

**AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE
İNŞAAT A.Ş.**

Firma Değerleme Raporu



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

26 Ekim 2011

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 itibariyle 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

1. Giriş ve Kapsam	3
2.1 Turizm Sektörü.....	7
2.1.1 Dünyada Turizm Sektörü	7
2.1.2 Türkiye’de Turizm Sektörü	8
2.1.3 İstanbul’da Turizm Sektörü.....	12
3. Genel Bilgiler	16
3.1 Kuruluş ve Mevcut Durum.....	16
3.2 Sermaye Yapısı.....	16
3.3 Finansal Duran Varlıklar	16
3.4 Finansal Tablolar	17
4. Değerleme	20
4.1. Kapsam ve Metodoloji	20
4.2. Değerleme Sonucu	21

1. Giriş ve Kapsam

1.Giriş

Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Akfen GYO”), bağlı ortaklıklarından olan Karaköy Gayrimenkul Yatırımları ve İnşaat A.Ş. (“Akfen Karaköy”, “Firma”)’nin, Firma değerini belirlemek amacıyla değerlendirme danışmanlığı almak için Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.’ne (“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 firmasının yeni kurulması ve halihazırda faaliyetinin olmaması 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 değeri”nden 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 TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından 30.09.2011 tarihinde değerleme raporu hazırlanmıştır.

Firmanın Net Aktif Değer yöntemine göre değeri bulunurken, TSKB Gayrimenkul Değerleme'nin ilgili raporunda belirlenen değere göre Yapılmakta Olan Yatırımlar kalemi tarafımızca revize edilmiş ve buna göre Akfen Karaköy'ün 30 Haziran 2011 tarihli bilançosunda revize edilmiş aktiflerden, pasiflerinde bulunan tüm borç ve borç karşılıkları düşülmüştür.

Çalışmada baz alınan ve Akfen Karaköy'den temin edilen mali tablolar KPMG tarafından hazırlanmıştır

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.

2.Sektör

2.1 Turizm Sektörü

2.1.1 Dünyada Turizm Sektörü

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

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

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

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

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

Raporda dünya üzerinde toplam GSMH rakamları üzerinden hesaplanan turizm ve seyahat hasılasının yıllık ortalama % 4,1 büyüyerek 2021 yılında 11.964 milyar Amerikan doları seviyesine gelmesi öngörülmektedir. Ülkeler bazından

turizm ve seyahat sektöründen gelen hasıla bakımından başı çeken ilk 10 ülkeye baktığımızda A.B.D açık ara liderken, A.B.D.'yi sırasıyla Çin, Japonya, Fransa, İspanya, Brezilya, Avustralya, İtalya, Birleşik Krallık, Almanya takip etmektedir.

2.1.2 Türkiye’de Turizm Sektörü

Türkiye 1980 yılı itibariyle turizm sektörüne yapmış olduğu yatırımlar ve turizm faaliyetleri neticesinde 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 7. sıraya, turizm geliri bakımından da 10. sıraya yükselmiştir. Son on yıl içerisinde Türkiye’yi ziyaret eden yabancı ziyaretçi sayının gelişimi aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2.1: Türkiye’yi Ziyaret Eden Yabancı Turist Sayısı

Yıllar	Ziyaretçi Sayısı(Kişi)
2001	11.276.532
2002	12.921.981
2003	13.701.418
2004	17.202.996
2005	20.522.621
2006	19.275.948
2007	23.017.081
2008	26.431.124
2009	27.347.977
2010	28.510.852
2010-6	6.889.507
2011-6	7.543.617

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Rakamlara incelendiğinde, 2009 yılında 27,3 milyon kişi seviyesindeki Türkiye’yi ziyaret eden yabancı ziyaretçi sayısı, 2010 yılında %4,3 seviyesinde artarak 28,5 milyon kişi seviyesine yükselmiştir. Bu artış devam ederek, 2011 yılı Ocak-Haziran döneminde Türkiye’yi ziyaret eden yabancı sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %8.6 artış göstererek 7,5 milyon üzerinde olmuştur.

Türkiye’ye gelen yabancı ziyaretçilerin ülkere göre dağılımına bakıldığında ise, Almanya %15,3 pay ile birinci sırada yer alırken, Rusya %10,9 pay ile ikinci sırada, İngiltere %9,3 pay ile üçüncü sırada yer almaktadır. Türkiye’ye gelen

yabancı ziyaretçilerin %54'ü OECD ülkeleri ziyaretçilerinden oluşmaktadır.
(Kaynak: Türkiye Turizm ve Kültür Bakanlığı, 2010)

Tüm bu gelişmelerin yanında, ziyaretçi sayısındaki artışa rağmen yabancı ziyaretçilerin kişi başına gerçekleştirdiği harcamalarda 2008 yılından bu yana azalma söz konusudur. Global krizin harcamaya etkisinin yanı sıra, kurlardaki artış da – özellikle 2011 yılı ilk yarısında- TL cinsi yapılan harcamalar göz önüne alındığında ortalama kişi başı harcamanın düşük hesaplanmasında etkindir. Buna karşın turist sayısındaki artışa paralel turizm gelirlerinde genel anlamda artış görülmektedir. Son on yıl içindeki ziyaretçi sayıları ve turizm gelirleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 2.2: 2001-2011/6 yılları arasında Türkiye'ye gelen ziyaretçi sayısı ve turizm gelirleri

Yıllar	YABANCI			YERLİ			TOPLAM		
	Gelir (Milyon \$)	Ziyaretçi Sayısı (Bin Kişi)	Ortalama Harcama (\$)	Gelir (Milyon \$)	Ziyaretçi Sayısı (Bin Kişi)	Ortalama Harcama (\$)	Gelir (Milyon \$)	Ziyaretçi Sayısı (Bin Kişi)	Ortalama Harcama (\$)
2001	7.386	11.277	655	2.681	2.174	1.233	10.067	13.450	748
2002	9.01	12.922	697	2.891	2.293	1.261	11.901	15.215	782
2003	9.677	13.701	706	3.527	2.601	1.356	13.203	16.302	810
2004	12.124	17.203	705	3.764	3.06	1.23	15.888	20.263	784
2005	13.929	20.523	679	4.224	3.602	1.173	18.154	24.125	752
2006	12.557	19.276	651	4.294	3.873	1.109	16.851	23.149	728
2007	13.99	23.017	608	4.497	4.198	1.071	18.487	27.215	679
2008	16.802	26.431	636	5.149	4.549	1.132	21.951	30.980	709
2009	15.853	27.348	580	5.396	4.658	1.158	21.249	32.006	664
2010	15.577	28.511	546	5.229	4.517	1.158	20.807	33.028	630
2011/6	6.778	8.503	528	1.694	835	1061	8.472	13.736	575

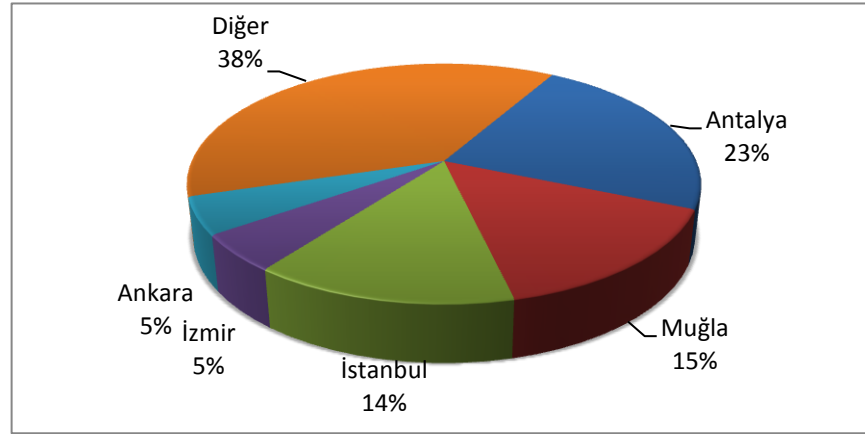
Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Ziyaretçi sayısındaki belirgin artışın etkisi, Türkiye'deki tesis sayısının son on yıl içerisindeki artışına da yansımıştır. Turizm Bakanlığı'nca yatırım süreci devam etmekte olan yatırım belgeli ve faaliyette olan işletme belgeli oteller olmak üzere iki bölümde sınıflandırılan tesislerin sayılarına bakıldığında, 2001 yılında 1.998 adet seviyesindeki işletme belgeli tesis sayısı %30 oranında artarak 2009¹ yıl sonu itibarıyla 2.625 adet seviyesine yükselmiştir. Bu yatırımların şehirlere göre

¹ 2010 yılı verileri henüz açıklanmamıştır.

dağılımına bakıldığında ise, 2009 yıl sonu itibarıyla yatırım ve işletme belgeli olmak üzere toplam 3.379 adet seviyesindeki toplam tesis sayısının %50'sinden fazlası Antalya, Muğla ve İstanbul illerinde yer aldığı görülmektedir. Aşağıdaki grafikte 2009 yıl sonu itibarıyla tesis sayılarının iller bazında dağılımı gösterilmektedir

Grafik 2.1: 2009 Yıl Sonu İtibarıyla Tesis Sayılarının İller Bazında Dağılımı



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Türkiye genelindeki mevcut tesislerin 2001-2009 yılları arasındaki doluluk oranları aşağıdaki tabloda verilmiştir. Bu dönemde en yüksek doluluk oranına %52,4 ile 2005 yılında ulaşılırken, 2009 yılında Türkiye'deki tesislerin doluluk oranı %48,9 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2.3: 2001-2009 yılları arası Türkiye genelinde tesislerin doluluk oranı

YILLAR	DOLULUK ORANI(%)		
	YABANCI	YERLİ	TOPLAM
2001	32,82	12,80	45,62
2002	36,04	12,65	48,68
2003	33,56	13,33	46,90
2004	36,57	13,50	50,07
2005	39,22	13,16	52,38
2006	32,35	14,91	47,26
2007	36,68	14,43	51,12
2008	37,71	13,80	51,51
2009	35,38	13,52	48,90

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Beklentiler

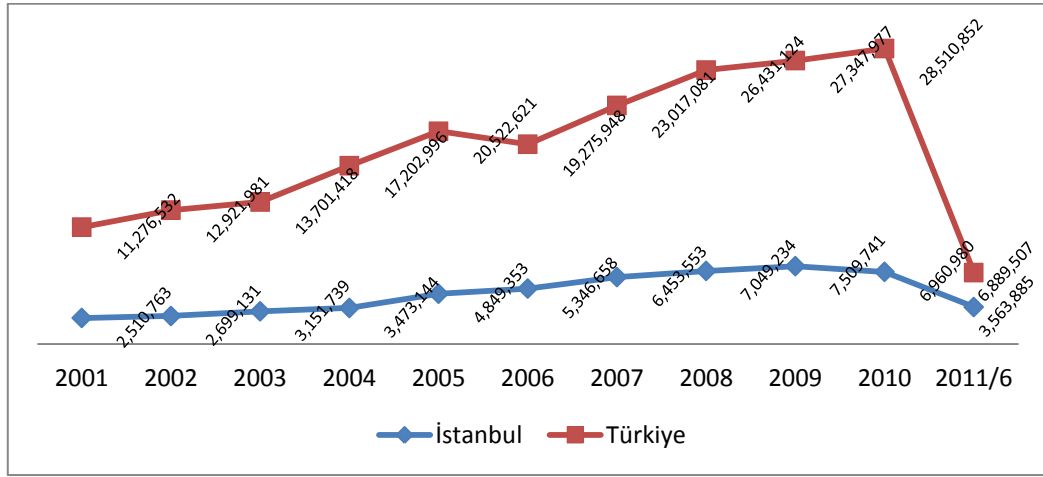
Türkiye’de turizm sektöründeki fiyat kalite oranı ve herşey dahil sisteminin uygulanışı sayesinde, İspanya, Portekiz ve Yunanistan gibi ülkelerin ekonomik sıkıntılar sebebiyle fiyat indirimlerinden Türkiye’nin turizm gelirlerinin olumsuz etkilenmediği gözlenmekte ve etkilememeye devam etmesi beklenmektedir. Tunus ve Mısır gibi ülkelerdeki siyasi koşulların da Türkiye turizmine olumlu etki yapması öngörülmektedir.

Bu koşullar da dikkate alındığında, 2011 yılında Türkiye’yi ziyaret edecek yabancı ziyaretçi sayısının 30 milyon civarında, toplam turizm gelirin ise 25 milyar dolar civarında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir

2.1.3 İstanbul'da Turizm Sektörü

Türkiye turizm verilerinde son yıllarda yaşanan olumlu gelişmenin etkisi İstanbul turizminde de gözlenmektedir. Atatürk ve Sabiha Gökçen Havalimanları ile Haydarpaşa, Pendik ve Karaköy limanlarından alınan verilere göre; 2011 yılı ilk 6 ayında İstanbul'a gelen yabancı turist sayısının bir önceki yılın aynı dönemine göre %15 civarında artmıştır. Aşağıdaki tabloda Türkiye geneli ve İstanbul'daki turist sayısının 2009 yılından bu yana karşılaştırılması verilmektedir.

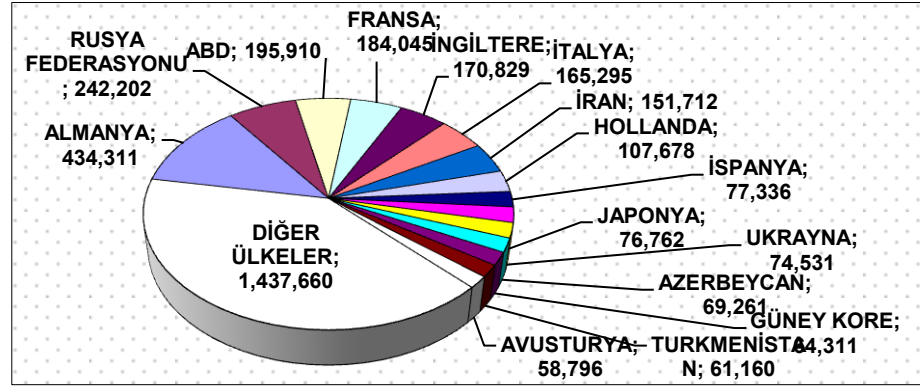
Grafik 2.2: Son 10 yıl İstanbul'a gelen yabancı sayıları eğrisi



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

2011'in ilk yarısında İstanbul'a gelen yabancı turistlerin milliyetlerine göre dağılımına bakıldığında, en çok ziyaret edenler sırasıyla; Almanlar (%12,4), Ruslar (%6,2), Amerikalılar (%5,4), Fransızlar (%5,3), İtalyanlar (%4,6), İranlılar (%4,3), Hollandalılar (%3,0), İspanyollar (%2,2), Japonlar (%2,2), Ukraynalılar (%2,1), Azerbaycanlılar (%1,9), Güney Koreliler (%1,8), Türkmenler (%1,7), Avusturyalılar (%1,6), Diğer ülkeler (%40,2) şeklindedir.

Grafik 2.3: Türkiye'ye gelen turistlerin Milliyetlere göre dağılımı



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

“Diğer ülkeler”in altında ilk sıralarda ise Suudi Arabistan, Lübnan, Cezayir, Ürdün , Fas, Mısır gibi Ortadoğu ve Kuzey Afrika ülkeleri yer almaktadır. 2011 yılında bu ülkelerden gelen turist sayılarında bir önceki yıla göre belirgin bir artış söz konusudur. Özellikle Türk televizyon programlarının bu ülkelerde yarattığı ilgi İstanbul turizmine yansımış ve turist kompozisyonunda değişiklik yaratmıştır.

İstanbul’da konaklama tesislerinin yapısına bakıldığında, İşletme Belgeli 67.440, belediye belgeli 44.945 yatak olmak üzere toplamda 112.385 yataktır.

Tablo 2.4 : Kültür ve Turizm Bakanlığı “İşletme Belgeli” Tesis Sayısı

YERİ	Avrupa	Anadolu	Avrupa	Anadolu	Avrupa	Anadolu	TOPLAM
TÜRÜ	Tesis Sayısı		Oda Sayısı		Yatak Sayısı		Yatak S.
Özel Tesis	73	8	2545	216	5068	438	5506
Butik Otel	7	3	378	79	772	162	934
Beş Yıldızlı Otel	38	6	10496	1675	21532	3344	24876
Dört Yıldızlı Otel	78	2	8727	140	17515	275	17790
Üç Yıldızlı Otel	75	14	4592	859	8928	1676	10604
İki Yıldızlı Otel	57	8	2072	281	3949	543	4492
Tek Yıldızlı Otel	10	1	340	23	634	43	677
Apart Otel	2	1	21	36	56	72	128
Golf Tesisleri	2		755		2322		2322
Pansiyon	2	1	14	10	28	19	47
Motel	1		32		64		64
	345	44	29972	3319	60868	6572	67440

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Ayrıca, Kültür ve Turizm Bakanlığı'ndan yatırım belgesi almış ve İstanbul'da inşası devam eden tesislerin toplam yatak kapasitesi 31.489 adettir.

Karaköy- Salıpaazarı Bölgesi

Novotel projesinin gerçekleşeceği Karaköy bölgesi incelendiğinde Salıpaazarı Limanı çekici bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Salıpaazarı'nın dördüncü defa özelleştirmeye açılacağı haberiyle yeniden gündeme gelmesi, bölgede gayrimenkul alım-satımında yeniden bir hareketlenme yaşanmasına sebep olmuştur. Bölge kentin merkezinde olması nedeniyle, atıl kalmış bir bölge olmasına rağmen dönüşüm sürecinin başarılı olacağı öngörülmektedir.

Karaköy konumu itibariyle İstanbul'un tarihi ve kültürel dokusuna yakın bir lokasyon olup, turistlerin yoğun ilgi gösterdikleri turistik noktalara kolayca ulaşım imkanı bulunmaktadır. Ayrıca kruvaziyer gemilerin yanaştığı bölge olmasıyla son dönemde oldukça hareketli bir bölge haline gelmiştir. Salıpaazarı limanının özelleştirilmesinin 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, Akfen'in Karaköy'deki otel projesini oldukça değerli kılmaktadır.

3.Firma

3. Genel Bilgiler

3.1 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, kuruluş amacı doğrultusunda, 22 Haziran 2011 tarihinde devraldığı "İnşaat Yapım Şartlı Kiralama Sözleşmesi" uyarınca, Vakıflar Genel Müdürlüğüne ait Beyoğlu/İstanbul'da bulunan birbirine bitişik arsalar üzerinde bir turizm yatırımı öngörmektedir. Yapılacak yatırım projesi, 200 odadan oluşacak 5 yıldızlı bir tesis olup, bu tesisin uluslararası bir markaya sahip otel işletme şirketi tarafından işletilmesi planlanmaktadır.

3.2 Sermaye Yapısı

Firmanın ödenmiş sermayesi son durum itibariyle 1 milyon TL'dir. Ödenmiş sermayenin ortaklar arasındaki dağılımı aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.1: Akfen Karaköy Ortaklık ve Sermaye Yapısı

Ortaklar	Hisse Tutarı (YTL)	Ortaklık Payı (%)
Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	699.980	%69,98
Akfen Gayrimenkul Ticareti ve İnşaat A.Ş.	10	%0,01
Akfen Holding A.Ş.	10	%0,01
Keskin Global Yatırım Turizm İnşaat Ltd.Şti.	299.990	%29,99
Bilal Keskin	10	%0,01
Toplam	1.000.000	%100,00

Kaynak: Akfen Karaköy

3.3 Finansal Duran Varlıklar

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

3.4 Finansal Tablolar

31.05.2011 tarihinde kurulmuş olan Akfen Karaköy'ün 30 Haziran 2011 itibariyle bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3.2: Akfen Karaköy Bilanço

AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE İNŞAAT A.Ş. ÖZET BİLANÇOSU	
(TL)	30/06/2011
Hazır Değerler	718
Kasa	405
Banka	313
Gelecek Aylara Ait Giderler	1,562,136
Sonraki Döneme Devir Eden KDV	24,036
Diğer Alacaklar	63,010
Toplam Dönen Varlıklar	1,649,900
Maddi Duran Varlıklar (net)	78,000,000
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	78,000,000
Gelecek Yıllara Ait Giderler	11,422,847
Toplam Duran Varlıklar	89,422,847
AKTİF TOPLAMI	91,072,747
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,728
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,728
Ödenmiş Sermaye	1,000,000
Sermaye Avansları	12,290,173
Net Dönem Karı	77,776,846
Toplam Özsermaye	91,067,019
PASİF TOPLAMI	91,072,747

Firmanın aktiflerinde yer alan en önemli kalem olan “Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller” ile ilgili olarak sözleşme gereğince, 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 gerekmektedir.

Diğer büyük aktif kalemleri olan Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelecek Yıllara Ait Giderler Vakıflar Genel Müdürlüğü'ne yapılacak olan kira ödemelerini içermektedir.

Tablo 3.2: Akfen Karaköy Gelir Tablosu

AKFEN KARAKÖY GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE İNŞAAT A.Ş.	
ÖZET GELİR TABLOSU	
(TL)	30/06/2011
Diğer Gelirler	77.878.796
Hizmet Üretim Maliyeti	39.053
Brüt Satış Karı veya Zararı	77.839.743
Genel Yönetim Giderleri (net)	62.897
Vergi	-
Net Dönem Karı/Zararı	77.776.846

Şirket faaliyet geliri yaratmaya henüz başlamamış olup, Diğer Gelirler kaleminde gösterilen yaklaşık 77,9 milyon TL, “yatırım amaçlı gayrimenkuller net değer artışı”ndan kaynaklanmaktadır.

4. Değerleme

4. Değerleme

4.1. 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 30 Haziran 2011 tarihli bilançosu dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Firmanın 30 Haziran 2011 bilançosunda en önemli sabit kıymet kalemi olan Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller, TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin 30.09.2011 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.

4.2. Değerleme Sonucu

30 Haziran 2011 bilançosu ve 30.09.2011 tarihli ekspertiz raporuna göre Firmanın Net Aktif Değeri 102.706.206 TL olarak belirlenmektedir.

Tablo 4.1: 30.09.2011 İtibariyle Akfen Karaköy Net Aktif Değeri

(TL)		
+	Hazır Değerler	718
+	Gelecek Aylara Ait Giderler	1.562.136
+	Sonraki Döneme Devir Eden KDV	24.036
+	Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	89.639.187
+	Gelecek Yıllara Ait Giderler	11.422.847
+	Diğer Alacaklar	63.010
	Toplam Varlıklar	102.711.934
-	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.728
	Net Aktif Değer	102.706.206