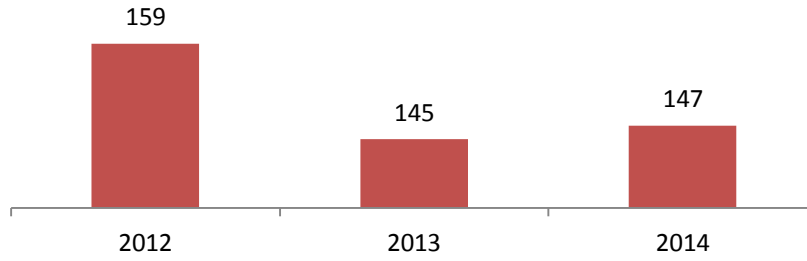
(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Tablo 5: 2013 ve 2014 Yıllarında Toplam Geceleme Sayısı

Uyruk	2013	2014	% Değişim
TC	1.436.243	1.574.880	9,7%
Yabancı	1.357.001	1.347.504	-0,7%
KKTC	84.320	103.485	22,7%
Genel Toplam	2.877.564	3.025.869	5,2%

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

KKTC Turizm Çevre ve Kültür Bakanlığı'nın son üç yıl içerisinde tespit ettiği tesis sayısı, 2014'ün sonunda bir önceki seneye göre 2 artarak, 147 adet olarak belirlenmiştir.

Grafik 4: 2012-2014 Yılları Arasında KKTC'deki Tesis Sayısı

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Diğer taraftan yatak kapasitelerine bakıldığında 2014 yılı ilk 5 ayında %4,6'lara varan bir düşüş yaşanmış, sonraki aylarda ise %3,7'lere varan bir kapasite artışı görülmüştür. Aylara göre doluluk oranları verilerinde ise en yoğun ayların yaz sezonu olan Haziran-Ekim ayları olduğu gözlemlenmiştir. Doluluk oranları bir önceki yıla göre küçük bir azalma yaşanmış olup, doluluk oranlarında ortalama %0,6 oranında azalma kaydedilmiştir. Göze çarpan bir diğer özellik ise casinolu otellerin senelik ortalama doluluk oranı %51,7 iken, bu rakamın casinosuz oteller için %39,8 olarak gerçekleştiğidir.

Tablo 6: 2013 ve 2014 Yıllarının Aylık Yatak Kapasitesi

Aylar	2013	2014	Değişim %
Ocak	19,405	18,522	-4,6
Şubat	19,405	18,724	-3,5
Mart	19,413	18,748	-3,4
Nisan	19,413	18,748	-3,4
Mayıs	19,187	18,784	-2,1
Haziran	19,187	19,346	0,8
Temmuz	19,151	19,346	1,0
Ağustos	19,227	19,346	0,6
Eylül	19,019	19,334	1,7
Ekim	19,019	19,414	2,1
Kasım	18,766	19,452	3,7
Aralık	18,766	19,276	2,7

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Tablo 7: 2013 ve 2014 Yıllarının Aylık Doluluk Oranları

Aylar	2013 (%)	2014 (%)	Değişim %
Ocak	23,6	23,8	0,8
Şubat	25,2	22,3	-11,5
Mart	36,4	34,4	-5,5
Nisan	41,4	42,5	2,7
Mayıs	48,3	49,6	2,7
Haziran	61,4	59,4	-3,3
Temmuz	68,2	61,7	-9,5
Ağustos	75,1	74,5	-0,8
Eylül	64,5	64,2	-0,5
Ekim	55,2	57,4	4
Kasım	38,8	43,5	12,1
Aralık	25,7	30,9	20,2
Ortalama	47,3	47,6	-0,6

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

2014'te bölgelere göre doluluk oranına bakıldığında en yüksek doluluğun %60,0 oranıyla Gazimağusa şehrinde gerçekleştiği görülmektedir. Bunu sırayla %51,8 oranıyla Girne ve %40,5 ile Lefkoşa takip etmektedir.

Tablo 8: 2014 Yılında Şehirlere Göre Doluluk Oranları

Şehir	Doluluk Oranı %
Gazimağusa	60,0
Girne	51,8
Lefkoşa	40,5
İskele	30,9
Güzelyurt	7,2

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

2014 itibarıyla tesis sayısı olarak bakıldığında ise Girne mevcut 91 oteli ve KKTC genelinde %61,9'luk 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: 2014 Yılında Şehirlere Göre Otel Sayıları

Şehir	Tesis Sayısı	Pay %	Yatak Sayısı	Pay %
Girne	91	62,0	13.227	66,6
İskele	37	25,1	4.107	20,7
Gazimağusa	10	6,8	1.576	7,9
Lefkoşa	5	3,4	843	4,2
Güzelyurt	4	2,7	126	0,6
Toplam	147	100	19.857	100

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Aşağıdaki tabloda 2014 itibarıyla KKTC'deki toplam mevcut oteller özelliklerine göre sıralanmaktadır. Buna göre bölgede en çok 30 adet ile bungalov evler, 18 adet ile 1 yıldızlı oteller, 17 adet ile pansiyonlar ve 17 adet ile 5 yıldızlı oteller tercih edilmektedir. En yüksek yatak kapasitesine sahip 5 yıldızlı oteller toplam 10.318 yatak sayısı ile turizm yerleşim ihtiyacının %52,0'lık bölümünü karşılamaktadır.

Tablo 10: 2014 Yılında Özelliklerine Göre Otel Sayıları

Özellikler	Tesis Sayısı	Pay %	Yatak Sayısı	Pay %
5 yıldızlı otel	17	11,56	10.318	51,96
4 yıldızlı otel	4	2,72	1.346	6,78
3 yıldızlı otel	10	6,80	1.798	9,05
2 yıldızlı otel	18	12,24	1.368	6,89
1 yıldızlı otel	18	12,24	663	3,34
Özel sertifikalı oteller	1	0,68	34	0,17
Butik Oteller	5	3,40	486	2,45
2. sınıf tatil köyleri	5	3,40	862	4,34
Bungalov evler	30	20,41	1.661	8,36
Apart Oteller	2	1,36	96	0,48
Yöresel Ev	3	2,04	96	0,48
Pansiyonlar	17	11,56	218	1,10
Kapalı Olan Tesisler	1	0,68	108	0,54
Diğer	16	10,88	803	4,04
Toplam	147	100	19.857	100

(Kaynak: KKTC Turizm, Çevre ve Kültür Bakanlığı)

Rusya’da Turizm

2014 yılı itibarıyla yaklaşık 143,8 milyon nüfusa sahip olan Rusya’nın seyahat ve turizm sektörü yaklaşık 140,9 milyar ABD doları büyüklüğü ile GSYH’sının %6,1’ini oluşturmaktadır. Seyahat ve turizm sektörünün GSYH’ye olan katkısında ülkeyi ziyaret eden turist sayısı büyük önem taşımaktadır. 2014 yılında yaklaşık 28,1 milyon turist çeken ülkenin turizm ihracatı 19,1 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. 2015 yılında turist sayısının %2,7 azalacağı ve 27,4 milyon olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir. Bununla birlikte, 2025 yılı itibarıyla turist sayısının 52,2 milyon ve turizm ihracatının ise 30 milyar ABD doları seviyelerine ulaşacağı tahmin edilmektedir. 2014 yılı itibarıyla toplam turizm hasılatı 143,5 milyar ABD doları olan sektörün 2015’te %6,3 küçüleceği ve sonraki yıllarda her yıl ortalama %3,0 artarak 2025’te 143,4 milyar ABD dolarına ulaşacağı öngörülmektedir. Ancak Ukrayna ve Türkiye ile yaşanan politik gerilimlerin 2015 verilerine olumsuz etki yapması beklenmektedir.

Rusya Turizm Endüstrisi Birliği tahminlerine göre, Rusya’nın para birimi olan Ruble’de özellikle Dolar’a karşı yaşanan sert düşüş ile birlikte, 2015 yılının ilk 9 ayında gelen turist sayısı 2014’ün aynı dönemine göre %13 oranında artış göstermiştir. Aynı tahminlere göre, Çinli turistler %22,9’luk oranla Rusya’yı ziyaret edenlerin başında gelirken, Amerikalı ve Türk turistler ise sırasıyla %12,6’lık ve %4,6’lık oranlarla en çok ziyaret eden 2. ve 3. grubu oluşturmuştur. Aynı tahminlere göre, Ruble’deki değer kaybı ile birlikte Rusya’dan turist akışı geçen senin aynı dönemine göre %31,4 oranında düşmüştür. Ekonomik gelişmelerin dışında, Rusya’nın Ukrayna ve Türkiye ile yaşadığı politik kriz ve terörist saldırılara hedef olan Mısır rotalı Rus uçağının düşürülmesi sonucunda alınan Mısır’a uçuş yasağı kararının hem Rusya’ya gelen turist sayısını hem de Rusya’dan turist akışını oldukça olumsuz yönde etkilemesi beklenmektedir.

Bununla birlikte, Rusya’nın Türkiye’ye karşı aldığı yaptırım kararları kapsamında olan Türkiye vatandaşlarına uygulanacak vize zorunluluğunun da özellikle Türk turistlerin sayısını oldukça düşüreceği öngörülmektedir. Rusya’ya gelen turist sayısındaki artışın ana kaynaklarından olan Türk turistlerin Rusya’ya seyahat etme oranlarının 2015 yılının ilk 9 ayında geçtiğimiz döneme göre %15,6 oranında artmış olması da getirilen vize uygulamasının olası etkilerini ve yaratacağı potansiyel düşüşü gözler önüne sermektedir.

Rusya’da yaşanan ekonomik kriz etkisini tur satışı yapan tur operatörlerinde de göstermektedir. Rusya Tur Operatörleri Birliği verilerine göre, kriz öncesi yurt dışı tur satışı yapan 2.050 tur şirketi varken, bu sayı Aralık 2015 itibarıyla 650’ye düşmüştür. Bu rakamın düşüşündeki en önemli neden olarak Ruble’deki değer kaybına paralel olarak Rus turistlerin gelirlerinin azalması olarak gösterilmektedir. Sayıları azalan tur şirketlerine getirilen Mısır ve Türkiye’ye olan tur satışlarını engelleyen kısıtlamalar ise sektörü daha da zor duruma düşürmektedir. Rusya Tur Operatörleri Birliği tahminlerine göre, en iyi senaryoda tur operatörlerinin sayısının 500’e düşmesi, en kötü senaryoda ise bu sayının 300’e kadar düşmesi

beklenmektedir.

2013 yılında 8,3 milyar ABD doları değerinde turizm alanında yatırım yapılmış olup, bu değer 2014 yılı için 10,3 milyar ABD dolarına yükselmiştir. 2025 yılına kadar ise her yıl ortalama %3,6 büyüme göstererek yatırım değerinin 12,1 milyar ABD dolarına ulaşması beklenmektedir. Ayrıca FIFA 2018 Dünya Kupası'nın Rusya'da yapılacak olması da ilerleyen yıllarda bölgeye yapılacak yatırımların artacağına bir göstergesidir. Firma'nın proje geliştirdiği Moskova ve Kaliningrad, Dünya Kupası maçlarının oynanacağı şehirler arasındadır. Rusya haritası, firmanın faaliyet gösterdiği şehirler 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.



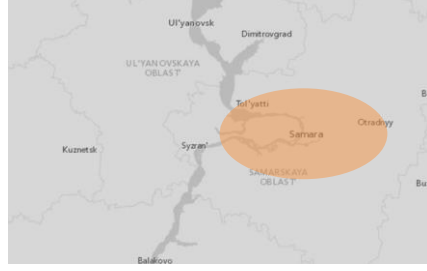
Kaliningrad önemli bir transfer merkezidir. Şehir, Khrabrovo Havaalanı'na 24 km mesafede bulunmakta olup, birçok şehre demiryolu ulaşımı ile kolay ulaşım olanağı sunmakta, demiryolu ile Rusya, Litvanya, Polonya ve Berlin'e bağlanmaktadır. Kaliningrad'da nehir limanı ve deniz limanı yer almaktadır.

Doğal güzelliklerinin yanı sıra endüstriyel anlamda da ön plana çıkan bölgede metalurji 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.



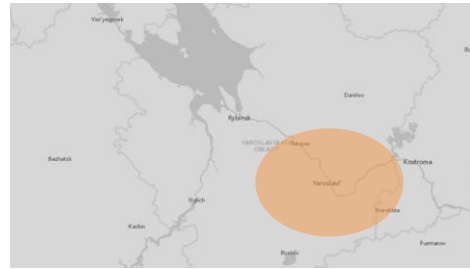
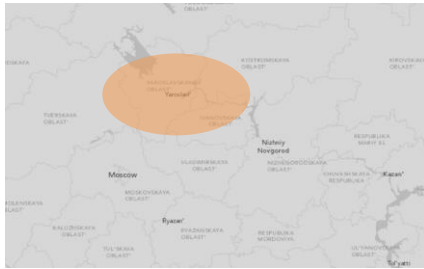
Samara, gelir ve sanayi hacmi bakımından ilk on Rus şehri arasındadır. Samara, otomobil, enerji, metal işleme ve petrokimya, kimyasallar, inşaat malzemeleri, uzay araçları, motor ve kablolar gibi pek çok endüstriyel yelpazede üretimdedir. Bölge ayrıca zengin petrol ve doğalgaz yataklarına sahiptir.

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 inşası 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 2015 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, 2014 yılında küresel GSYH'den %9,8 oranında pay alarak 7,6 trilyon ABD dolarını aşan büyüklüğe ulaşmıştır. Sektörün 2025 yılına kadar yıllık ortalama %3,8 artış göstererek, 11,4 trilyon ABD doları büyüklüğe ulaşacağı öngörülmektedir.

Ülkeler bazında turizm sektöründe 2014 hasılası ve 2025 hasıla öngörülerine bakıldığında ilk 10 ülke aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.

Tablo 12: 2014 Yılında En Yüksek Turizm Hasılasına Sahip Ülkeler ve Hasıla Öngörüler (Milyar \$)

	Ülke	2014	Ülke	2025
1	Amerika	1.402	Amerika	2.025
2	Çin	943	Çin	1.850
3	Almanya	343	İngiltere	436
4	Japonya	343	Almanya	419
5	İngiltere	310	Japonya	414
6	Fransa	255	Fransa	328
7	İtalya	217	Meksika	302
8	İspanya	214	Brezilya	275
9	Brezilya	209	İspanya	274
10	Meksika	189	Hindistan	272

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

2014 yılında turizm sektöründe toplam hasılat 7,6 trilyon ABD doları olup, bu rakamda en büyük payı %18'lik oran ile Amerika almıştır. Amerika'yı %12 ile Çin, %5 ile Almanya ve Japonya takip etmiştir. 2025 yılında ise sıralamada bazı değişiklikler beklenmekte olup, sektördeki büyümenin Asya-Pasifik bölgesinde yoğunlaşması ve birinci sıradaki Amerika ile Çin'in arasının kapanması öngörülmektedir.

2025 yılında turizm hasıla beklentilerine bakıldığında, global turizm sektörünün yıllık ortalama %3,8'lik bir artışla 11,4 trilyon ABD doları gelir sağlayacağı öngörülmektedir.

Rusya’da turizm ve seyahat sektöru hasılları ise 2014 senesinde 152 milyar ABD doları olup, 2024 yılına kadar yıllık ortalama %3,3 büyüyerek 210 milyar ABD dolarına ulaşması öngörülmektedir.

Tablo 13: Turizm ve Seyahat Sektöru Hasılları

Milyar \$	2014	2025T	Ortalama Yıllık Büyüme %
Dünya	7.581	11.382	3,9 %
Rusya	152	210	3,3%

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

2014 yılında turizm sektörüne toplam yatırımların %4,3’ü oranında 814 milyar ABD Doları yatırım yapılmıştır. Bu rakamın önümüzdeki 10 yıllık süreçte yıllık ortalama %4,6 artış göstereceği ve 2025 yılında 1,34 trilyon ABD doları seviyesine yükselerek toplam yatırımlar içindeki payının %4,9 seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.

Firma

Genel Bilgiler

Kuruluş ve Mevcut Durum

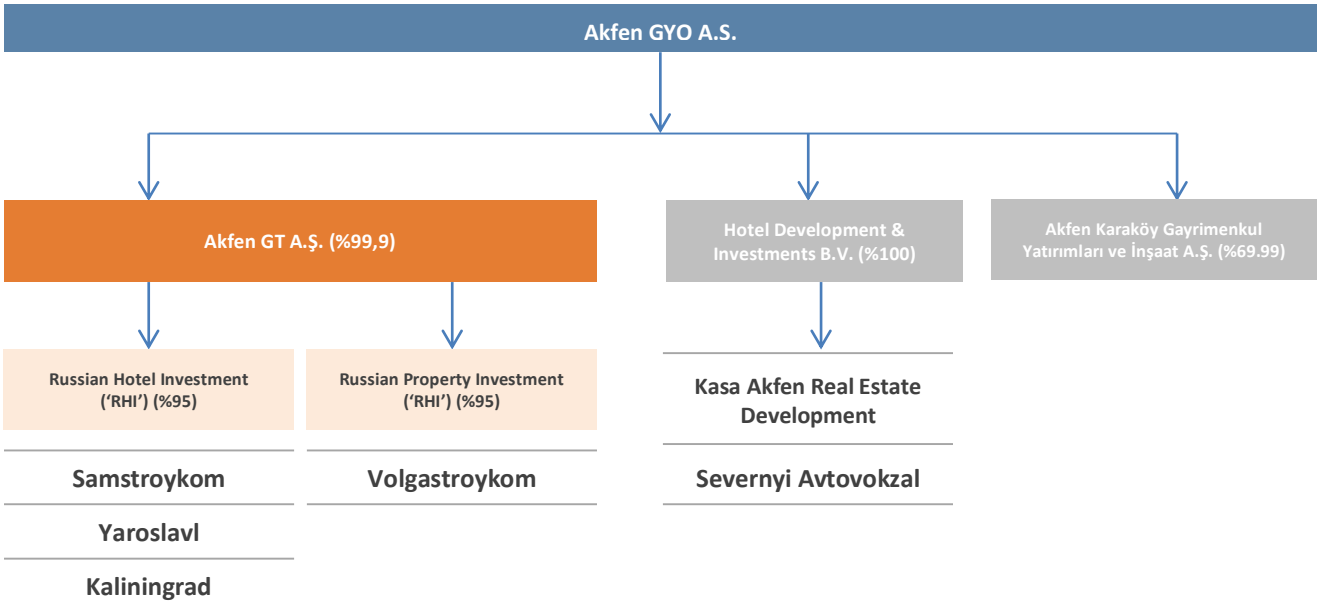
Akfen GT'nin ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı yapmak, geliştirmek, işletmek, işletmektir. 04 Ağustos 1999 tarihinde T-T Turizm İnşaat Tarım Besicilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla kurulan Firmanın unvanı 27 Eylül 2006 itibarıyla Akfen Gayrimenkul Ticaret ve İnşaat A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 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 2015 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 2015 Tarihi İtibariyle Şirketin Pay Dağılımı

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

(Kaynak: Akfen GT)

Bağlı Ortaklıklar

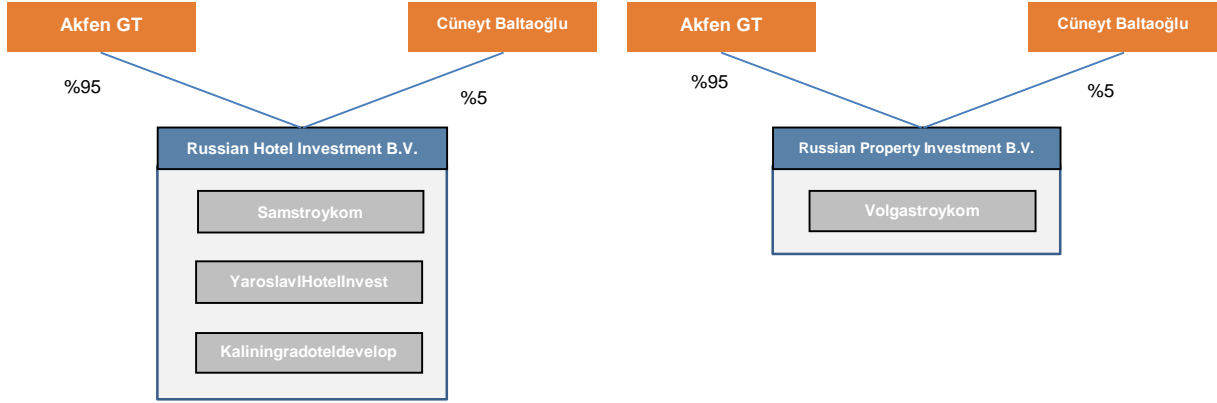
Akfen GT'nin Hollanda'da kurulan iki bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Bunlardan biri Russian Hotel Investment B.V. ("RHI"), diğeri Russian Property Investment B.V. ("RPI")'dir.

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.

Kıracı 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 2013-2014 ve 2015 yıl sonu 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	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Dönen Varlıklar	9,946,323	10,270,480	32,247,644
Nakit ve nakit benzerleri	7,294,493	7,008,403	15,166,587
Ticari alacaklar	823,954	2,485,868	3,269,846
Diğer alacaklar	12,697	624,910	13,315,569
Diğer dönen varlıklar	1,815,180	151,299	495,642
Duran Varlıklar	159,376,418	132,631,248	137,994,503
Diğer alacaklar	3,304,994	3,500,863	5,329,030
Finansal Yatırımlar	0	60	108
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	0	0	0
Yat. amaçlı gayrim. ve yap. olan yat. amaçlı gayrim.	154,237,806	127,536,029	130,560,857
Maddi duran varlıklar	21,067	1,907	4,398
Diğer duran varlıklar	1,812,551	1,592,388	2,100,110
Aktif Toplamı	169,322,741	142,901,728	170,242,147
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,491,341	8,948,402	4,723,815
Finansal borçlar	6,081,189	7,029,210	3,985,789
Ticari borçlar	1,162,842	839,670	78,550
Diğer borçlar	205,829	1,075,713	654,913
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	41,480	3,809	4,563
Uzun Vadeli Yükümlülükler	55,178,250	45,319,737	71,919,306
Finansal borçlar	43,179,429	36,501,154	59,093,832
Ertelenen vergi yükümlülüğü	11,998,821	8,818,583	12,825,474
Özkaynaklar	106,653,151	88,633,589	93,599,027
Ödenmiş sermaye	40,351,644	41,174,118	34,925,624
Sermaye düzeltme farkları	0	-90,035	-79,923
Ortak kontrol altında işletme birleşmeleri etkisi	-191,386	-199,101	-176,738
Yabancı para çevrim farkları	-9,576,686	-28,826,659	-35,076,649
Geçmiş yıllar karları / (zararları)	64,052,074	73,950,155	65,191,474
Net dönem karı	9,898,081	-8,758,681	18,382,366
Azımlık payları	2,119,424	11,383,792	10,432,873
Pasif Toplamı	169,322,741	142,901,728	170,242,147

(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

	2013	2014	2015
EURO/TL (Dönem Sonu Kur)	2.9344	2,8207	3.1776

(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

	2013	2014	2015
EURO/TL (Ortalama Kur)	2,5254	2,9042	3,0183

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

Akfen GT'nin 2015 yıl sonu itibarıyla aktif toplamı 169,5 milyon Euro'dur. Aktif toplamının %76,7'sini 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 Dönen ve Duran Varlıklar altında öne çıkan "Diğer Alacaklar" hesabı, büyük ölçüde devreden KDV'den oluşmaktadır. Ticari alacaklar ise Rusya'daki operasyonel otellerin kira alacaklarından oluşmaktadır.

Firma bilançosunun 2015 yıl sonu itibarıyla pasifi incelendiğinde yaklaşık %42,2'sinin, uzun vadeli yükümlülüklerin oluşturduğu görülmektedir. Uzun vadeli finansal borçlar, pasiflerin %34,7'sini 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, Kaliningrad Ibis ve Samara Ofis kullanılan uzun vadeli Rusya kredilerinin Credit Europe Bank'den temin edilen Euro krediler olup, bu krediler için ortalama %6,4 oranında faiz ödenmektedir. Vade, Rusya varlıkları için 28 Temmuz 2025'dir. Firma, KKTC özelinde 6 Kasım 2015'te Fibabanka'dan 29,5 milyon Euro ve Credit Europe Bank'ten 500 bin Euro kredi kullanmış olup, 30 Temmuz 2025'de geri ödemesi sona erecek olan söz konusu kredilerin ortalama faiz oranı %6,4'tür.

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 EUR	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Satış Gelirleri	7,231,813	9,303,899	9,429,400
Satışların Maliyeti	-468,169	-281,399	-353,110
Brüt Kar	6,763,644	9,022,500	9,076,290
Genel yönetim giderleri	-1,065,068	-371,298	-574,842
Yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artışı, net	0	0	0
Yapılmakta olan yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artışı	0	0	0
Diğer gelirler	17,522,375	22,483	21,175,420
Diğer faaliyet giderleri	-977,898	-3,873,544	-25,328
Faaliyet Karı	22,243,054	4,800,140	29,651,539
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların zararlarındaki paylar	0	0	0
Finansal gelirler	10,371,822	3,447,571	5,556,627
Finansal giderler	-19,030,824	-20,735,636	-13,202,692
Vergi Öncesi Kar	13,584,053	-12,487,925	22,005,474
- Ertelenen vergi geliri / (gideri)	-3,844,966	2,868,575	-4,987,780
Net Dönem Karı	9,739,086	-9,619,350	17,017,694
<i>Kontrol gücü olmayan paylar</i>	<i>-158,995</i>	<i>-860,669</i>	<i>-1,364,672</i>

(Kaynak: Akfen GT)

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

*Geleceğe Yönelik
Beklentiler ve
Değerleme*

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 göre, ilk olarak Firmanın gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı + amortisman) ile, vergi ödemelerinden ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Yıllar itibarıyla elde edileceği öngörülen nakit yaratımları, belirli bir oran üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmaktadır. İndirgeme oranı olarak kullanılan oranlar, özkaynak ve borçlanma maliyetlerinin ağırlıklandırılmış ortalamasını ifade eden ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir (Weighted Average Cost of Capital). Bunun sonucunda hesaplanan değer, finansal borçlar hariç değeri ifade eden firma değeri ve aktif değeri olarak da ifade edilen Girişim Değeri'dir (Enterprise Value). Girişim Değerinden mevcut ise net finansal borçlar (finansal borçlar – hazır değerler) ve gerekli ise kıdem ve ihbar tazminatlarının çıkartılması, varsa bağlı ortaklarının ya da operasyonel olmayan diğer varlıkların eklenmesi suretiyle hedeflenen Özsermaye Değeri'ne (Equity Value) ulaşılmaktadır.

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.

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

- **Yatırım Varsayımları**

Kira sözleşmelerine göre, otel içerisinde yapılması gereken temel yenileme yatırımları kiracılar tarafından karşılanacaktır. Söz konusu yatırımların kiracılar tarafından yapılacağı varsayımıyla, projeksiyon dönemi boyunca yıllık satışların %0,85'ine tekabül edecek şekilde cüzi bir yenileme yatırımı öngörülmüştür. 2016 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. Yatırım indirimi projeksiyonlarında 2013 ve tahmini 2014 yılı kalan yatırım indirimi hesaplanarak 2015 yılı 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	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Otel ve Casino Kira Gelirleri	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	5,565,382
Otel ile İlgili Giderler	(64,598)	(66,213)	(67,868)	(69,565)	(71,304)	(73,087)	(74,914)	(76,787)	(78,706)	(80,674)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	4,699,256	4,698,057	4,791,830	4,887,474	4,985,027	5,084,527	5,186,012	5,289,524	5,395,100	5,502,784
Vergi	-	-	-	-	(515,000)	(965,090)	(988,939)	(1,013,264)	(1,038,075)	(1,063,380)
Yatırımlar	(40,375)	(40,375)	(41,183)	(42,006)	(42,846)	(43,703)	(44,577)	(45,469)	(46,378)	(47,306)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	4,658,881	4,657,682	4,750,647	4,845,468	4,427,181	4,075,734	4,152,496	4,230,791	4,310,648	4,392,098
İndirgeme Oranı (WACC)	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Kıbrıs - Euro	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Otel ve Casino Kira Gelirleri	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	6,784,170
Otel ile İlgili Giderler	(82,691)	(84,758)	(86,877)	(89,049)	(91,275)	(93,557)	(95,896)	(98,293)	(100,751)	(103,270)
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	5,612,618	5,724,643	5,838,903	5,955,445	6,074,312	6,195,551	6,319,210	6,445,337	6,573,982	6,705,193
Vergi	(1,089,191)	(1,115,517)	(1,142,368)	(1,169,756)	(1,197,689)	(1,226,181)	(1,255,640)	(1,285,180)	(1,314,707)	(1,344,334)
Yatırımlar	(48,252)	(49,217)	(50,201)	(51,205)	(52,229)	(53,274)	(54,339)	(55,426)	(56,535)	(57,665)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	4,475,175	4,559,909	4,646,334	4,734,484	4,824,393	4,916,097	4,614,231	4,907,331	4,996,040	5,099,584
İndirgeme Oranı (WACC)	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Kıbrıs - Euro	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Otel ve Casino Kira Gelirleri	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	8,269,865
Otel ile İlgili Giderler	(105,851)	(108,498)	(111,210)	(113,990)	(116,840)	(119,761)	(122,755)	(125,824)	(128,969)	132,194
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	6,839,024	6,975,525	7,114,751	7,256,755	7,401,594	7,549,323	7,700,001	7,853,686	8,010,438	8,170,319
Vergi	(1,579,394)	(1,611,472)	(1,644,190)	(1,677,561)	(1,711,598)	(1,746,314)	(1,781,724)	(1,817,840)	(1,854,676)	(1,892,248)
Yatırımlar	(58,819)	(59,995)	(61,195)	(62,419)	(63,667)	(64,941)	(66,239)	(67,564)	(68,916)	(70,294)
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	5,200,811	5,304,058	5,409,366	5,516,776	5,626,329	5,738,068	5,852,038	5,968,282	6,086,846	6,207,777
İndirgeme Oranı (WACC)	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Kıbrıs - Euro	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052			
Otel ve Casino Kira Gelirleri	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	135,499	138,886	142,358	145,917	149,565	153,304	92,130			
Kıbrıs & Merkez Konsolide FVAÖK (Zarar)	8,333,391	8,499,718	8,669,364	8,842,396	9,018,882	9,198,890	5,505,215			
Vergi	(1,930,570)	(1,969,657)	(2,009,524)	(2,050,186)	(2,091,661)	(2,133,963)	(1,291,820)			
Yatırımlar	(71,700)	(73,134)	(74,596)	(76,088)	(77,610)	(79,162)	(47,341)			
Kıbrıs & Merkez Nakit Akım	6,331,121	6,456,927	6,585,244	6,716,121	6,849,611	6,985,766	4,166,054			
İndirgeme Oranı (WACC)	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%			

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.

Tablo 23: Doluluk Oranları

Doluluk Oranı	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	50%	52%	53%	55%	60%	65%	70%	73%	76%	80%
Yaroslavl IBIS	58%	60%	62%	63%	65%	70%	75%	77%	80%	82%
Kaliningrad IBIS	70%	72%	74%	75%	76%	78%	80%	80%	80%	82%

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	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	204	40	41	42	44	45	48	52	55	60	62
Yaroslavl IBIS	177	40	42	43	44	45	50	53	57	60	65
Kaliningrad IBIS	167	40	41	42	43	47	52	55	60	62	65

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

Yaroslavl projesinde ayrıca kiralanabilecek dükkanların bulunması sebebiyle dükkan kira geliri öngörülmüştür. Toplam 400 m² net kiralanabilir dükkanların 2016 yılında yaklaşık 25.000 Euro bedelle kiralanacağı ve ilerleyen yıllarda %2 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 2016 yılı için doluluk oranının %90 olacağı öngörülmektedir. 2016 yılı sonrası yıllık ortalama doluluk oranının ise %95'e çıkacağı ve ilerleyen yıllarda da yıllık ortalama %5 kira kaybı olacağı varsayılmıştır. Ofis ortalama metrekare birim kiralama bedelinin 2016 yılında aylık 10,5 Euro olacağı, 2020 yılında kiranın 12 Euro ve 2025 yılında ise birim kiranın 14,6 Euro olacağı varsayılmıştır.

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, Samara Ibis ve Yaroslavl Ibis için brüt kar marjının 2016 yılında %40 oranında olacağı, bu oranın 2020'de %46'ya çıkacağı, 2025'de ise %51 olacağı kabul edilmiştir. Kaliningrad Ibis içinse brüt kar marjının 2016'da %40 oranında olacağı, 2020'de %47'ye çıkacağı, 2025'de ise %65'e erişeceği varsayılmıştır.

Tablo 25: Ortalama Brüt Kar Marjı

Brüt Faaliyet Kar Marjı %	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	40%	41%	42%	43%	46%	48%	49%	51%	51%	51%
Yaroslavl IBIS	40%	40%	40%	44%	46%	48%	48%	50%	51%	51%
Kaliningrad IBIS	40%	41%	42%	43%	47%	52%	55%	60%	62%	65%

(Kaynak: Akfen GT.)

Yıllar itibarıyla gerçekleşmesi beklenen gelirler üzerinden demirbaş ve teçhizatlar için yıllar itibarıyla kullanılmak üzere %4 oranında rezerv biriktirmektedir. 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.

Düzeltilmiş brüt kar tutarları, yukarıdaki varsayımlarla Samara Ibis ve Yaroslavl için 2024 yılına kadar, Kaliningrad Ibis içinse 2021 yılına kadar, Firma'nın Accor ile yapmış olduğu sözleşmesine istinaden, minimum garanti tutarlarının altında kaldığından düzeltilmiş brüt kar tutarı söz konusu periodda Samara Ibis için 1,4 milyon Euro, Yaroslavl Ibis için 1,2 milyon Euro, Kaliningrad Ibis için 1,0 milyon Euro olacak şekilde alınmıştır.

- **Gider Varsayımları**

Proje bazında giderler, bakım onarım giderleri, sigorta giderleri, emlak vergisi ve arazi kiralardan oluşmaktadır. Yıllar itibarıyla tüm projeler için yenileme giderinin otel toplam gelirlerinin %3,5'i oranında oluşacağı kabul edilmiştir.

Samara Ibis Otel için sigorta giderlerinin 2016 yılında 22.500 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 emlak vergisinin ödenmeyeceği, bu istisnanın 2019 yılında biterek 114.000 Euro olacağı, 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 2016 yılında 5.080 Euro

olarak ödeneceği ve ve yıllar itibari ile Euro bazında sabit kalacağı varsayılmıştır. Samara Ibis Otel'in, kurumlar vergisini 2016 yılında 106 bin Euro olmak üzere, faaliyet karının %20'si oranında ödeyeceği öngörülmüştür.

Yaroslavl Ibis Otel için sigorta bedelinin 2016 yılında 19.800 Euro olacağı, daha sonraki yıllarda Euro bazında bir artış göstermeyeceği kabul edilmiştir. Emlak vergisi bedelinin 2016 yılında 147.200 Euro olacağı ve yıllar itibari ile %4 oranında azalarak devam edeceği varsayılmıştır. Arazi vergisi bedelinin 2016 yılında 18.500 Euro olarak ödeneceği ve daha sonraki yıllarda bir artış göstermeyeceği kabul edilmiştir. Yaroslavl Ibis Otel'in, kurumlar vergisini 2016 yılında 96 bin Euro olmak üzere, yıllar itibarıyla faaliyet karının %20'si oranında ödeyeceği öngörülmüştür.

Kaliningrad Ibis Otel için bina sigorta bedelinin 2016 yılında 15.000 Euro olacağı, daha sonraki yıllarda Euro bazında bir artış göstermeyeceği kabul edilmiştir. Emlak vergisi bedelinin 2018 yılı Nisan ayına kadar istisna olması nedeniyle 2018'e kadar ödenmeyeceği, bu istisnanın 2018 yılında biterek söz konusu yılda yıllık 57.000 Euro olacağı ve yıllar itibari ile %4 oranında azalarak devam edeceği öngörülmüştür. Arazi vergisi bedelinin 2016 yılında 4.400 Euro olarak ödeneceği ve ve yıllar itibarıyla Euro bazında sabit kalacağı varsayılmıştır. Ayrıca edinilen bilgiye göre, otelin arsası için 2016 yılında (2 aylık) 1.000 Euro kira ödeneceği, 2016 yılı Mart ayında otelin arsasının 50.000 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 2019 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 kiracılar tarafından ödeneceği, kiralanan alanların ortak alan katılım payının mal sahibi tarafından ödeceği varsayılmıştır. Samara Ofis projesi için yenileme giderinin kira gelirinin %2'si olacağı öngörülmüştür. Samara Ofis için sigorta giderlerinin 2016 yılında 11.500 Euro olacağı, yıllar itibari bu bedelin euro bazında sabit kalacağı kabul edilmiştir. Emlak vergisi bedelinin 2020 yılında 6.525 Euro olacağı, yıllar itibari ile binanın yıpranması ile yıllık %4 oranında azalarak devam edeceği düşünülmektedir. Samara Ofis arazi vergisi bedelinin 2016 yılında 2.392 Euro olarak ödeneceği ve yıllar itibari bu bedelin euro bazında sabit kalacağı kabul edilmiştir. Samara Ofis'in, geçmiş yıl zararlarından dolayı ötelenen kurumlar vergisini 2018 yılında 87 bin Euro olmak üzere, 2019 yılından itibaren faaliyet karının %20'si oranında ödeyeceği öngörülmüştür.

Şehir bazındaki otel projelerinin giderleri haricinde, Firmanın öngörülmesi doğrultusunda Akfen GT için de genel yönetim giderleri hesaplanmış ve projelerin nakit akımlarına dahil edilmiştir.

- **Amortisman Varsayımları**

Demirbaş ve teçhizatlar için sabit kıymet itfa süresi 5 yıl olup, diğer sabit kıymet yatırımları için öngörülen ortalama süre 30 yıldır.

- **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. Kaliningrad projesinde 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	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	1,928,310	2,045,744	2,170,330	2,302,503	2,604,396	3,008,164	3,509,524	3,871,082	4,408,592	4,782,209
Yaroslavl IBIS	1,889,033	2,051,881	2,170,759	2,257,069	2,381,647	2,849,834	3,236,597	3,573,692	3,908,344	4,339,890
Kaliningrad IBIS	2,147,554	2,264,135	2,383,785	2,473,522	2,739,665	3,119,408	3,374,727	3,681,521	3,804,238	4,088,022
Samara Office	593,958	605,271	662,611	686,706	722,848	758,991	795,133	831,275	855,370	879,465
Toplam Net Satışlar	6,558,854	6,967,031	7,387,485	7,719,799	8,448,556	9,736,396	10,915,982	11,957,570	12,976,544	14,089,586
Satışların Maliyeti - Euro	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	1,147,441	1,216,704	1,258,955	1,301,839	1,399,241	1,572,030	1,782,538	1,880,977	2,148,347	2,323,697
Yaroslavl IBIS	1,128,341	1,225,612	1,296,620	1,274,904	1,297,638	1,495,447	1,698,400	1,804,176	1,925,596	2,138,214
Kaliningrad IBIS	1,193,765	1,256,851	1,260,754	1,355,723	1,556,360	1,678,083	1,830,636	1,891,657	2,032,769	-
Samara Office	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam Satışların Maliyeti	3,469,548	3,699,167	3,816,328	3,932,466	4,253,240	4,745,560	5,311,575	5,576,809	6,106,713	4,461,911
Brüt Kar	3,089,306	3,267,864	3,571,156	3,787,333	4,195,316	4,990,837	5,604,407	6,380,761	6,869,832	9,627,675
Accor Payı Sonrası Brüt Kar	4,103,258	4,115,046	4,172,870	4,197,459	4,234,106	4,303,983	4,425,529	4,559,478	4,772,607	5,151,822
Otel & Ofis ile İlgili Giderler	(564,568)	(577,718)	(627,204)	(761,766)	(787,991)	(827,802)	(864,281)	(896,321)	(926,049)	(959,468)
FVAÖK- Euro	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samara IBIS	1,221,066	1,216,955	1,212,595	1,099,669	1,093,435	1,083,461	1,069,906	1,061,084	1,120,019	1,236,758
Yaroslavl IBIS	928,330	928,699	930,393	933,021	934,114	922,993	914,541	907,656	976,203	1,103,994
Kaliningrad IBIS	830,963	824,376	784,088	765,064	757,828	779,754	857,613	945,987	982,368	1,064,108
Samara Office	444,917	453,883	505,177	524,526	547,325	576,560	605,773	635,016	654,555	674,081
Toplam FVAÖK	3,425,276	3,423,914	3,432,253	3,322,280	3,332,701	3,362,768	3,447,834	3,549,743	3,733,144	4,078,940
Vergi	(189,308)	(242,379)	(374,402)	(331,989)	(341,903)	(345,724)	(354,951)	(366,496)	(399,538)	(460,523)
Yatırım harcamaları	(50)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nakit Akım	3,235,918	3,181,536	3,057,851	2,990,290	2,990,798	3,017,044	3,092,882	3,183,248	3,333,606	3,618,417
İndirgeme Oranı (WACC)	8.3%	8.3%	7.8%	7.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%

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: 31.12.2015 Tarihi İtibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri Özet Tablosu

Euro (000)		Değer	Finansal Borçlar (-)	Hazır Değerler (+)	Özsermaye Değeri
Akfen GT Merkez	KKTC & Merkez Değeri	67,401	30,000	15,030	52,431
	Bafra'da Arsa	3,234	-	-	3,234
RHI (95%)	Samara IBIS	20,703	24,890	125	31,801
	Yaroslav IBIS	17,850			
	Kaliningrad IBIS	18,014			
RPI (95%)	Samara Office	10,825	6,175	0	4,650
Akfen GT Şirket Değeri		138,027	Akfen GT Özsermaye Değeri		92,117

Firmanın nakit akımlarının yıllar itibarıyla ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenmesi sonucunda 31 Aralık 2015 itibarı ile firma değeri **138,027 milyon Euro** olarak hesaplanmaktadır.

Firmanın 31 Aralık 2015 itibarıyla hesaplanan firma değerinden net finansal borç tutarının çıkarılması hazır değerlerin eklenmesi neticesinde özsermaye değeri **92,117 milyon Euro (292,711 milyon TL⁴)** olarak hesaplanmaktadır.

⁴ 31 Aralık 2015 tarihli T.C.M.B.'nin Euro/TL alış kuru (3.1776) 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, ilerleyen senelerde %60 borç –%40 özsermaye ile seyredeceği öngörülmüştür.

Firmanın borçlanma maliyetinin mevcut piyasa şartları ve Firmanın borçlanma faizi dikkate alınarak %6,38 düzeyinde olacağı öngörülmüştür. 1 Nisan 2023 vadeli Eurobond getiri faizi %3,33 düzeyi projeksiyon dönemi boyunca sabit alınmıştır. Formülde t ile ifade edilen Kurumlar Vergisi oranı %23,5'dir. Vergi etkisi dahil edildiğinde borçlanma maliyeti %4,88 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 piyasa koşullar göz önüne alınarak 0.85 hedef levered beta kullanılmış, ilerleyen senelerde firmanın borçluluk yapısı değişmediği için sabit alınmıştır. R_f olarak 1 Nisan 2023 vadeli Eurobond getiri faizi %3,33 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 finansman ihtiyacı dikkate alınarak ilerleyen senelerde %60 borç-%40 özsermaye düzeyinde gerçekleşeceği hesaplanmaktadır.

Firmanın borçlanma maliyeti olarak, mevcut piyasa şartlarında Firma'nın Rusya projelerinin finansmanında kullandığı büyük montanlı 2023 vadeli CEB kredilerinde katlandığı maliyet, proje başına alınan kredi ve faiz oranları ile ağırlandırılarak %6,38 öngörülmüştür. Yıllar itibarıyla bu oran sabit tutulmuştur. Formülde t ile ifade edilen Kurumlar Vergisi oranı %20'dir. Vergi etkisi dahil edildiğinde borçlanma maliyeti %5,10 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 %4,14 kullanılmış olup, yıllar projeksiyon dönemi boyunca Rusya ekonomisinin toparlanacağı öngörüsü ile R_f 'in ortalama getiri oranı kademeli olarak düşürülerek %3,5 olarak kullanılmıştır.

CAPM Modeli'nin piyasa risk primi olarak ifade edilen $(R_m - R_f)$ bileşeni 2016 ve 2017 için %8,9 alınmış olup, ilerleyen yıllarda bu oranın kademeli olarak düşeceği öngörülerek %6,4 olarak kabul edilmiştir. Rusya için levered beta 1,00 olarak alınmıştır.