

## Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü

# AKFEN GYO

## Pandemi Sonrası Hızlı Toparlanma Yolunda

**Kira getirili çeşitlendirilmiş varlık portföyü.** 2006 yılında Aksel Turizm Yatırımları AŞ'nin gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesi ile kurulan ve 2011 yılında halka arz edilen AKFEN GYO Türkiye ve Rusya'da ACCOR otelleri başta olmak üzere geniş bir varlık portföyüne sahiptir. Şirketin otel varlık portföyü 19 Accor oteli, Kıbrıs Merit Park Otel ve Bodrum Loft Resort'tan oluşmaktadır. Turizm sektörlerindeki varlık portföyüne ek olarak şirket Kredi ve Yurtlar Kurumu ile yapmış olduğu uzun dönemli anlaşmalar ile öğrenci yurtları işletmeciliği alanında da faaliyet göstermeye başlamıştır. Bunun yanı sıra şirketin hali hazırda İstanbul Söğütözü metro istasyonunda Loft Market adlı bir ticari gayrimenkul projesi devam etmektedir. Ayrıca şirketin Rusya'nın Samara kentinde sahibi olduğu bir ofis varlığı da bulunmaktadır. Şirketin esas faaliyet gelirlerinin tümü kira gelirlerinden oluşmaktadır ve bunun yaklaşık %75'i doğrudan euro cinsinden ya da dolaylı olarak euro'ya bağlıdır.

**Zor geçen bir yıldan sonra dünyada ve Türkiye'de turizm toparlanmaya başladı.** 2020 yılında pandeminin neden olduğu kapanmalar ve alınan diğer önlemlerden dolayı dünya turist sayısında %90'a varan bir düşüş kaydedilmiştir. Türkiye'de buna paralel olarak yurtdışından gelen ziyaretçi sayısı bir önceki yıla göre %70 azalmıştır. Diğer yandan yurtiçi yerleşiklerin otel geceleme sayısındaki düşüş yıllık %30 ile daha sınırlı kalmıştır. Rusya'da ise dışarıdan gelen ziyaretçi sayısının turizm sektöründeki ağırlığının görece düşük olması, Rus vatandaşların başta Türkiye olmak üzere dışarıya seyahat edememesi ve hükümetin nakit tatil desteği vermesi ile 2020 yılında otellerde kalan sayısındaki düşüş %35 civarında kalmıştır. BM Dünya Turizm Örgütü pandemi sonrası dünya turizminin 2022-2023 döneminde hızla pandemi öncesi düzeylere çıkmasını beklemektedir. Gelişmiş ekonomilerde hanehalkı ve şirketlere sağlanan kamu mali destekleri ile tepe noktasına çıkan tasarruf oranlarının da desteğiyle alım gücü yüksek turistlerin özellikle Türkiye gibi gözde tatil yerlerindeki aktivitede hızlı bir toparlanmaya destek vereceğine inanmaktayız. Ayrıca iş seyahatlerinin de pandemi sonrası dönemde kademeli olarak toparlanarak otel doluluk oranlarına olumlu katkı sağlayacağını öngörüyoruz.

**Kira paylaşım oranındaki artış ve portföyündeki yeni varlıkların devreye girmesiyle AKFEN GYO'nun VAFÖK'ü hızla artacaktır.** Pandemi sürecinde kira gelirleri euro bazında yıllık %55 düşen şirketin 2021 sonunda 17 milyon euro kira gelirin'e ulaşarak 2019 yılında kaydedilen düzeyi geçmesini bekliyoruz. Bu artışın önemli nedenleri 1) pandemi sonrası turizmdeki toparlanmaya paralel otel doluluk oranlarının yükselmesi 2) ortalama oda satış ve diğer gelirlerdeki yükseliş, 3) Accor otelleri ile yapılan uzun dönemli gelir paylaşım oranının %75'den %95'e yükseltilmesi ve 4) gelir garantili Öğrenci Yurtları (Kütahya ve Isparta) ve Bodrum Loft Resort'un 2021 yılında gelir yaratmaya başlamasıdır. Şirket yönetiminin etkin maliyet yönetimi ve portföye yeni giren varlıkların ekstra yönetim gideri yaratmamasının yardımıyla şirketin 2021 yıl sonu düzeltilmiş VAFÖK'ünün (varlık değerlendirme kar/zarar hariç) bir önceki yıla göre yaklaşık 2.5 kat artarak 14 milyon euro'ya ulaşmasını bekliyoruz. Şirketin 2021-2025 döneminde ortalama yıllık %89 VAFÖK marjını rahatlıkla yakalayabileceğine inanmaktayız (2011-2019 arası ortalama %77).

**Azalan borçluluk ve artan VAFÖK ile şirket daha yüksek bir piyasa değerlemesini hak ediyor.** İndirgenmiş Nakit Akışı (INA) modelimize göre hesapladığımız 12 ay sonrasının adil piyasa değeri 187 mn euro düzeyinde olup, şirket varlıklarının Kapitalizasyon Oranının euro cinsinden 2021-2025 döneminde ortalama yıllık %6 düzeyinde olacağını tahmin etmekteyiz. Finansal modelimize ve şirketin içinde bulunduğu sektörün olumlu dinamiklerine dayanarak AKFEN GYO hisseleri için 6.24 TL hedef fiyat (12 ay sonrasının) ve 60% hedef getiri ile AL tavsiyesi veriyoruz.

### AKFEN GYO

(eur mn)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Toplam Kira Gelirleri	17	17	8	17	23	24	26	28
Düzeltilmiş VAFÖK*	14	14	5	14	21	22	24	25
Portföy Değeri	339	355	290	350	355	360	365	370
Net Finansal Borçlar	229	221	209	129	122	117	107	96
Net Aktif Değeri	110	134	81	221	233	243	258	274
Portföy Kira Getiri Oranı (%)**	5.0	4.9	2.4	5.2	6.4	6.8	7.3	7.6
Varlık Kapitalizasyon Oranı (%)**	4.1	3.9	1.9	4.0	5.8	6.2	6.5	6.9

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

\*Portföy varlık yeniden değerlendirme kazançları hariç

\*\*Euro cinsinden

## AL

Fiyat: TL3.91

Hedef Fiyat: TL6.25

### Şirket Bilgileri

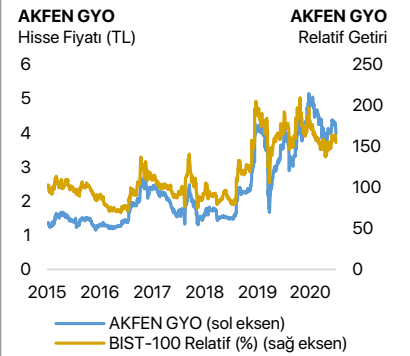
Hisse Kodu	AKFGY
Hisse Oneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	6.25
Hedef Getiri	60%
Hisse Fiyatı (TL)	3.91
52 hafta fiyat aralığı	2.9-5.16
Hisse Adedi (mn)	345
HAO	12.8%
Piyasa Değeri (TL mn)	1,348
Piyasa Değeri (eur mn)	131
Firma Değeri (TL mn)	3,114
Firma Değeri (eur mn)	326
Net Borç (TL mn)	1,767
Net Borç (eur mn)	181
3A OIH (USD mn)	0.54
3A OIH/HA Piyasa Değ. (%)	3.2%

### Değerleme Çarpanları

	21E	22E	23E
F/K (x)	4.01	2.86	3.93
PD/DD (x)	0.58	0.50	0.46
PD/NAV (x)	0.59	0.56	0.54
PD/VAFÖK (x)	9.4	6.3	5.9
Kapitalizasyon Oranı (%)	4.0	5.8	6.2

Kaynak: INFO Araştırma tahminleri

### Fiyat Performansı



### INFO Araştırma Ekibi

Araştırma: +90 (212) 700-2621  
research@infoyatirim.com.tr

Kurumsal Satış: +90 (212) 700-2622  
sales@infoyatirim.com.tr

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

Tablo 1. AKFEN GYO Finansal Özet ve Tahminler

**Gelir Tablosu**

(TL mn)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	98	482	65	160	242	274	309	344
Satışların Maliyeti	-14	-321	-9	-10	-12	-14	-15	-17
Brüt Kar/Zarar	84	161	56	150	230	260	294	327
Faaliyet Giderleri	-14	-12	-9	-15	-11	-12	-14	-15
Esas Faaliyet Kar/Zarar	71	149	47	135	219	248	280	312
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	420	194	266	500	443	277	294	312
Faaliyet Kar/Zararı	491	342	313	635	662	524	573	623
Finansman Giderleri	-331	-139	-524	-251	-149	-157	-128	-107
Diğer Gelirler	0	0	0	6	7	5	6	6
Vergi Öncesi Kar/Zarar	160	203	-211	390	519	373	451	523
Dönem Vergi Gideri	-57	-32	-29	-115	-112	-81	-88	-95
Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar	103	171	-240	275	408	291	363	428
Net Kar/Zarar	104	165	-240	275	408	291	363	428
VAFÖK	79	87	44	135	219	248	280	312
VAFÖK (eur mn)	14	14	5	14	21	22	24	25

**Bilanço**

(TL mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Dönen Varlıklar	183	71	38	49	92	120	135	149
Nakit ve Finansal Yatırımlar	7	33	14	20	29	18	20	22
Ticari Alacaklar	17	20	10	9	33	67	76	85
Stoklar	147	3	1	0	0	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	12	15	13	20	30	34	39	43
Duran Varlıklar	2,254	2,592	2,866	4,025	4,493	4,791	5,108	5,448
Maddi Duran Varlıklar	0	0	0	7	7	8	9	10
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	35	42	76	90	108	119	131	144
Diğer Duran Varlıklar	2,218	2,550	2,790	3,928	4,378	4,664	4,969	5,294
Toplam Varlıklar	2,437	2,663	2,904	4,074	4,585	4,910	5,243	5,597
Kısa Vadeli Yükümlülükler	259	189	528	272	302	331	359	392
Finansal Yükümlülükler	136	155	466	153	161	162	157	150
Ticari Borçlar	75	32	53	110	132	158	190	228
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	48	2	8	9	10	11	12	13
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,434	1,514	1,658	1,526	1,659	1,785	1,858	1,909
Finansal Yükümlülükler	1,253	1,349	1,451	1,270	1,332	1,329	1,276	1,201
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	131	165	207	256	328	456	582	708
Özkaynaklar	744	960	718	2,252	2,599	2,771	3,003	3,273
Ödenmiş Sermaye	184	184	184	900	900	900	900	900
Geri Alınmış Paylar	-6	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Geçmiş Yıl Kar/zararları	425	591	351	626	972	1,144	1,376	1,646
Yedek Akçeler	63	111	111	111	111	111	111	111
Toplam Yükümlülükler	2,437	2,663	2,904	4,074	4,584	4,911	5,243	5,596

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

Tablo 2. AKFEN GYO Finansal Analiz ve Önemli Göstergeler

<b>Finansal Analiz</b>									
	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	
<b>Marjlar</b>									
Brüt Kar Marjı	85.9	33.4	86.0	93.5	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0
Düzeltilmiş VAFÖK Marjı	80.1	79.5	71.2	84.1	90.5	90.5	90.5	90.5	90.5
<b>Karlılık</b>									
Portföy Kira Getirisi (eur cinsinden)	5.0	4.9	2.4	5.2	6.4	6.8	7.3	7.6	7.6
Varlık Kapitalizasyon Oranı (eur cinsinden)	4.1	3.9	1.9	4.0	5.8	6.2	6.5	6.9	6.9
<b>Kaldıraç</b>									
Net Borç/VAFÖK (x)	16.5	16.1	38.2	9.2	5.9	5.3	4.5	3.8	3.8
Net Borç/Özkaynaklar (x)	1.9	1.5	2.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
Net Borç/Portföy Değeri (x)	0.7	0.6	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>Seçilmiş Operasyonel Göstergeler</b>									
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2023E	2024E	
Toplam Otel Sayısı Türkiye ACCOR	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Toplam Otel Sayısı Rusya ACCOR	4	4	4	4	4	4	4	4	4
<b>Toplam ACCOR Otelleri</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>
Toplam Oda Sayısı Türkiye ACCOR	2,477	2,477	2,477	2,477	2,477	2,477	2,477	2,477	2,477
Toplam Oda Sayısı Rusya ACCOR	865	865	865	865	865	865	865	865	865
<b>Toplam ACCOR Otelleri</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>
Doluluk Oranı Türkiye ACCOR	67.1	69.7	33.1	50.0	66.5	68.5	70.0	71.5	71.5
Doluluk Oranı Rusya ACCOR	62.8	60.5	32.9	50.0	55.0	57.0	62.0	65.0	65.0
<b>Ortalama ACCOR Otelleri</b>	<b>66.4</b>	<b>68.9</b>	<b>33.0</b>	<b>48.7</b>	<b>62.6</b>	<b>64.6</b>	<b>67.1</b>	<b>68.9</b>	<b>68.9</b>
<b>Makroekonomik Tahminler</b>									
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2023E	2024E	
<b>Türkiye</b>									
GSYİH reel büyüme oranı (yıllık)	3.0	0.9	1.8	6.0	3.0	3.0	4.0	4.0	4.0
TÜFE (yıl sonu)	20.3	11.8	14.6	15.0	12.0	12.0	10.0	10.0	10.0
EURTRY (dönem sonu)	6.0	6.7	9.1	10.9	12.0	12.6	13.3	13.9	13.9
EURTRY (ortalama)	5.7	6.4	8.0	9.6	10.6	11.1	11.7	12.3	12.3
<b>Rusya</b>									
GSYİH reel büyüme oranı (yıllık)	2.8	2.0	-3.1	3.8	3.8	2.1	1.8	1.8	1.8
TÜFE (yıl sonu)	2.9	4.5	3.4	4.5	3.4	3.8	4.0	4.0	4.0
EURUB (ortalama)	75	73	83	92	96	101	106	111	111

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

## Değerleme

AKFEN GYO şirket hisselerini Firmaya Serbest Nakit Akımlarına dayalı İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönetimi ile değerlemekteyiz. Değerlemede şirketin portföyünde bulunan ancak mülkiyeti şirkete ait olmayan kiralık varlıkların değeri sözleşmede yer alan termin tarihleri göz önüne alınarak hesaplanmıştır. Mülkiyeti şirkete ait olan varlıklara ise açık tahmin aralığından sonra uç değerlendirme uygulanmıştır. Değerlemede kullandığımız ana varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- 1) Serbest Nakit akımları euro cinsinden hesaplanmıştır. Şirketin kira gelirlerinin yaklaşık %75'i doğrudan euro cinsinden ya da dolaylı olarak euro'ya bağlı olduğundan bu yöntemi seçiyoruz.
- 2) Uzun dönemli büyüme oranını euro cinsinden %2 varsayıyoruz.
- 3) Risksiz getiri oranı TC Hazine Bakanlığının 2041 vadeli USD cinsinden tahvilinin EUR eşlenik getirisidir.
- 4) Hissenin 2 yıllık Ortalama aylık betası 1.0 olarak tahmin edilmiştir.
- 5) Hisse senedi risk primi %7 olarak alınmıştır.

**Tablo 3. AKFEN GYO İndirgenmiş Nakit Akımları Değerlemesi**

(eur mn)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Esas Faaliyet Kar Zararı	13.9	13.7	5.5	14.0	20.6	22.2	23.9	25.4
- Vergiler	10.1	5.0	3.7	5.7	4.6	2.7	2.8	2.8
=Vergi Sonrası Net Esas Faaliyet Kar/Zararı	3.8	8.7	1.8	8.3	16.0	19.5	21.1	22.6
+Amortisman Giderleri	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
-Yatırım Giderleri	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
-Net İşletme Sermayesindeki Değişim	-12.2	10.5	6.2	-0.8	-6.1	-3.9	-1.3	-0.9
<b>=Firmaya Serbest Nakit Akımı</b>	<b>15.9</b>	<b>-1.9</b>	<b>-4.8</b>	<b>9.1</b>	<b>22.1</b>	<b>23.4</b>	<b>22.4</b>	<b>23.5</b>
İskonto Oranı				0.97	0.90	0.84	0.78	0.73
<b>(eur mn)</b>								
Kiralık ve Sahip Olunan Varlıklar için İNA (2021-2025)	83							
Kiralık Varlıklar için İNA (2026-2067)	207							
Sahip Olunan Varlıklar için Uç Değer İNA	61							
<b>Hedef Firma Değeri (FD)</b>	<b>351</b>							
+İştirakler	0							
-Net Borç (2021/3 dönemi)	181							
-Azınlık Payları	2							
<b>Adil Piyasa Değeri</b>	<b>167</b>							
<b>12A Sonrasının Adil Piyasa Değeri (eur mn)</b>	<b>187</b>							
<b>12 Ay Sonrasının Hedef Hisse Fiyatı (TL)</b>	<b>6.25</b>							
Kapanış Fiyat (TL)	3.91							
<b>Hedef Getiri (%)</b>	<b>60</b>							
<b>AOSM</b>								
Risksiz Getiri Oranı	4.8%							<< Türkiye Hazine 2041 USD Eurobond'nun EUR eşlenik getirisi
Beta	1.0							
Risk Primi	7.0%							
Özkaynak Maliyeti	11.8%							
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	4.5%							
Sermayelendirme Oranı	60%							
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	7.4%							
Uzun Dönemli Büyüme Oranı	2.1%							<< eur cinsinden
1y sonrasının EURTRY kur tahmini	11.5							

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

AKFEN GYO'nun güncel Piyasa Değeri/NAD çarpanının 0.60x ile BIST GYO endeksinde işlem gören 17 büyük GYO hissesinin medyan çarpanına göre %30 daha ucuz olduğunu da görüyoruz.

### BIST'de işlem gören GYO'ların doğrudan karşılaştırması oldukça zordur

Hali hazırda BIST'de 35 GYO işlem görmektedir. Piyasa değerine göre en büyük GYO\* Ziraat GYO iken, en küçüğü İdealist GYO'dur. Bununla beraber şirketlerin 2021/1Ç finansallarına göre açıkladıkları portföy değeri dikkate alındığında Emlak GYO'nun 16.9 milyar TL ile en büyük varlık portföyüne sahip olduğunu görüyoruz (**Tablo 4**). Ancak GYO'ların iş modelleri göz önüne alındığında portföy varlık büyüklüklerini doğrudan karşılaştırmanın yanıltıcı olduğu düşünmekteyiz. Portföy karşılaştırmalarında şirketlerin varlık portföylerinin ana belirleyici karakteristiklerine bakmak gerekmektedir. Örneğin Emlak GYO'nun varlık portföyünün en büyük kalemi elinde bulunan arsa stokudur. Toplam satışlarının büyük bölümü konut satışlarından oluşurken, kira gelirlerinin oranı ise %2'dir. Diğer uçta yer alan AKFEN GYO'nun toplam gelirlerinin tümünü ticari varlık (otel ve yurt) kira gelirlerinden elde etmektedir. Portföye varlık değerine göre ikinci sırada yer alan Torunlar GYO'da ise ticari varlıklardan elde edilen kira gelirleri toplam satışların %56'sına karşılık gelmektedir.

Bu bağlamda AKFEN GYO'nun NAD prim/iskonto oranını BIST GYO endeksindeki diğer şirketlerin rakamlarıyla karşılaştırırken yukarıdaki faktörlerin göz önüne alınması gerektiğine inanmaktayız. Dolayısı ile azalan borçluluk ve uzun dönemli sürdürülebilir VAFÖK artışı şirketin iskonto oranının bizim tahmin ettiğimiz düzeyde olmasını desteklemektedir.

\* BIST GYO endeksinin piyasa değerine göre en büyük GYO şirketi Başkent Doğalgaz Dağıtım GYO'dur. Şirketin endekse dahil edilmesine karşın iş modeli göz önüne alındığında endekste diğer şirketlerden çok farklı olmasından dolayı, şirketi GYO karşılaştırma analizimize dahil etmiyoruz.

**Grafik 1. MSCI EM Otel ve Restoran Endeksi**

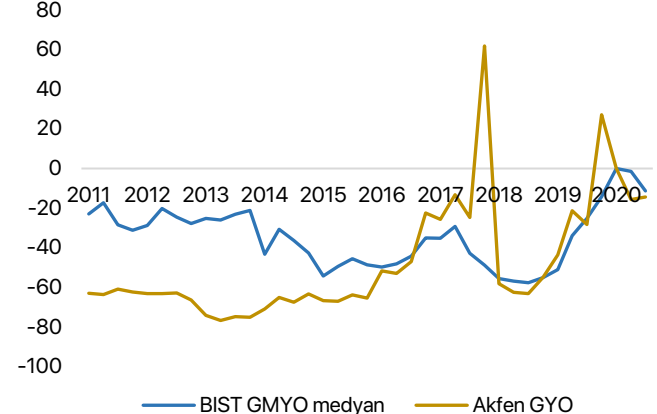
#### MSCI EM Otel ve Restoran Endeksi



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 2. BIST GYO NAD Prim/İskonto**

#### Raporlanan Net Aktif Değeri Prim/İskonto (%)



Kaynak: EquityRT, INFO Yatırım Tahminleri

Tablo 4. AKFEN GYO Karşılaştırmalı Değerleme Göstergeleri

	Hisse Kodu	2021/1Ç rakamları								2021/1Ç rakamları*			
		Piyasa Değeri (TL mn)	Özsermaye (TL mn)	Portföy Değeri (TL mn)	Net Aktif Değeri (TL mn)	NAD Prim/İskonto (%)	F/DD (x)	F/Portföy Değeri (x)	F/NAD (x)	Net Satışlar (TL mn)	Net Kar/Zarar (TL mn)	Net Borç (TL mn)	VAFÖK* (TL mn)
EMlak	EKGYO	7,182	14,764	16,993	14,048	-49	0.49	0.42	0.51	4,638	972	2,945	1,196
Torunlar	TRGYO	2,860	8,655	12,049	7,637	-63	0.33	0.24	0.37	1,026	284	4,412	1,301
Ziraat	ZRGYO	7,510	5,111	4,783	4,451	69	1.47	1.57	1.69	167	370	332	355
İş	ISGYO	1,812	4,135	4,264	3,262	-44	0.44	0.42	0.56	554	291	1,003	451
Akiş	AKSGY	1,441	3,636	5,278	2,972	-52	0.40	0.27	0.48	266	-591	2,306	145
Özak	OZKGY	1,412	3,583	1,860	2,103	-33	0.39	0.76	0.67	1,188	631	-244	721
Halk	HLGYO	2,489	2,935	3,332	2,836	-12	0.85	0.75	0.88	136	342	496	49
Reysaş	RYGYO	1,006	2,091	3,026	1,910	-47	0.48	0.33	0.53	272	426	1,116	697
Yeni Gimat	YGGYO	2,255	2,090	1,705	2,114	7	1.08	1.32	1.07	158	110	-409	113
Alarko	ALGYO	1,320	1,868	1,035	1,233	7	0.71	1.28	1.07	28	369	-197	369
Sinpaş	SNGYO	4,025	1,812	1,689	-2,459	-264	2.22	2.38	-1.64	1,923	1,358	4,149	2,593
Servet	SRVGY	4,397	1,794	1,194	2,065	113	2.45	3.68	2.13	1,333	903	-871	1,094
Vakıf	VKGYO	1,490	1,474	917	1,273	17	1.01	1.62	1.17	49	146	-356	82
Kiler	KLGYO	1,085	1,242	532	936	16	0.87	2.04	1.16	194	-1	-404	-8
Panora	PAGYO	529	918	913	917	-42	0.58	0.58	0.58	45	22	-3	23
Deniz	DZGYO	752	561	352	221	240	1.34	2.14	3.40	372	8	130	7
Doğuş	DGGYO	2,596	554	1,918	555	368	4.69	1.35	4.68	146	-371	1,363	-
<b>Median</b>						<b>-12</b>	<b>0.85</b>	<b>1.28</b>	<b>0.88</b>				
<b>Akfen GYO</b>	AKFGY	1,344	1,506	3,333	1,567	-14	<b>0.89</b>	<b>0.40</b>	<b>0.86</b>	70	-52	1,766	323

Kaynak: EquityRT, INFO Yatırım Tahminleri

\*Geçmiş 12 ay kümülatif

## Riskler

- 1) Covid varyantlarının tekrar vaka sayılarını artırıp zorunlu kapanmalara yol açması
- 2) Rusya ve Türkiye'de ekonomik toparlanmanın beklenenden yavaş olması
- 3) Yüksek tüketici kredi fazilerinin yurtiçi turizm harcamalarına baskı yapması

## Şirket Görünümü

2006 yılında Aksel Turizm Yatırımları AŞ'nin gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesi ile kurulan ve 2011 yılında halka arz edilen AKFEN GYO Türkiye ve Rusya'da ACCOR otelleri başta olmak üzere geniş bir varlık portföyüne sahiptir. Şirketin otel varlık portföyü 19 Accor oteli, Kıbrıs Merit Park Otel ve Bodrum Loft Resort'tan oluşmaktadır. (Tablo 6).

Turizm sektörlerindeki varlık portföyüne ek olarak şirket 2020 yılında Kredi ve Yurtlar Kurumu ile yapmış olduğu uzun dönemli anlaşmalar ile öğrenci yurtları işletmeciliği alanında da faaliyet göstermeye başlamıştır. Bunun yanı sıra şirketin hali hazırda İstanbul Söğütlüçeşme metro istasyonunda Loft Market adlı bir ticari gayrimenkul projesi devam etmektedir. Ayrıca şirketin Rusya'nın Samara kentinde sahibi olduğu bir ofis varlığı da bulunmaktadır.

Şirketin ana hissedarları %56.8 ve %30.4 paylarla Hamdi Akın ve Akfen Holding olmakla birlikte %12.9'u BIST borsasında işlem görmektedir (Tablo 5).

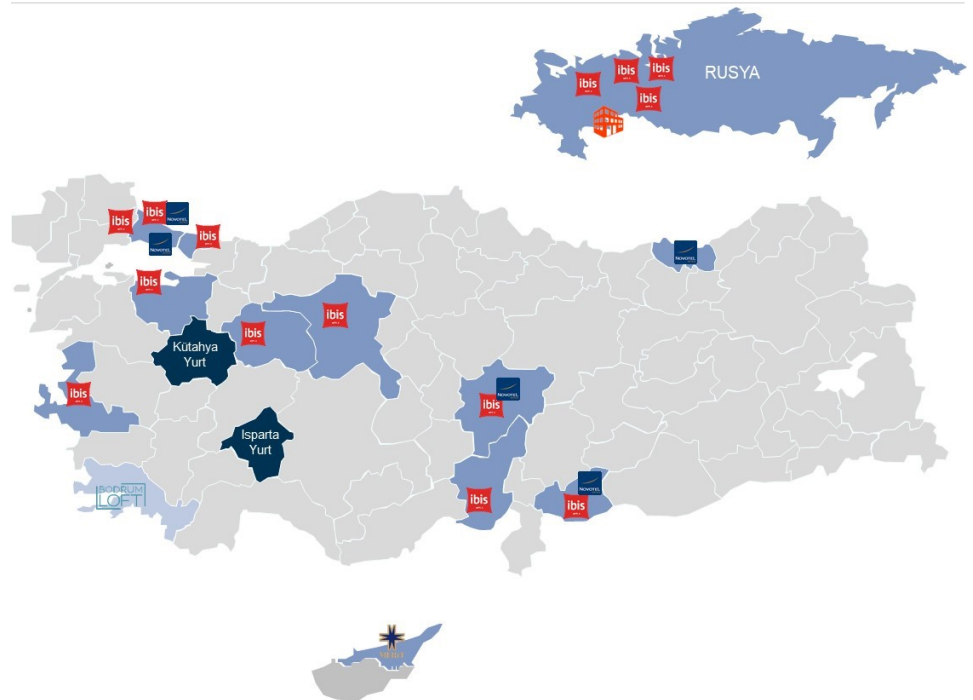
Tablo 5. AKFEN GYO Sahiplik Yapısı\*

Hissedar	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Oy Hakkı Oranı (%)
Hamdi Akın	195,718,267	56.8	56.8
Akfen Holding	104,654,831	30.4	30.4
Halka Açık	44,273,234	12.8	12.8
Toplam	344,646,332	100.0	100.0

Kaynak: KAP

\*02/07/2021 tarihi itibarıyla

Şekil 1. AKFEN GYO Varlıklarının Coğrafi Dağılımı



Kaynak: Şirket verileri

Tablo 6. AKFEN GYO Varlık Potföyü\*

Portföy	Kapasite	Faaliyete Başlama Tarihi	Sahiplik Durumu	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (eur mn)	Potföydeki Payı (%)
Novotel ve Ibis Hotel Zeytinburnu	208 / 228 oda	1 Mart 07	2067 (Kiralık)	291	30	9
Novotel Trabzon	200 oda	1 Ekim 08	2058 (Kiralık)	134	14	4
Novotel ve Ibis Hotel Gaziantep	92 / 177 oda	1 Ocak 10	2038 (Kiralık)	69	7	2
Novotel ve Ibis Hotel Kayseri	96 / 160 oda	1 Mart 10	2058 (Kiralık)	65	7	2
Novotel Karaköy	200 oda	1 Şubat 16	2058 (Kiralık)	474	49	14
Ibis Hotel Eskişehir	108 oda	1 Nisan 07	2029 (Kiralık)	13	1	0
Ibis Hotel Bursa	200 oda	1 Kasım 10	2040 (Kiralık)	48	5	1
Ibis Hotel Adana	165 oda	1 Eylül 12	Kendi mülkü	68	7	2
Ibis Hotel Esenyurt	156 oda	1 Ocak 13	Kendi mülkü	75	8	2
Ibis Hotel İzmir Alsancak	140 oda	1 Haziran 13	2059 (Kiralık)	67	7	2
Ibis Hotel Ankara Airport	147 oda	1 Eylül 14	Kendi mülkü	82	8	2
Ibis Hotel Tuzla	200 oda	1 Nisan 17	Kendi mülkü	95	10	3
<b>Türkiye ACCOR Otelleri</b>				<b>1,481</b>	<b>152</b>	<b>44</b>
Ibis Hotel Yaroslavl	177 oda	1 Eylül 11	Kendi mülkü	80	8	2
Ibis Hotel Samara	204 oda	1 Mart 12	Kendi mülkü	78	8	2
Ibis Hotel Kaliningrad	167 oda	1 Ağustos 13	Kendi mülkü	107	11	3
Ibis Hotel Moskova	317 oda	1 Temmuz 15	2059 (Kiralık)	279	29	8
<b>Rusya ACCOR Otelleri</b>				<b>544</b>	<b>56</b>	<b>16</b>
<b>Toplam ACCOR Otelleri</b>				<b>2,025</b>	<b>207</b>	<b>61</b>
Merit Park Hotel	286 oda	1 Nisan 07	2052 (Kiralık)	622	64	19
Samara Ofis	4637 m <sup>2</sup>	1 Mart 12	Kendi mülkü	57	6	2
Bodrum Loft	92 oda	1 Temmuz 20	2067 (Kiralık)	281	29	8
Isparta Öğrenci Yurdu	4.032 yatak	1 Aralık 18	2042 (Kiralık)	161	16	5
Kütahya Öğrenci Yurdu	3.032 yatak	1 Eylül 19	2045 (Kiralık)	121	12	4
<b>Diğer Varlıklar</b>				<b>1,242</b>	<b>127</b>	<b>37</b>
<b>Toplam Portföy</b>				<b>3,267</b>	<b>334</b>	<b>98</b>
Arsa Kiraları (UFRS-16)				65		2
<b>Toplam Portföy (UFRS-16 sonrası)</b>				<b>3,332</b>	<b>341</b>	<b>100</b>
<b>Kendi Mülkü</b>				<b>642</b>	<b>66</b>	
Portföydeki Payı				20%		
<b>Kiralık + Tahsisli</b>				<b>2,690</b>	<b>275</b>	
Portföydeki Payı				80%		

Kaynak: Şirket verileri

\*2021/1Ç finansallarında şirket tarafından yayınlanan veriler

### Geniş ve Çeşitlendirilmiş Varlık Potföyü

2007 yılında Zeytinburnu IBIS/Novotel, Eskişehir IBIS ve Kıbrıs Merit Otel yatırımları ile turizm sektöründeki yatırımlarına başlayan şirket Accor otelleri ile yapmış olduğu uzun dönemli işbirliği çerçevesinde 2017 sonunda Türkiye'de 11 IBIS, 4 Novotel ve Rusya'da 4 IBIS otel açarak toplam 3,342 yatak kapasitesine erişmiştir. Kıbrıs Merit Park ve Bodrum Loft otelleri de dahil edildiğinde şirketin toplam yatak kapasitesi 3,720 düzeyine çıkmaktadır.

Türkiye ACCOR otellerinin 7'si AKFEN GYO'nun mülkiyetinde olmakla birlikte geri kalan 8 otel uzun dönemli kiralık varlıklardır oluşmaktadır. Mülkiyeti kendisine ait olmayan varlıkların kira sürelerinin bitmesine ortalama 31 yıl vardır (**Tablo 6**).

Rusya ACCOR portföyündeki otellerin üçünün mülkü kendisine aitken, Moskova IBIS otel 2057 yılına kadar kiralanmıştır\*.

Diğer yandan Kıbrıs Merit Park Otel'in kira süresi 2052 yılına, Bodrum Loft Resort'un turizm tahsis süresi 2067 yılına kadar sözleşmeye bağlanmıştır.

AKFEN GYO 2020 yılında Kredi ve Yurtlar kurumu ile işletme sözleşmesi imzalayarak Isparta ve Kütahya'da toplam 7,064 yatak kapasiteli iki yurt işletmeye başlamıştır. İşletme süreleri sırasıyla 2042 ve 2045 olarak belirlenmiş olup, şirkete yatak doluluk garantisi verilmiştir.

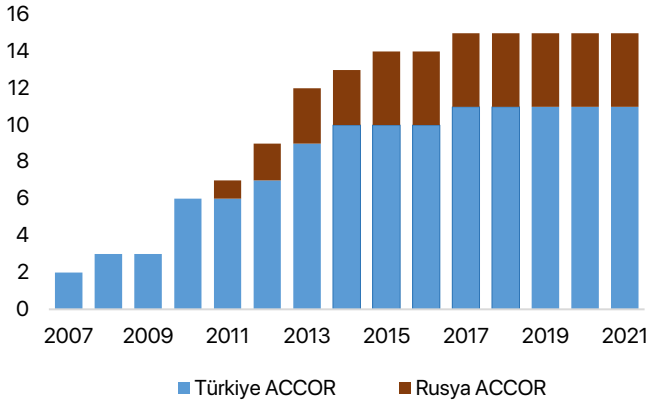
Bunlara ek olarak Rusya Samara'da şirketin sahip olduğu IBIS otelinin içinde yer alan bir ofis varlığı vardır.

\*Moskova IBIS arsasının varlığının satın alma opsiyonu vardır.



Grafik 3.

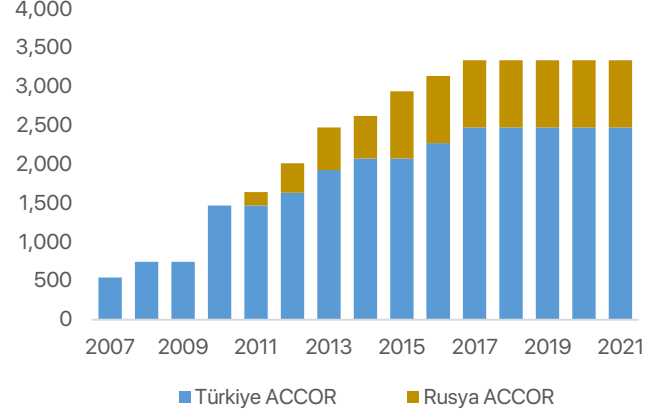
## AKFEN GYO Toplam ACCOR Otel Sayısı



Kaynak: Şirket verileri

Grafik 4.

## AKFEN GYO Toplam Oda Sayısı



Kaynak: Şirket verileri

Tablo 7. Turist Sayısı Büyüme Oranları

	BYBO (%)
Türkiye	8.8
Orta Gelirli Ülkeler	4.1
Üst Orta Gelirli Ülkeler	3.5
Dünya	3.2
OECD	2.1

Kaynak: UNWTO

## Geçen 20 yılda Türkiye dünyanın önemli turizm merkezlerinden biri oldu

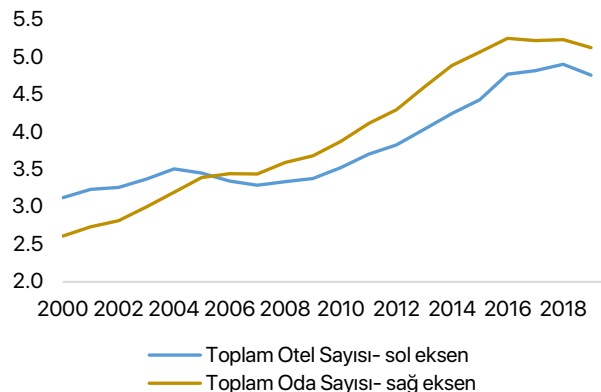
2000 yılında toplam 10 milyon yabancı ziyaretçi sayısı ile dünyada en çok turist çeken 20. ülke olan Türkiye sıralamada hızla yükselerek 2009 yılı sonunda 32 milyon ziyaretçi sayısı ile 7. sıraya yükselmiştir. 2015-2016 yılında Rusya ile yaşanan siyasi gerilim sonucu Rus turistlerin sayısındaki keskin düşüş sonucu 2016 yılında bir önceki yıla göre %25 düşen yabancı turist sayısı 2017 yılından itibaren hızla toparlanarak 2019 yılında 52 milyon turist ile tarihi zirvesine çıkmıştır (Grafik 6). 2019 yılı aynı zamanda 52 milyon ziyaretçi sayısı Türkiye'yi dünya sıralamasında da tepe noktası olan 6. sıraya taşımıştır. 2000-2019 döneminde gelen yabancı ziyaretçi sayısı yıllık bileşik %8.8 ile dünya ortalamasının yaklaşık 3 katı bir hızla büyümüştür (Tablo 7).

Türkiye'nin turizmde sergilediği yüksek performans turizm altyapısında da hızlı bir gelişmeyi beraberinde getirmiştir. Turizm belgeli tesis sayısı 2000 yılında 3,124 iken 2019 yılı sonunda %52 artarak 4,761 seviyesine ulaşmıştır. Toplam oda sayısı ise aynı dönemde iki katına çıkarak 2019 sonunda 557 bin olmuştur (Grafik 5). Türkiye'de 2019 yılı sonunda turizm belgeli tesislerdeki toplam yatak sayısı ise 1.2 milyon ile 2000 yılına göre iki kat artış kaydetmiştir.

Diğer yandan turizm belgeli ve mahalli idarelerce belgelendirilen tesislere gelen yabancı turistlerin toplam geceleme sayısı 2000-2019 döneminde yıllık bileşik %8.5 büyürken, yerli turistlerin toplam geceleme sayısındaki büyüme oranı %5 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Grafik 5.

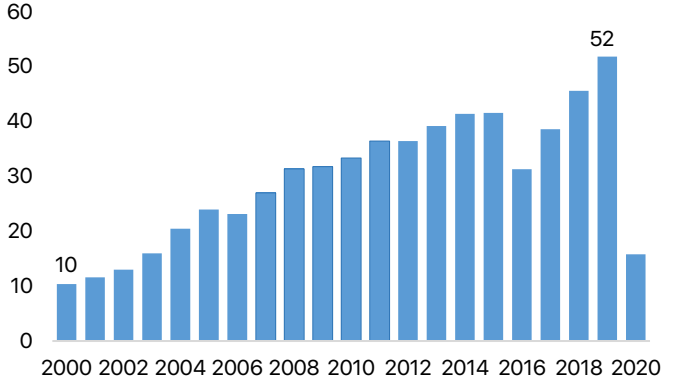
## Türkiye Toplam Otel Sayısı\* (000)



Kaynak: TÜİK

Grafik 6.

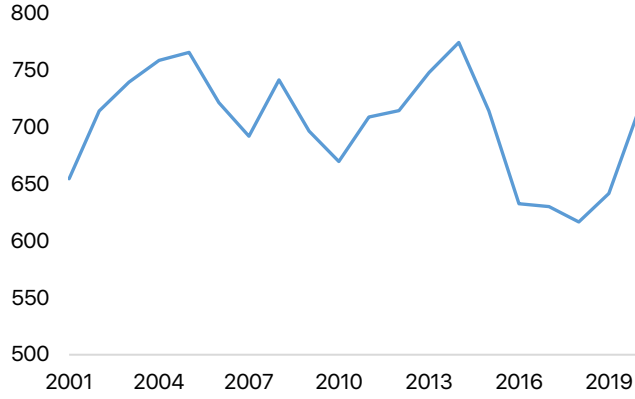
## Türkiye Yabancı Ziyaretçi Sayısı (mn)



Kaynak: TÜİK

Grafik 7.

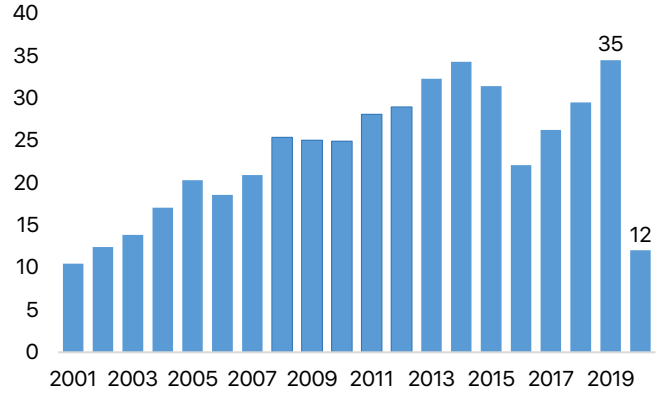
**Türkiye** Yabancı Ziyaretçiler Kişi Başı Ortalama Harcama (USD)



Kaynak: TÜİK

Grafik 8.

**Türkiye** Toplam Yabancı Turizm Gelirleri (USD milyar)



Kaynak: TÜİK

### Pandemi dünya ve Türkiye turizm sektörünü çok olumsuz etkilemiştir

2020 yılının ilk çeyreğinde etkisini göstermeye başlayan Covid pandemisinin en olumsuz etkilediği sektörlerin başında yerli ve yabancı turizm gelmektedir. Dünyada ve Türkiye'de hızla yürürlüğe konan sağlık önlemleri ve uzun süreli fiziki kapanmalar sonucunda global turist sayısı 2020 yılı sonunda bir önceki yıla göre %86 düşüş kaydetmiştir (UNWTO). Buna paralel olarak Türkiye'ye gelen toplam yabancı ziyaretçi sayısı (yurt dışı yerleşik Türk vatandaşları dahil) 2020 yılı sonunda bir önceki yıla göre %70 düşerek 16 milyon seviyesine inmiştir.

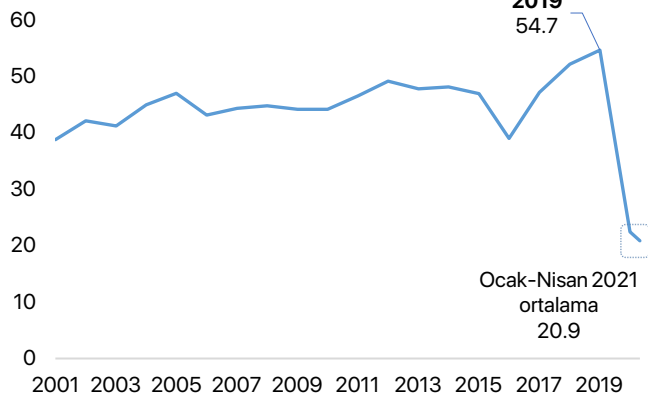
Yerli seyahat sayısındaki düşüş 2020 yılı sonunda %45 olurken, toplam geceleme sayısındaki gerileme %26 ile daha sınırlı kalmıştır. Bunu en önemli nedeni yerli turistlerin ortalama geceleme sayısının 2019 yılı sonundaki düzeyi olan 8'den, 2020 yılı sonunda 10.9'a çıkmasıdır.

Turist sayısındaki hızlı düşümlere paralel yabancı ziyaretçilerden elde edilen turizm gelirleri 2020 yılı sonunda bir önceki yıla göre USD bazında %65 düşerek 12 milyar USD'ye gerilemiştir (Grafik 8). Yurtiçi seyahat harcamaları ise nominal %34 düşerek 2020 yılı sonunda 32 milyar TL olmuştur.

Bu gelişmelerin sonucunda Türkiye'deki turizm tesislerinin ortalama doluluk oranı da 2019'da kaydedilen rekor doluluk seviyesinden hızla gerileyerek 2020 yılında %20 düzeyine inmiştir (Tablo 8).

Grafik 9.

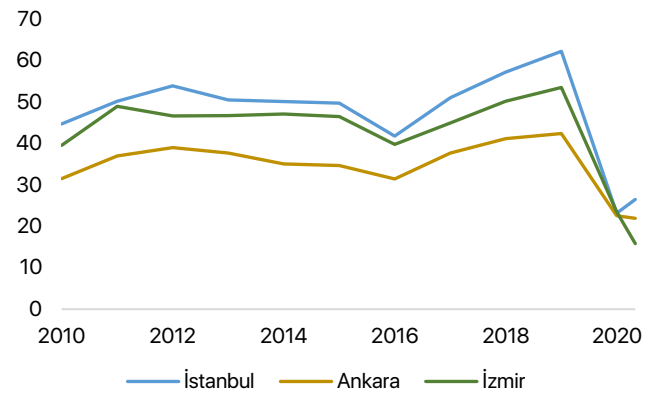
**Türkiye** Otel Doluluk Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

Grafik 10.

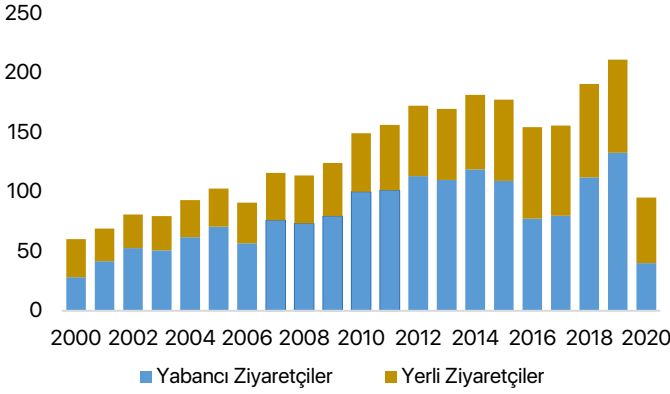
**Türkiye Seçilmiş Şehirler** Otel Doluluk Oranları (%)



Kaynak: TÜİK

Grafik 11.

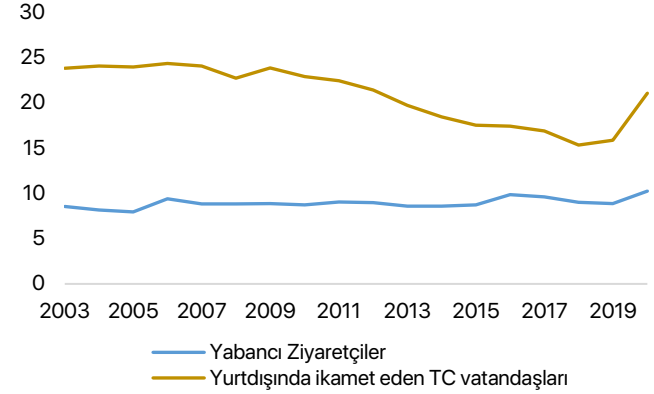
**Türkiye Toplam Otel Geceleme Sayısı**  
(mn)



Kaynak: TÜİK

Grafik 12.

**Türkiye Ortalama Geceleme Sayısı**  
(gün)



Kaynak: TÜİK

### Yurtiçi turizm pazarı önemini korumaktadır

TÜİK Hanehalkı Yurt içi Turizm Araştırması rakamlarına göre 2009-2019 döneminde yurtiçi yerleşiklerin toplam seyahat harcamaları reel olarak yıllık bileşik %7.5 seviyesinde artarak 2019 yılı sonunda 49 milyar TL düzeyine çıkmıştır. Kişi başına düşen seyahat harcamaları 2019 yılı sonunda 615 TL'ye yükselerek 2009-2019 yılları arasında reel olarak yıllık %12 büyümeye kaydetmiştir (**Tablo 8**).

Ancak TL'nin hızlı değer kaybı sonucu USD cinsinden harcamalar yurtiçi ve yurtdışından gelen ziyaretçilerin toplam turizm harcamalarının 2016 yılında %30'una karşılık gelirken, 2019 yılı sonunda %20 seviyesine gerilemiştir.

Diğer yandan yurtiçinde yerleşiklerin ortalama geceleme sayısının geçen 10 yılda 8 gece civarında seyrettiğini gözlemliyoruz. Yabancı ziyaretçilerin ortalama geceleme süreleri 2009-2019 döneminde yaklaşık 9 gece olurken, yurt dışında yerleşik Türk vatandaşların ortalama geceleme sayısı 2003-2013 döneminde kaydedilen ortalama 23 gecedan 2019 yılında 16 gece seviyesine düşmüştür. Pandeminin etkisiyle 2020 yılında bu rakamın 21 gece düzeyine çıktığını gözlemlemekteyiz (**Grafik 12**).

**Tablo 8.** Yurtdışında ikamet edenlerden yurtiçi seyahat yapanların seyahat ve geceleme sayısı ile harcamaları (2009-2019)

Yıl	Seyahat Sayısı (mn)	Geceleme Sayısı (mn)	Ortalama Geceleme Sayısı	Seyahat Harcaması (milyar TL)	Seyahat Harcaması (milyar USD)	Reel Değişim (%)	Toplam Turizm Gelirlerine Oranı* (%)	Ortalama Harcama (TL)	Reel Değişim (%)
2009	61	511	8.4	12	7.9		24.1	201	
2010	68	555	8.1	14	9.2	5.9	26.8	202	-5.7
2011	66	558	8.5	16	9.4	5.6	24.8	238	9.6
2012	65	557	8.6	17	9.3	-1.8	24.3	258	-0.4
2013	68	557	8.1	18	9.7	2.4	23.1	269	-2.8
2014	71	576	8.1	23	10.3	12.7	23.1	319	8.9
2015	71	589	8.3	24	9.0	0.3	22.2	343	-0.1
2016	68	606	8.8	28	9.3	6.6	29.5	410	10.9
2017	77	665	8.6	35	9.7	13.3	26.9	457	0.4
2018	79	634	8.1	40	8.4	-5.2	22.1	513	-6.8
2019	78	637	8.1	49	8.6	8.6	20.0	625	8.9
2020	43	469	10.9	32	4.6	-42.5	27.6	753	5.1
2021T	60	600	8.5	53	6.0	42.9	24.3	883	2.0
2022T	70	595	8.5	73	7.5	22.5	16.4	1,039	5.0
2023T	72	613	8.5	87	8.2	7.1	16.3	1,210	4.0
2024T	74	631	8.5	102	9.1	6.1	16.4	1,371	3.0
2025T	76	650	8.5	119	10.1	6.1	16.5	1,553	3.0

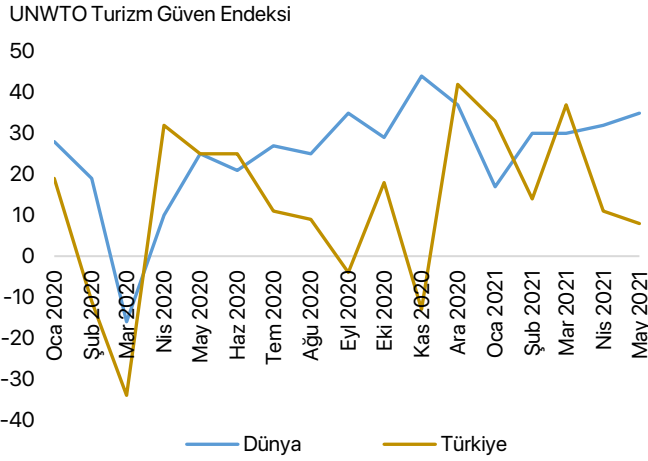
Kaynak: TÜİK Hanehalkı Yurt içi Turizm Araştırması

## Covid sonrası dönemde dünyada ve Türkiye'de turizm sektörünün toparlanması bekleniyor

UNWTO (Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Organizasyonu) verilerine göre dünyada seyahat eden toplam turist sayısı 2020 sonunda bir önceki yıla göre %86 düşerek 200 milyon düzeyine inmiştir. Covid'e karşı aşılamanın hızlanması ile birlikte Mart 2021 sonunda 2019 sonuna göre turist sayısındaki düşüş %67 düzeyine yükselerek dünya turizminde belirgin bir toparlanmaya işaret etmektedir.

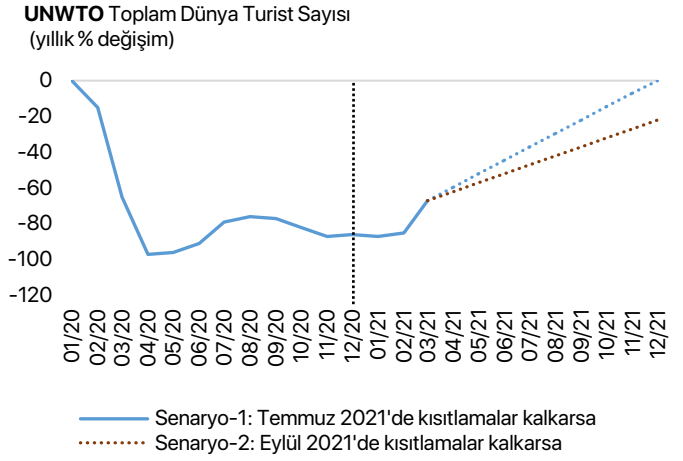
UNWTO'nun yayınladığı senaryo analizine göre eğer Temmuz 2021'de global seyahat yasakları önemli ölçüde kaldırılırsa seyahat eden turist sayısının 2021 sonunda 2019 yıl sonu düzeyine erişmesi beklenebilir. Diğer yandan eğer seyahat kısıtlamaları Eylül 2021 tarihine sarkarsa toparlanmanın daha yavaş olacağı öngörülmektedir (**Grafik 14**). Yine UNWTO verilerine göre dünya turizm güven endeksinin 2019 yıl sonunda görülen düzeylere yükselerek turizm sektöründeki toparlanmanın 1. senaryoya daha yakın olabileceğini ima etmektedir (**Grafik 13**).

**Grafik 13.**



Kaynak: UNWTO

**Grafik 14.**



Kaynak: UNWTO

Türkiye'yede ise 2020 yılının son çeyreğinde hızla toparlanan turizm güven endeksinin Covid vakalarının Mart-Nisan döneminde tekrar yükselişe geçmesinin sonucunda konulan sert kapanma önlemlerinin etkisiyle Mayıs ayında hızlı bir düşüş sergilediğini gözlemlemekteyiz. Covid'e karşı aşılamanın çok hızlı bir şekilde yapılması sonucunda düşen vaka sayılarına paralel hükümet 1 Temmuz 2021 tarihi itibarıyla seyahat kısıtlamalarını büyük ölçüde kaldıracaktır. Bunun yanı sıra Rusya'nın tekrar Türkiye'ye turist gelmesine izin vermesi ile 2021 yazının oldukça iyi bir sezon olacağı yönünde işaretler belirmiştir.

Ancak bizim tahminlerimize göre dünyada seyahat kısıtlamalarının önemli ölçüde kaldırılması Eylül ayına sarkacaktır. Bunun sonucunda Türkiye'ye gelen toplam yabancı ziyaretçi sayısının (yurt dışında yaşayan Türk vatandaşları da dahil) 25 milyon düzeyinde kalacağını tahmin etmekteyiz. Bu rakam 2020 yılına göre %100 artış göstermiş olsa da 2019'da kaydedilen 52 milyon düzeyinin yarısına karşılık gelmektedir. Türkiye'ye gelen toplam yabancı ziyaretçi sayısının 2022'de 45 milyon'a çıktıktan sonra 2023'de 55 milyon ile 2019'da görülen tepe düzeyini de geçeceğini beklemekteyiz.

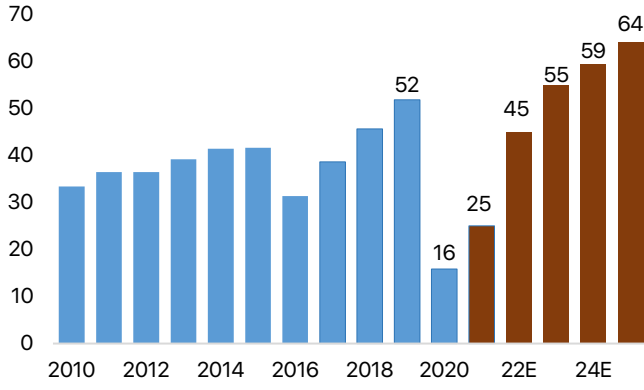
Bu rakamlara dayanarak Türkiye'nin yabancı ziyaretçilerden elde ettiği toplam gelirin 2021 yılında yaklaşık 20 milyar USD'ye, 2022'de ise 35 milyar USD düzeylerine erişmesini beklemekteyiz (**Grafik 16**).

Yerleşiklerin yurtiçi turizm aktivitesinin ise yurtdışı ziyaretçilere kıyasla biraz daha yavaş olacağını düşünmekteyiz. Yüksek işsizlik ve hanehalkı borçluluğunun seyahat harcamaları üzerinde baskı oluşturmaya devam etmesini bekliyoruz. Ana senaryomuzda göre yurtiçi toplam geceleme sayısı kademeli olarak 2024 yılında 635 milyon düzeyine çıkarak 2019'da görülen tepe noktasını yakalayacaktır (**Grafik 18**).

Toplam yabancı ve yerli turizm gelirlerinin ise 2023 yılı sonunda 50 milyar USD ile tepe noktasına çıkmasını beklemekteyiz. Ana senaryomuz pandeminin etkisinin 2022'de tamamen ortadan kalması üzerine kurulmuştur. Doğal olarak eğer Covid varyantları uygulanan aşılarla karşı direnç gösterirse, turizmde beklenen toparlanmanın 2023 ve sonrasında sarkma olasılığı güçlenebilir.

Grafik 15.

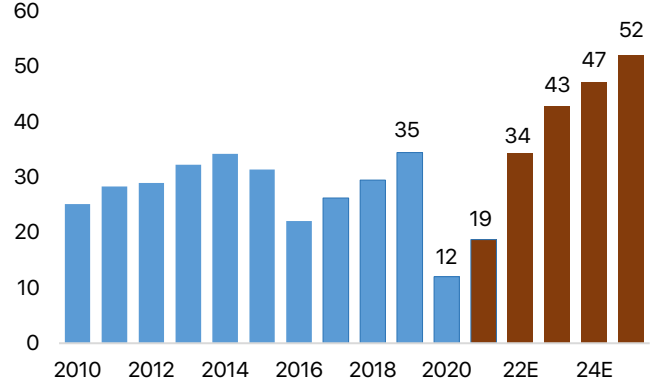
**Türkiye Yabancı Ziyaretçi Sayısı**  
(mn)



Kaynak: TÜİK, INFO Araştırma Tahminleri

Grafik 16.

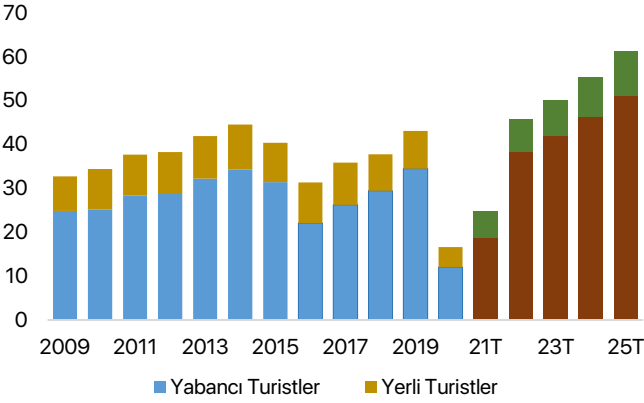
**Türkiye Toplam Yabancı Turizm Gelirleri**  
(USD milyar)



Kaynak: TÜİK, INFO Araştırma Tahminleri

Grafik 17.

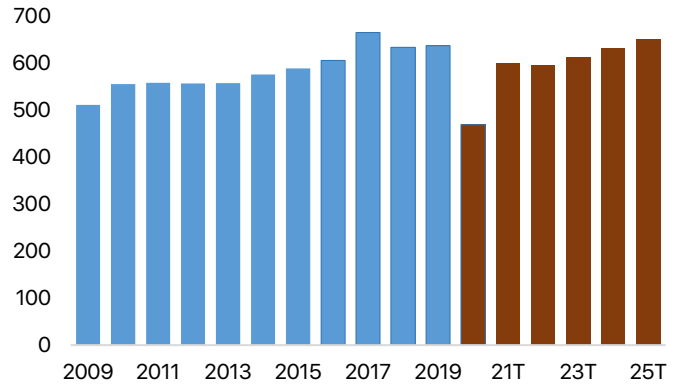
**Türkiye Yerli ve Yabancı Turizm Gelirleri**  
(USD milyar)



Kaynak: TÜİK, INFO Araştırma Tahminleri

Grafik 18.

**Türkiye Yerli Turist Geceleme Sayısı**  
(mn)



Kaynak: TÜİK, INFO Araştırma Tahminleri

## Rusya: Yerli turizmin baskın olduğu bir pazar

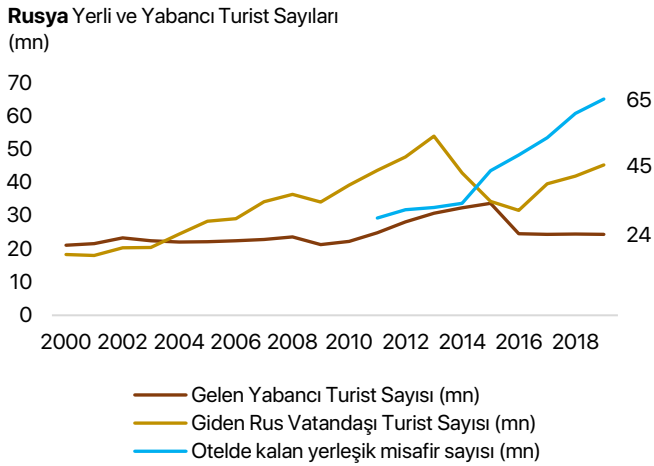
Rusya'nın turizm sektörünün yapısı Türkiye'den oldukça farklı karakteristiklere sahiptir. Türkiye'nin aksine Rusya'ya giden yabancı turist sayısı Rusya'dan dışarıya giden yerleşik turist sayısının yaklaşık yarısı kadardır (**Grafik 19**). Örneğin 2019 yılında Rusya'ya giriş yapan yabancı ziyaretçi sayısı 24 milyonken, Rusya'dan başka ülkelere gidenlerin sayısı 45 milyon düzeyinde gerçekleşmiştir. 2019 yılında 6.5 milyon turist ile Türkiye Rus vatandaşlarının en çok ziyaret ettiği ülke olmuştur.

Diğer yandan Rusya Federal İstatistik Ofisi rakamlarına göre otel ve benzeri tesislerde konaklama yapan Rus vatandaşı sayısı 2019 sonunda önceki beş yıla göre ikiye katlanarak 65 milyon düzeyine çıkmıştır.

Rusya'nın yabancı ziyaretçilerden elde ettiği turizm gelirleri 2019 yılında 17.6 milyar USD olurken, Rus vatandaşlarının ülke dışındaki turizm harcamaları 40 milyar USD olmuştur. Diğer yandan Rus hükümetinin yurtiçi turizmi desteklemek için 2020 yılında vatandaşlarına sağladığı nakit destek sonucunda konaklama tesislerinde kalan yerleşik misafir sayısındaki düşüş %30 ile sınırlı kalmıştır (**Grafik 20**).

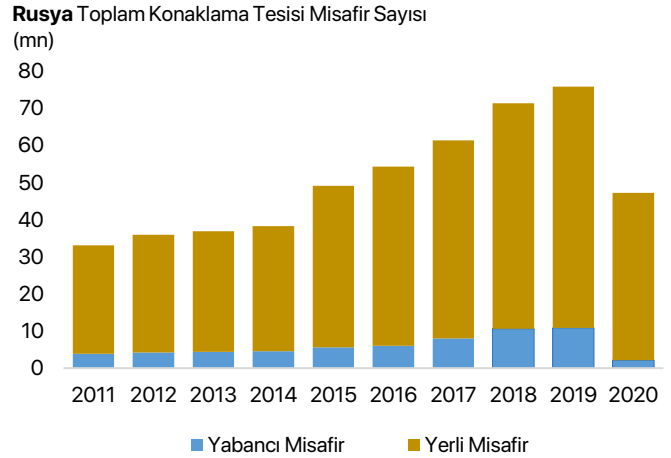
Rusya'da toplam otel sayısındaki artış 2004-2013 yılları arasında sınırlı kalmakla beraber, 2014 Soçi Kış Olimpiyatlarına hazırlıkların da etkisiyle 2014-2018 arası ikiye katlanarak 20,000 düzeyine çıkmıştır. Toplam yatak sayısı da buna paralel ikiye katlanarak 2019 yılında 400 bin düzeyini geçmiştir.

**Grafik 19.**



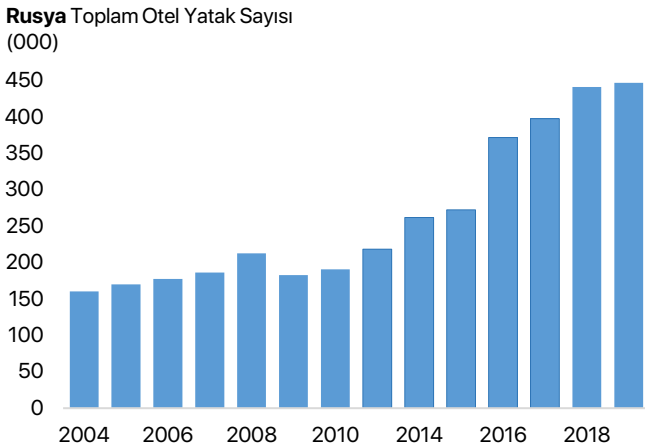
Kaynak: Rusya Federal İstatistik Ofisi

**Grafik 20.**



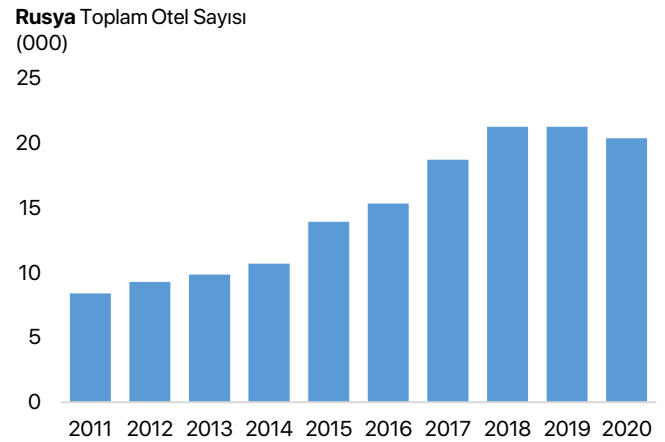
Kaynak: Rusya Federal İstatistik Ofisi

**Grafik 21.**



Kaynak: Rusya Federal İstatistik Ofisi

**Grafik 22.**



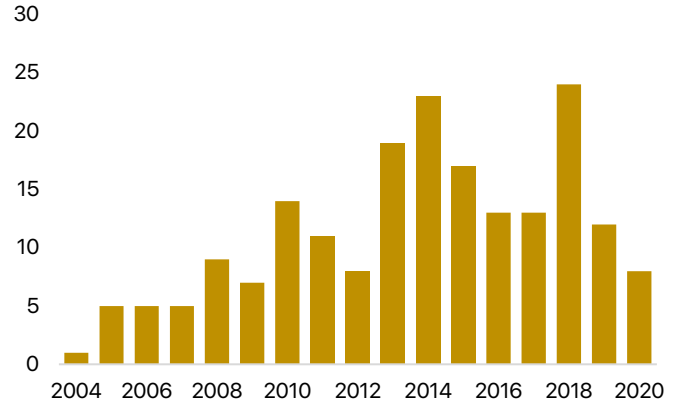
Kaynak: Rusya Federal İstatistik Ofisi

**Tablo 9.** Rusya Yabancı markalı Otel Zincirleri

Zincir Otel	Otel Sayısı*	Oda Sayısı	pay (%)
Raddison	37	9,907	22.6
Accor Hotels	52	8,736	19.9
InterContinental	29	6,650	15.2
Marriott International	26	5,857	13.4
Hilton Worldwide	25	4,661	10.6
Wyndham Hotels	6	877	2.0
Hyatt Hotels	4	997	2.3
Diğer	31	6,160	14.0
<b>Toplam</b>	<b>210</b>	<b>43,845</b>	<b>100.0</b>

\*Şubat 2021 rakamları

Kaynak: Ernst&amp;Young

**Grafik 23.****Rusya Açılan Uluslararası Markalı Otel Sayısı**

Kaynak: Ernst&amp;Young

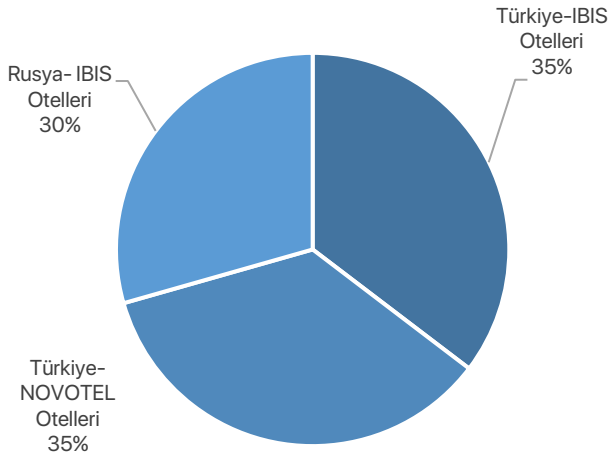
Rusya pazarının uluslararası otel zincirleri içi çekici bir pazar olduğu geçen 15 yılda açılan markalı otel sayısından anlaşılmaktadır. 2004-2020 yılları arasında Rusya'da yabancı markalı toplam 210 yeni otel açıldığını görmekteyiz. Ernst&Young Rusya otel sektörü rakamlarına göre Şubat 2021 itibarıyla Rusya zincir otel pazarında Raddison ve ACCOR otelleri yaklaşık %20 payla öne çıkmaktadır (**Tablo 9**). ACCOR toplam 52 otel ve 8,736 oda kapasitesi ile pazarda ikinci sıradadır. Rapora göre ACCOR 2025 yılına kadar Rusya'da 36 yeni otel açmayı planlayarak pazar liderliğine oynamaktadır.

### AKFEN GYO Accor Otelleri

**ACCOR otel zinciri AKFEN GYO'nun Türkiye'de 15, Rusya'da 4 otelini işletmektedir.** AKFEN GYO IBIS ve Novotel markaları ile uzun dönemli gelir paylaşım modeli altında otellerini kiraya vermektedir. 2012-2019 döneminde ACCOR otellerinden elde edilen gelirler toplam gelirlerin %68'ini oluşturmuştur (**Grafik 24**). Aynı dönemde Türkiye ACCOR otellerinden elde edilen gelirler ise toplam ACCOR otel gelirlerinin %70'ini oluşturmuştur.

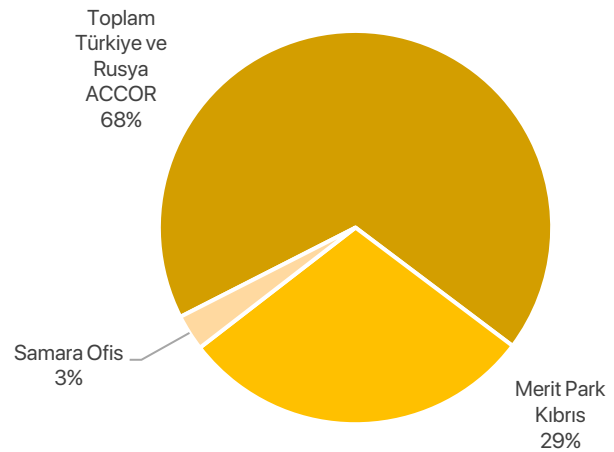
**ACCOR otelleri: Uzun dönemli gelir paylaşım modeli.** AKFEN GYO Accor otellerinin elde ettiği cirodan ACCOR yönetim, işletme ve diğer (sigorta, pazarlama vb.) giderler düşüldükten sonra ortaya çıkan net gelirin %95'ini kira geliri olarak almaktadır. Türkiye ACCOR otelleri içinde Trabzon IBIS, Zeytinburnu IBIS/Novotel ve Karaköy Novotel'e ağırlıklı olarak yabancı turist geldiğinden dolayı AKFEN GYO'nun bu otellerden elde ettiği kira gelirleri USD ve eur'a paralel hareket etmektedir. ACCOR misafirlere elde ettiği gelirleri ortalama 50 gün içinde faturanın kesildiği tarihteki kurdan AKFEN GYO'ya ödemektedir.

**Grafik 24. AKFEN GYO ACCOR Otellerinin Gelir Dağılımı (2012-2019)**



Kaynak: Şirket verileri

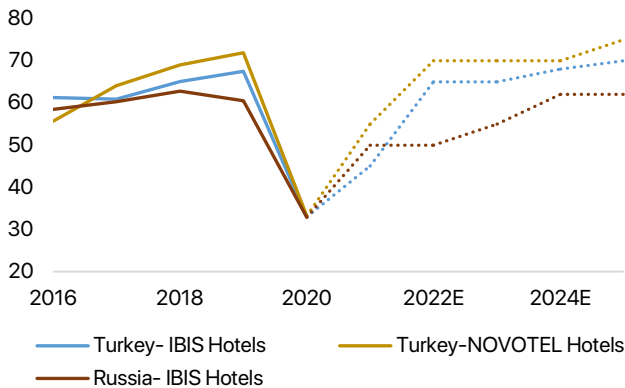
**Grafik 25. AKFEN GYO Toplam Gelirlerin Dağılımı (2012-2019)**



Kaynak: Şirket verileri

**Grafik 26.**

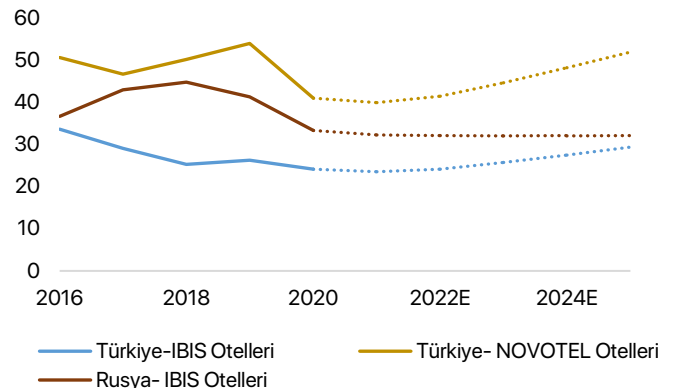
#### AKFEN ACCOR Otelleri Doluluk Oranları (%)



Kaynak: Şirket verileri

**Grafik 27.**

#### AKFEN ACCOR Otelleri Ortalama Günlük Oda Fiyatı (eur)



Kaynak: Şirket verileri



**Pandemi sürecinde keskin düşüş gözlenen doluluk oranlarının önümüzdeki dönemde kademeli olarak toparlanmasını bekliyoruz.** Pandemi öncesinde Türkiye Accor otellerinin ortalama doluluk oranı 2019'da tepe noktası olan %70 düzeyine çıktıktan sonra pandemi sonrasında 2020 yılında %33'e düşmüştür (**Grafik 26**). Şirketin Türkiye'de kira geliri elde ettiği otellerin bulunduğu şehirlerin otel doluluk oranlarına baktığımızda Accor otellerinin ortalamaların çok üzerinde doluluk oranları ile çalıştığını görmekteyiz. Örneğin Gaziantep'de 2019 yılında Accor'un doluluk oranı %80'ler düzeyindeyken, şehirdeki ortalama doluluk oranı %43 civarlarında gerçekleşmiştir (**Tablo 10**).

Diğer yandan Accor'un İstanbul'da bulunan otellerindeki doluluk oranları konuma göre farklılık göstermektedir. 2019 yılında %86 doluluk oranıyla Karaköy Novotel en yüksek orana sahipken, Zetınburnu IBIS ve Novotel %70 doluluk oranları kaydetmiştir. Tuzla ve Esenyurt IBIS otelleri ise ortalama yaklaşık %50 doluluk oranlarıyla zincirin İstanbul'daki diğer otellerinin epeyce altında bir performans sergilemişlerdir.

**Tablo 10. Seçilmiş Şehirlerdeki Doluluk Oranları\* (2019)**

	İstanbul	Ankara	İzmir	Kayseri	G Antep	Bursa	Adana	Trabzon	Eskişehir	Ortalama
<b>AKFEN ACCOR</b>	68.8	64.2	79.3	68.3	80.6	54.7	77.9	56.5	71.2	<b>69.8</b>
<b>Bütün Oteller</b>	62.3	42.4	53.6	42.7	43.4	48.5	45.9	35.7	44.8	<b>48.4</b>

Kaynak: TÜİK, Şirket verileri

\* AKFEN Accor ortalaması satılan oda sayısı ile ağırlıklandırılmıştır

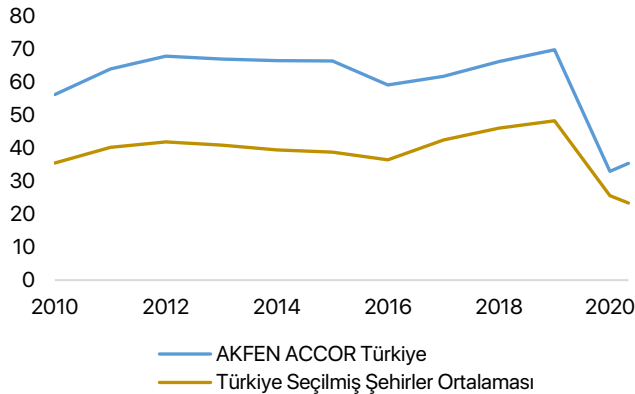
**Rusya ACCOR otelleri pandemi sonrası hızlı toparlanıyor.** AKFEN GYO'nun Rusya'daki otellerinin doluluk oranları da Türkiye'dekiler gibi farklılık göstermektedir. Örneğin, Moskova IBIS 2019 yılında %70 düzeyinde bir ortalama doluluk oranı kaydederken, Yaroslavl'da bu oran %57'lerde kalmıştır (**Grafik 29**).

AKFEN Rusya Accor otellerinin doluluk oranı 2020 yılında pandeminin etkisiyle %30 düzeylerine inerken, 2021 yılının ilk çeyreğinde hızlı bir iyileşme sergilemiştir. Bunun en büyük nedeni Rus hükümetinin vatandaşlarına iç turizm için sağladığı nakit destek olmakla birlikte, kapanmalar yüzünden yurt dışı çıkamayan Rus vatandaşlarının yurtiçi, seyahatlere ağırlık vermesi de etkili olmuştur. AKFEN GYO verilerine göre Nisan 2021 sonunda Rusya Accor otellerinin doluluk oranı %46 düzeyine zıplamıştır. Özellikle Kalinin IBIS'in doluluk oranı %60 ile neredeyse pandemi öncesinin seviyelerini yakalamıştır (**Grafik 29**).

2021-2023 arasında hem Türkiye hem de Rusya Accor otellerindeki doluluk oranlarının kademeli olarak 2018-2019 döneminde kaydedilen düzeylere çıkmasını beklemekteyiz.

**Grafik 28.**

**AKFEN GYO Türkiye ACCOR Otelleri Doluluk Oranları\* (%)**

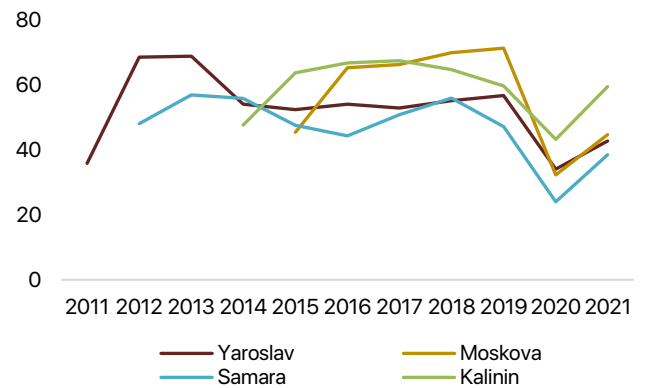


Kaynak: TÜİK, Şirket verileri

\*Satılan oda sayısına göre ağırlıklı ortalama

**Grafik 29.**

**AKFEN GYO Rusya ACCOR Otelleri Doluluk Oranları (%)**



Kaynak: Şirket verileri

Tablo 11. ACCOR Otelleri Finansal Modeli

## ACCOR Otelleri Önemli İşletme Göstergeleri

Oda Kapasitesi	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	1,038	1,334	1,481	1,481	1,481	1,681	1,681	1,681	1,681	1,681	1,681	1,681	1,681	1,681
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	596	596	596	596	796	796	796	796	796	796	796	796	796	796
Rusya- IBIS Otelleri	381	548	548	865	865	865	865	865	865	865	865	865	865	865
<b>Toplam</b>	<b>2,015</b>	<b>2,478</b>	<b>2,625</b>	<b>2,942</b>	<b>3,142</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>	<b>3,342</b>
Doluluk Oranları (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	64.3	63.9	65.2	65.7	61.3	60.9	65.1	67.5	32.9	45.0	63.0	65.0	67.0	68.0
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	73.8	74.1	70.0	69.1	55.6	64.1	69.0	71.9	33.2	55.0	70.0	72.0	73.0	75.0
Rusya- IBIS Otelleri	58.6	57.7	52.9	52.4	58.5	60.3	62.8	60.5	32.9	50.0	55.0	57.0	62.0	65.0
<b>Toplam</b>	<b>68.0</b>	<b>67.2</b>	<b>66.7</b>	<b>66.6</b>	<b>59.3</b>	<b>61.9</b>	<b>66.4</b>	<b>68.9</b>	<b>33.0</b>	<b>48.7</b>	<b>62.6</b>	<b>64.6</b>	<b>67.1</b>	<b>68.9</b>
Satılan Oda Sayısı (000)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	218	293	327	355	332	363	399	414	203	276	387	399	411	417
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	161	161	152	150	157	186	201	209	97	160	203	209	212	218
Rusya- IBIS Otelleri	75	93	106	133	185	190	198	191	104	158	174	180	196	205
<b>Toplam</b>	<b>454</b>	<b>547</b>	<b>585</b>	<b>638</b>	<b>674</b>	<b>739</b>	<b>798</b>	<b>814</b>	<b>404</b>	<b>594</b>	<b>764</b>	<b>788</b>	<b>819</b>	<b>840</b>
Toplam Otel Gelirleri (eur mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	13.6	16.9	16.3	17.0	13.6	12.8	12.5	13.7	6.2	8.3	11.6	12.6	13.6	14.5
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	16.1	16.4	14.8	13.7	11.6	12.4	13.6	15.2	5.5	10.4	15.0	17.0	17.9	19.1
Rusya- IBIS Otelleri	5.2	6.7	6.7	6.6	9.4	11.5	12.1	11.1	4.8	7.0	8.1	8.9	10.3	11.4
<b>Toplam</b>	<b>34.9</b>	<b>40.0</b>	<b>37.9</b>	<b>37.2</b>	<b>34.6</b>	<b>36.7</b>	<b>38.2</b>	<b>40.0</b>	<b>16.5</b>	<b>25.8</b>	<b>34.8</b>	<b>38.5</b>	<b>41.8</b>	<b>44.9</b>
Oda Satış Gelirleri (eur mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	11.4	14.1	13.6	14.0	11.2	10.6	10.1	10.9	4.9	6.5	9.2	10.0	10.8	11.5
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	11.2	11.3	10.4	9.7	8.0	8.7	10.1	11.3	4.0	7.4	10.6	12.0	12.6	13.4
Rusya- IBIS Otelleri	3.8	5.0	4.9	4.8	6.8	8.2	8.9	7.9	3.5	5.1	5.8	6.4	7.3	8.1
<b>Toplam</b>	<b>26.4</b>	<b>30.4</b>	<b>28.9</b>	<b>28.4</b>	<b>25.9</b>	<b>27.4</b>	<b>29.1</b>	<b>30.1</b>	<b>12.3</b>	<b>19.0</b>	<b>25.6</b>	<b>28.3</b>	<b>30.7</b>	<b>33.0</b>
Yiyecek-İçecek ve Diğer Gelirler (eur mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	2.2	2.7	2.7	3.0	2.4	2.3	2.4	2.8	1.3	1.8	2.4	2.6	2.8	3.0
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	4.9	5.1	4.4	4.0	3.7	3.7	3.6	3.9	1.5	3.0	4.4	5.0	5.3	5.6
Rusya- IBIS Otelleri	1.4	1.8	1.8	1.8	2.6	3.3	3.2	3.2	1.3	1.9	2.3	2.5	2.9	3.3
<b>Toplam</b>	<b>8.5</b>	<b>9.6</b>	<b>9.0</b>	<b>8.8</b>	<b>8.7</b>	<b>9.3</b>	<b>9.1</b>	<b>9.9</b>	<b>4.2</b>	<b>6.7</b>	<b>9.2</b>	<b>10.2</b>	<b>11.0</b>	<b>11.9</b>
Ortalama Günlük Oda Satış Fiyatı (eur)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	52.4	48.2	41.6	39.4	33.7	29.1	25.3	26.3	24.1	23.5	23.9	25.1	26.3	27.5
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	69.5	70.1	68.3	64.3	50.7	46.7	50.2	54.0	41.0	46.6	52.1	57.3	59.4	61.6
Rusya- IBIS Otelleri	50.7	53.5	46.4	36.2	36.7	43.0	44.8	41.3	33.3	32.3	33.4	35.3	37.5	39.7
<b>Ortalama</b>	<b>58.2</b>	<b>55.5</b>	<b>49.4</b>	<b>44.6</b>	<b>38.5</b>	<b>37.1</b>	<b>36.4</b>	<b>36.9</b>	<b>30.6</b>	<b>32.1</b>	<b>33.6</b>	<b>36.0</b>	<b>37.5</b>	<b>39.3</b>
Oda Başına Düşen Oda Satış Gelirleri (eur mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	30.2	29.0	25.1	25.9	20.7	17.2	16.5	17.8	8.0	10.6	15.1	16.3	17.6	18.7
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	51.4	51.9	47.9	44.4	27.4	29.9	34.7	38.9	13.7	25.6	36.5	41.2	43.4	46.2
Rusya- IBIS Otelleri	27.2	24.7	24.5	15.2	21.5	25.9	28.1	25.0	11.0	16.2	18.4	20.1	23.2	25.8
<b>Ortalama</b>	<b>35.9</b>	<b>33.6</b>	<b>30.2</b>	<b>26.5</b>	<b>22.6</b>	<b>22.5</b>	<b>23.8</b>	<b>24.7</b>	<b>10.1</b>	<b>15.6</b>	<b>21.0</b>	<b>23.2</b>	<b>25.2</b>	<b>27.1</b>
Oda Başına Düşen F&B ve Diğer Gelirleri (eur mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	35.9	34.6	30.2	31.5	25.2	20.9	20.4	22.4	10.1	13.6	19.0	20.5	22.2	23.6
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	74.0	75.3	68.2	62.8	40.0	42.6	46.9	52.2	19.0	35.9	51.8	58.6	61.6	65.6
Rusya- IBIS Otelleri	37.5	33.7	33.7	20.8	29.8	36.3	38.2	35.0	15.1	22.3	25.7	28.2	32.5	36.1
<b>Ortalama</b>	<b>47.5</b>	<b>44.2</b>	<b>39.6</b>	<b>34.7</b>	<b>30.2</b>	<b>30.1</b>	<b>31.3</b>	<b>32.8</b>	<b>13.5</b>	<b>21.1</b>	<b>28.5</b>	<b>31.6</b>	<b>34.2</b>	<b>36.8</b>

Tablo 12. ACCOR Otelleri Finansal Modeli (devamı)

Faaliyet Giderleri (eur mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	6.9	9.2	9.0	9.6	8.2	7.7	7.1	7.8	4.6	5.4	7.0	7.6	8.2	8.7
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	8.9	8.8	8.0	7.6	8.3	7.5	7.1	7.8	4.2	6.8	8.3	9.4	9.8	10.5
Rusya- IBIS Otelleri	2.8	3.6	3.9	4.0	5.3	6.2	6.2	6.2	3.8	4.9	4.9	5.2	5.6	6.3
<b>Toplam</b>	<b>18.7</b>	<b>21.7</b>	<b>20.9</b>	<b>21.2</b>	<b>21.7</b>	<b>21.4</b>	<b>20.4</b>	<b>21.9</b>	<b>12.5</b>	<b>17.1</b>	<b>20.1</b>	<b>22.1</b>	<b>23.6</b>	<b>25.4</b>
ACCOR Otelleri EFK Oranı (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	49.4	45.4	44.6	43.4	40.0	40.3	43.2	43.0	26.9	35.0	40.0	40.0	40.0	40.0
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	44.5	46.0	46.1	44.6	28.8	39.5	48.0	48.5	24.5	35.0	45.0	45.0	45.0	45.0
Rusya- IBIS Otelleri	45.5	46.2	42.5	39.0	44.1	45.8	48.3	43.8	19.9	30.0	40.0	42.0	45.0	45.0
<b>Ortalama</b>	<b>46.5</b>	<b>45.8</b>	<b>44.8</b>	<b>43.1</b>	<b>37.4</b>	<b>41.8</b>	<b>46.5</b>	<b>45.3</b>	<b>24.1</b>	<b>33.6</b>	<b>42.2</b>	<b>42.7</b>	<b>43.4</b>	<b>43.4</b>
ACCOR Otelleri EFK (eur mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	6.7	7.7	7.3	7.4	5.4	5.2	5.4	5.9	1.7	2.9	4.7	5.0	5.4	5.8
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	7.2	7.5	6.8	6.1	3.3	4.9	6.5	7.4	1.4	3.6	6.8	7.7	8.1	8.6
Rusya- IBIS Otelleri	2.4	3.1	2.9	2.6	4.1	5.3	5.8	4.8	1.0	2.1	3.2	3.7	4.6	5.1
<b>Toplam</b>	<b>16.3</b>	<b>18.3</b>	<b>17.0</b>	<b>16.0</b>	<b>12.9</b>	<b>15.3</b>	<b>17.8</b>	<b>18.1</b>	<b>4.0</b>	<b>8.7</b>	<b>14.7</b>	<b>16.4</b>	<b>18.1</b>	<b>19.5</b>
AKFEN GYO Kiraya Baz Alınan EFK (eur mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	5.2	5.8	5.3	5.3	3.6	3.5	3.9	4.3	0.9	2.2	3.7	4.0	4.4	4.6
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	5.4	5.8	5.1	4.4	1.9	3.4	5.0	5.6	0.6	2.8	5.6	6.3	6.6	7.1
Rusya- IBIS Otelleri	1.7	2.4	2.1	1.9	3.3	4.2	4.6	3.7	0.4	1.5	2.6	3.0	3.8	4.2
<b>Toplam</b>	<b>12.3</b>	<b>13.9</b>	<b>12.6</b>	<b>11.7</b>	<b>8.8</b>	<b>11.1</b>	<b>13.5</b>	<b>13.5</b>	<b>1.9</b>	<b>6.6</b>	<b>11.9</b>	<b>13.4</b>	<b>14.8</b>	<b>15.9</b>
AKFEN GYO Kira Paylaşım Oranı (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	68.3	70.0	71.7	71.7	73.9	75.0	75.0	75.0	75.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	67.5	70.0	70.0	70.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0
Rusya- IBIS Otelleri	75.0	75.0	75.0	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0
<b>Toplam</b>	<b>70.3</b>	<b>71.7</b>	<b>72.2</b>	<b>73.1</b>	<b>75.5</b>	<b>75.8</b>	<b>75.8</b>	<b>75.8</b>	<b>75.8</b>	<b>95.0</b>	<b>95.0</b>	<b>95.0</b>	<b>95.0</b>	<b>95.0</b>
AKFEN GYO Kira Gelirleri (eur mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	3.9	4.8	4.3	4.4	3.5	3.3	3.2	3.6	1.5	2.1	3.5	3.8	4.1	4.4
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	4	4	4	3	2.7	3.1	4.6	5.1	1.1	2.7	5.3	6.0	6.3	6.7
Rusya- IBIS Otelleri	1.3	1.9	3.0	3.8	5.0	3.7	4.0	3.0	0.8	1.5	2.5	2.9	3.6	4.0
<b>Toplam</b>	<b>9.1</b>	<b>10.9</b>	<b>11.0</b>	<b>11.7</b>	<b>11.1</b>	<b>10.1</b>	<b>11.8</b>	<b>11.6</b>	<b>3.4</b>	<b>6.3</b>	<b>11.3</b>	<b>12.7</b>	<b>14.0</b>	<b>15.1</b>
AKFEN GYO Kira Gelir Oranı (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	28.6	28.4	26.3	25.7	25.4	25.5	25.8	26.1	24.6	25.7	30.4	30.4	30.4	30.4
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	24.1	25.9	25.6	25.4	23.0	25.3	33.4	33.4	20.5	25.7	35.2	35.2	35.2	35.2
Rusya- IBIS Otelleri	24.9	28.3	43.8	58.6	53.5	32.2	33.2	26.9	16.3	20.9	30.4	32.3	35.2	35.2
<b>Ortalama</b>	<b>26.0</b>	<b>27.3</b>	<b>29.1</b>	<b>31.4</b>	<b>32.2</b>	<b>27.5</b>	<b>30.9</b>	<b>29.1</b>	<b>20.8</b>	<b>24.4</b>	<b>32.5</b>	<b>32.9</b>	<b>33.6</b>	<b>33.6</b>

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

Tablo 13. ACCOR Otelleri Finansal Modeli (devamı)

## Toplam Gelirler

(eur mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Kira Gelirleri	13.6	16.1	16.4	17.0	16.2	15.4	17.1	16.9	7.6	16.5	22.7	24.5	26.3	28.0
Diğer Gelirler	0.4	0.3	1.1	0.7	0.0	0.0	0.2	59.0	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Toplam Gelirler</b>	<b>13.9</b>	<b>16.3</b>	<b>17.6</b>	<b>17.7</b>	<b>16.2</b>	<b>15.4</b>	<b>17.3</b>	<b>75.9</b>	<b>8.1</b>	<b>16.6</b>	<b>22.8</b>	<b>24.6</b>	<b>26.4</b>	<b>28.0</b>
<b>Toplam Gelirler (varlık satışı hariç)</b>	<b>13.9</b>	<b>16.3</b>	<b>17.6</b>	<b>17.7</b>	<b>16.2</b>	<b>15.4</b>	<b>17.3</b>	<b>17.2</b>	<b>7.7</b>	<b>16.6</b>	<b>22.8</b>	<b>24.6</b>	<b>26.4</b>	<b>28.0</b>

## Toplam Kira Gelirleri

(eur mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Türkiye-IBIS Otelleri	3.9	4.8	4.3	4.4	3.5	3.3	3.2	3.6	1.5	2.1	3.5	3.8	4.1	4.4
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	3.9	4.2	3.8	3.5	2.7	3.1	4.6	5.1	1.1	2.7	5.3	6.0	6.3	6.7
Rusya- IBIS Otelleri	1.3	1.9	3.0	3.8	5.0	3.7	4.0	3.0	0.8	1.5	2.5	2.9	3.6	4.0
<b>Toplam Türkiye ve Rusya ACCOR</b>	<b>9.1</b>	<b>10.9</b>	<b>11.0</b>	<b>11.7</b>	<b>11.1</b>	<b>10.1</b>	<b>11.8</b>	<b>11.6</b>	<b>3.4</b>	<b>6.3</b>	<b>11.3</b>	<b>12.7</b>	<b>14.0</b>	<b>15.1</b>
Merit Park Kıbrıs	4.5	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	3.7	3.8	4.8	4.8	4.8	4.8
Samara Ofis		0.4	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Öğrenci Yurtları										2.7	2.7	2.8	3.0	3.1
Bodrum Loft										3.3	3.4	3.7	4.1	4.5
<b>Toplam Kira Gelirleri</b>	<b>13.6</b>	<b>16.1</b>	<b>16.4</b>	<b>17.0</b>	<b>16.4</b>	<b>15.4</b>	<b>17.1</b>	<b>16.9</b>	<b>7.6</b>	<b>16.5</b>	<b>22.7</b>	<b>24.5</b>	<b>26.3</b>	<b>28.0</b>

(TL mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Satışların Maliyeti</b>	<b>4.5</b>	<b>5.3</b>	<b>5.7</b>	<b>7.5</b>	<b>9.5</b>	<b>9.6</b>	<b>13.8</b>	<b>321.0</b>	<b>9.1</b>	<b>10.4</b>	<b>12.1</b>	<b>13.7</b>	<b>15.4</b>	<b>17.2</b>
Gayrimenkul Satış Maliyetleri (-)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	311.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operasyonel Kiralama Giderleri (-)	3.5	3.6	4.3	4.9	5.9	5.3	8.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Düzeltilmiş Satışların Maliyetleri</b>	<b>1.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>	<b>2.6</b>	<b>3.6</b>	<b>4.3</b>	<b>5.8</b>	<b>10.0</b>	<b>9.1</b>	<b>10.4</b>	<b>12.1</b>	<b>13.7</b>	<b>15.4</b>	<b>17.2</b>
Toplam Gelirlere Oranı (%)	3.1	4.2	2.8	4.8	6.7	6.7	5.9	2.1	14.0	6.5	5.0	5.0	5.0	5.0
<b>Toplam Faaliyet Giderleri (TL mn)</b>	<b>7.9</b>	<b>7.0</b>	<b>5.8</b>	<b>6.9</b>	<b>7.6</b>	<b>8.1</b>	<b>13.6</b>	<b>12.4</b>	<b>8.7</b>	<b>15.0</b>	<b>10.9</b>	<b>12.3</b>	<b>13.9</b>	<b>15.5</b>
Toplam Faaliyet Giderleri (TL mn)*	7.9	7.0	5.8	6.9	7.6	8.1	13.6	12.4	8.7	11.0				
Toplam Kira Gelirlerine Oranı (%)	25.3	17.2	12.3	13.4	14.0	12.8	14.1	11.5	14.2	9.4	4.5	4.5	4.5	4.5

<b>Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler (TL mn)</b>	<b>13</b>	<b>204</b>	<b>31</b>	<b>13</b>	<b>-239</b>	<b>211</b>	<b>420</b>	<b>194</b>	<b>266</b>	<b>500</b>	<b>443</b>	<b>277</b>	<b>294</b>	<b>312</b>
Varlık Yeniden Değerleme Gelir (Gider)	-4	206	17	13	-237	211	420	193	264	500	443	277	294	312
Varlık Satış Gelirleri	0	0	0	0	0	0	0	373	3	0	0	0	0	0
Varlık Satış Giderleri (-)	0	0	0	0	0	0	0	311	0	0	0	0	0	0
Diğer	13	-5	10	-5	-8	-5	-8	0	0	0	0	0	0	0
<b>Düzeltilmiş Diğer Faaliyet. Gelir/Gider (TL mn)</b>	<b>9</b>	<b>201</b>	<b>27</b>	<b>8</b>	<b>-245</b>	<b>206</b>	<b>412</b>	<b>255</b>	<b>269</b>	<b>500</b>	<b>443</b>	<b>277</b>	<b>294</b>	<b>312</b>

(TL mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Düzeltilmiş Esas Faaliyet Kar/Zararı (TL mn)	23	33	44	44	43	51	79	87	44	135	219	248	280	312
Düzeltilmiş Esas Faaliyet Kar/Zararı (eur mn)	10	13	15	15	13	12	14	14	5	14	21	22	24	25

<b>Düzeltilmiş VAFÖK (eur mn)</b>	<b>10.1</b>	<b>12.9</b>	<b>15.1</b>	<b>14.6</b>	<b>12.9</b>	<b>12.4</b>	<b>13.9</b>	<b>13.7</b>	<b>5.5</b>	<b>14.0</b>	<b>20.6</b>	<b>22.2</b>	<b>23.9</b>	<b>25.4</b>
Düzeltilmiş VAFÖK (TL mn)	23	33	44	44	43	51	79	87	44	135	219	248	280	312
Düzeltilmiş VAFÖK Marjı (%)	72.3	78.9	85.7	82.3	79.4	80.5	80.1	79.5	71.2	84.1	90.5	90.5	90.5	90.5
<b>Net Kar/Zarar (eur mn)</b>	<b>11</b>	<b>47</b>	<b>-1</b>	<b>-16</b>	<b>-77</b>	<b>10</b>	<b>18</b>	<b>26</b>	<b>-30</b>	<b>29</b>	<b>38</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>35</b>
Net Kar/Zarar (TL mn)	24	118	-2	-47	-257	39	104	165	-240	275	408	291	363	428

**Tablo 14. ACCOR Otelleri Finansal Modeli (devamı)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Raporlanan Portföy Değeri (TL mn)</b>	<b>725</b>	<b>904</b>	<b>904</b>	<b>939</b>	<b>958</b>	<b>1,564</b>	<b>2,046</b>	<b>2,363</b>	<b>2,644</b>	<b>3,829</b>	<b>4,272</b>	<b>4,549</b>	<b>4,843</b>	<b>5,155</b>
Değişim (TL mn)		179	0	35	19	606	482	317	281	1,185	443	277	294	312
<b>Raporlanan Portföy Değeri (eur mn)</b>	<b>309</b>	<b>308</b>	<b>320</b>	<b>295</b>	<b>258</b>	<b>346</b>	<b>339</b>	<b>355</b>	<b>290</b>	<b>350</b>	<b>355</b>	<b>360</b>	<b>365</b>	<b>370</b>
Değişim (eur mn)										60	5	5	5	5
<b>NAD (eur mn)</b>	<b>186</b>	<b>148</b>	<b>145</b>	<b>79</b>	<b>34</b>	<b>124</b>	<b>110</b>	<b>134</b>	<b>81</b>	<b>221</b>	<b>233</b>	<b>243</b>	<b>258</b>	<b>274</b>
<b>NAD (TL mn)</b>	<b>435</b>	<b>433</b>	<b>410</b>	<b>251</b>	<b>127</b>	<b>560</b>	<b>664</b>	<b>891</b>	<b>741</b>	<b>2,423</b>	<b>2,804</b>	<b>3,072</b>	<b>3,425</b>	<b>3,821</b>
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Portföy Kira Getirisi (%)	4.4	5.2	5.2	5.5	5.8	5.1	5.0	4.9	2.4	5.2	6.4	6.8	7.3	7.6
Portföy Varlık Dğer Artış Getirisi (%)	-0.6	26.3	1.9	1.4	-25.6	16.9	21.6	8.8	10.2	16.2	11.8	6.9	6.9	6.9
Net Portfföy Getirisi (%)	3.4	15.1	-0.3	-5.1	-27.8	3.2	5.4	7.5	-9.3	8.9	10.9	7.3	8.6	9.5
<b>Varlık Kapitalizasyon Oranı (%)</b>	<b>3.3</b>	<b>4.2</b>	<b>4.7</b>	<b>4.9</b>	<b>5.0</b>	<b>3.6</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>1.9</b>	<b>4.0</b>	<b>5.8</b>	<b>6.2</b>	<b>6.5</b>	<b>6.9</b>

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

### Öğrenci Yurt İşletmeciliği

AKFEN GYO Kredi ve Yurtlar Kurumu ile imzaladığı işletme anlaşmasıyla Isparta ve Kütahya öğrenci yurtlarının işletme hakkını devralmıştır. Bu iki yurttan toplam 7,064 öğrenci kapasitesi ile öğrencilere hizmet vermektedir. Anlaşmaya göre AKFEN GYO'ya gelir garantisi verilmiştir. Buna göre doluluk oranından bağımsız olarak AKFEN GYO kişi başı aylık yurt ücretini ÜFE'ye endeksli olarak işletme süresi sonuna kadar artıracaktır.

**Tablo 15. Öğrenci Yurtları Finansal Modeli**

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Yatak Sayısı	7,064	7,064	7,064	7,064	7,064
Aylık Yatak Başına Gelir (TL)	350	391	430	473	521
<b>Toplam Gelir (TL mn)</b>	<b>29.7</b>	<b>33.2</b>	<b>36.5</b>	<b>40.1</b>	<b>44.1</b>
Faaliyet Giderleri (TL mn)	3.9	4.3	4.7	5.2	5.7
Brüt Kar Marjı (%)	87.0	87.0	87.0	87.0	87.0
VAFÖK Marjı (%)	87.0	87.0	87.0	87.0	87.0
<b>VAFÖK (TL mn)</b>	<b>25.8</b>	<b>28.8</b>	<b>31.7</b>	<b>34.9</b>	<b>38.4</b>
<b>VAFÖK (eur mn)</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

### Bodrum Loft Resort

AKFEN GYO 42 milyon euro yatırımla Bodrum'da Turizm Bakanlığından 2067'ye kadar tahsisli arazi üzerinde 5 yıldızlı bir otel yatırımı yapmıştır. Otelde 36 villada 92 oda bulunmaktadır. Bunun yanı sıra tesiste Papermoon ve Sunset gibi çok bilinen restoran markaları misafirlere hizmet vermektedir. 2021 yazında işletmeye alınan tesisin güncel rezervasyon rakamlarına göre doluluk oranının %90'nın üzerinde olması beklenmektedir.

**Tablo 16. Bodrum Loft Finansal Modeli**

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Toplam Villa Sayısı	33	33	33	33	33
Aylık Satılabilir Kapasite (oda)	990	990	990	990	990
Ortalama Doluluk Oranı (%)	92	92	90	90	90
Yıllık Satılan Gün Sayısı	184	184	184	184	184
Yıllık Toplam Satılan Oda Sayısı	5,586	5,586	5,465	5,465	5,465
Ortalama Günlük Oda Başına Satış Fiyatı (eur)	450	473	520	572	629
Oda Satış Gelirleri (eur mn)	2.51	2.64	2.84	3.12	3.44
F&B ve Diğer Satış Gelirleri (eur mn)	0.75	0.79	0.85	0.94	1.03
Oda Satış Gelirlerine Oranı (%)	30	30	30	30	30
<b>Toplam Gelirler (eur mn)</b>	<b>3.27</b>	<b>3.43</b>	<b>3.69</b>	<b>4.06</b>	<b>4.47</b>
Toplam Faaliyet Giderleri (eur mn)	1.63	1.72	1.85	2.03	2.23
Brüt Kar Marjı (%)	50	50	50	50	50
Brüt Kar Marjı (eur mn)	1.63	1.72	1.85	2.03	2.23
<b>Kar Paylaşımı Sonrası Brüt Kar (eur mn)</b>	<b>1.55</b>	<b>1.63</b>	<b>1.75</b>	<b>1.93</b>	<b>2.12</b>

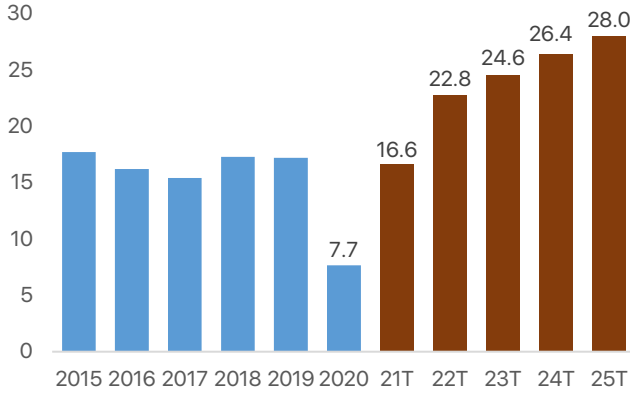
Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

### Diğer Varlıklar

**Merit Park Kıbrıs:** AKFEN GYO bu otelin 2052 yılına kadar kullanım hakkına sahiptir. Otelin işletmesini verdiği Merit'ten pandemi öncesi yıllık 4.8 mn euro kira geliri elde ederken, 2020 yılında pandeminin etkisiyle bu bedel 3.8 mn euro'ya düşmüştür. 2021 yılında itibaren kira bedeli tekrar 4.8 mn euro'ya yükselmiştir.

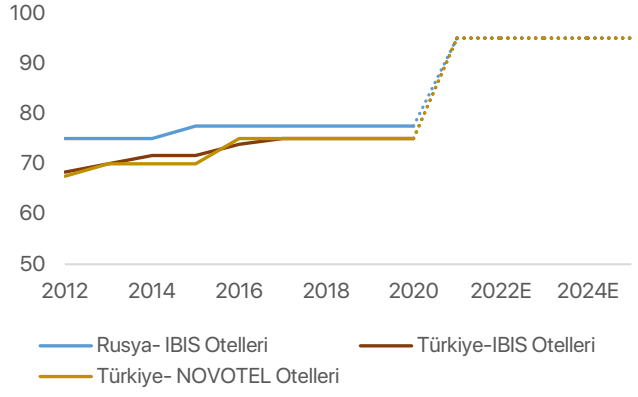
**Samara Ofis:** Rusya'nın Samara kentinde sahip olduğu otelin ofis bölümünü kiraya veren AKFEN buradan yıllık yaklaşık 500bin euro kira geliri elde etmektedir.

Grafik 30.

**AKFEN GYO Toplam Gelirler\***  
(eur mn)


Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri  
\* varlık değerlendirme gelir/gider hariç

Grafik 31.

**AKFEN GYO ACCOR Otelleri**  
Gelir Paylaşım Oranı (%)


Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**2021 yılında toplam kira gelirlerinin 17 milyon euro düzeyine çıkmasını beklemekteyiz.** Finansal modelimizde kullandığımız ana tema Rusya ve Türkiye'de turizm sektörünün 2021 yılının ikinci yarısından itibaren kademeli olarak toparlaması ve 2022-2023 döneminde 2019'da görülen tepe noktaları geçmesi beklentisidir (**Grafik 30**).

AKFEN GYO'nun 2021 yılı toplam gelirlerinde bir önceki yıla göre beklediğimiz artışın % 67'si öğrenci yurtları ve Bodrum Loft gelirlerinden gelmektedir. Accor otellerinin katkısının ise %32 olacağını hesaplamaktayız (**Tablo 17**).

**2021-2025 döneminde kira gelirlerinde beklediğimiz artışın en önemli itici faktörü gelir paylaşım oranlarının artması, öğrenci yurtlarının ve Bodrum Resort'un gelir yaratmaya başlamasıdır.** Accor ile yaptığı anlaşmaya göre 2010-2020 döneminde brüt karın yaklaşık %75'i AKFEN GYO'a ödenmekte iken, yapılan revizyon ile bu oran %95'e yükseltilmiştir. Bu revizyonun kira gelirleri üzerindeki etkisi sonucu 2021-2025 arasında kira gelirlerindeki birikimli değişimin yaklaşık yarısının Türkiye ve Rusya Accor otellerinden gelmesini bekliyoruz. Bu dönemdeki değişimin yaklaşık üçte birinin ise Öğrenci Yurtları ve Bodrum Loft'dan gelmesini öngörmekteyiz. Merit park Kıbrıs Oteli'nin ise %20'lik katkıyla AKFEN GYO'nun gelirleri içindeki önemini koruyacağına inanmaktayız (**Tablo 17**).

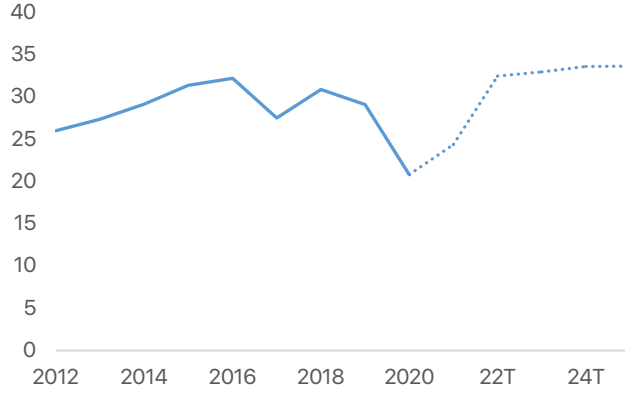
Türkiye ve Rusya Accor Kira Gelir Oranı'nın 2022 sonunda %30'un üzerine çıkmasını bekliyoruz. Gelir paylaşım oranları ve brüt faaliyet karlılığı üzerinden hesapladığımız kira gelirleri tahminlerimize göre AKFEN GYO'nun Accor otellerinden elde ettiği Kira Gelir Oranı'nın 2022 yılı sonunda %32.5 düzeyine daha sonra kademeli olarak 2025 sonunda %34'e çıkacağını öngörmekteyiz (**Grafik 32**).

Tablo 17. AKFEN GYO Kira Gelirleri

(eur mn)	2019	2020	2021T	2020-2021T		2022T-2025T
				Değişim	Değişim	Değişim
				(eur mn)	Katkı (%)	Katkı (%)
Türkiye-IBIS Otelleri	3.6	1.5	2.1	0.6	6.8	15.7
Türkiye- NOVOTEL Otelleri	5.1	1.1	2.7	1.5	17.4	23.9
Rusya- IBIS Otelleri	3.0	0.8	1.5	0.7	7.8	12.8
<b>Toplam Türkiye ve Rusya ACCOR</b>	<b>11.6</b>	<b>3.4</b>	<b>6.3</b>	<b>2.8</b>	<b>32.0</b>	<b>52.4</b>
Merit Park Kıbrıs	4.8	3.8	3.8	0.0	0.0	18.7
Samara Ofis	0.6	0.5	0.5	0.0	0.3	2.0
Öğrenci Yurtları			2.7	2.7	30.1	11.5
Bodrum Loft			3.3	3.3	36.8	15.4
<b>Toplam Kira Gelirleri</b>	<b>16.9</b>	<b>7.6</b>	<b>16.5</b>	<b>8.9</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

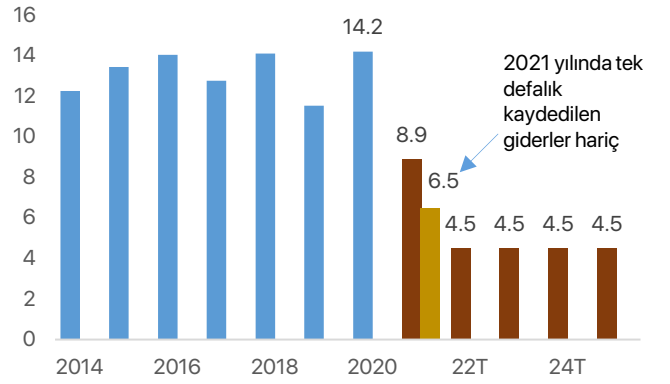
Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

Grafik 32.

**AKFEN GYO ACCOR Otelleri**  
 Kira Gelir Oranı (%)


Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

Grafik 33.

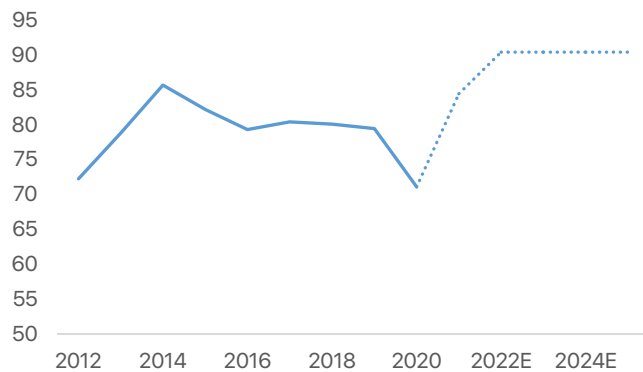
**AKFEN GYO**  
 Faaliyet Giderleri/Toplam Kira Gelirleri (%)


Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Kira Gelir Oranı'nın artması ve faaliyet giderlerinin normalize olması sonucu şirketin marjlarında önemli bir iyileşme beklemekteyiz.** Şirketin VAFÖK marjının 2021-2025 döneminde %90 düzeyine çıkmasını bekliyoruz (**Grafik 34**). Bu tahminimizin dayandığı ana faktörler: 1) Kira paylaşım Oranı'nın %95'e çıkması, 2) işletmeye alınan öğrenci yurtları ve Bodrum Loft'un yüksek VAFÖK marjlı işler olması, 3) genişleyen varlık portföyünün genel yönetim giderlerine etkisinin kısıtlı olması ve 4) etkin maliyet yönetimine öncelik verilmesi.

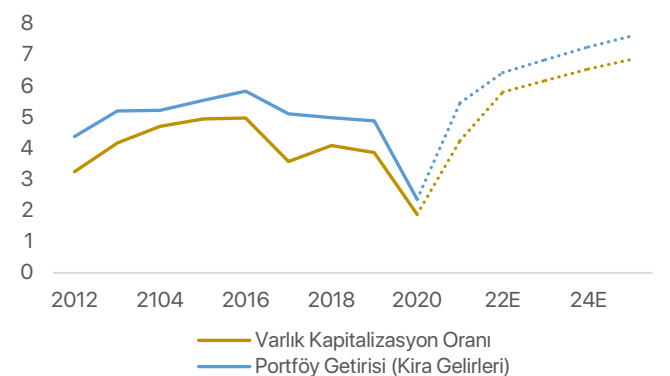
**Portföy Kira Getirisinin artması Kapitalizasyon Oranlarında da kayda değer bir iyileşmeye yol açacaktır.** AKFEN GYO'nun portföyünde bulunan varlıkların kira getirilerinin portföy değerine bölünmesiyle hesapladığımız Portföy Kira Getirisi (PKG) tahminlerimize göre kademeli olarak 2025 yılı sonunda euro cinsinden %7.5 düzeyine çıkacaktır. Sadece kira gelirlerini içeren düzeltilmiş VAFÖK tahminlerimize dayanarak şirketin portföyündeki varlıkların Kapitalizasyon Oranının 2025 yılı sonunda %7'ye çıkacağını ön görmekteyiz (**Grafik 35**). Diğer bir deyişle 2021 yılında 24 yıl olan kira/fiyat oranının 2025 yılı sonunda 15 yıla düşmesini bekliyoruz.

Grafik 34.

**AKFEN GYO VAFÖK Marjı\***  
 (%)


Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

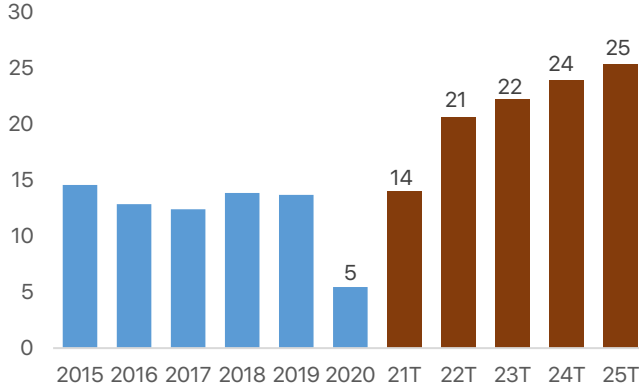
Grafik 35.

**AKFEN GYO Varlık Kapitalizasyon Oranı**  
 (eur bazında %)


Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri



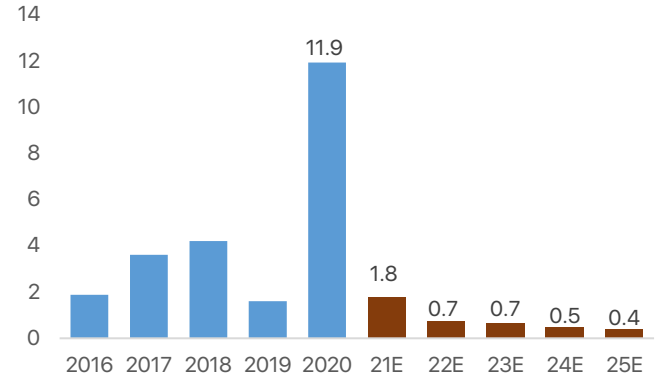
Grafik 36.

**AKFEN GYO**  
 VAFÖK\* (eur mn)


Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

\*Varlık Değerleme Kar/Zararı hariç

Grafik 37.

**AKFEN GYO**  
 Net Finansal Giderler\*/VAFÖK Oranı (x)


Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri \*kur kar/zararı dahil

**Açıklanan bedelli sermaye artırımını sonrası finansal borçlar önemli ölçüde düşecektir.** Şirketin 2021/İÇ sonunda toplam finansal borçları 183 mn euro'dur. Bu tutarın 23 mn euro'su kısa vadeli, geri kalanı ise uzun vadeli finansal borçlardan oluşmaktadır. Finansal borçların tamamı eur cinsinden olup, yıllık faiz %6'dır. Ortalama vade ise 10 yıl civarındadır.

Diğer yandan şirket 17 Ocak 2018 tarihinde 170.000.000 TL tutarındaki paya dönüştürülebilir tahvil ihraç etmiştir. İhraç edilen tahvillerin tamamı, 14 Nisan 2020 itibarıyla Akfen Holding'in sahip olduğu tüm hakları, ana para ve yasal faizi ile birlikte Şirket'in kontrol sahibi ortağı olan Hamdi Akın'a devredilmiştir. 7 Ocak 2021 tarihli SPK onayı ile birlikte 12 Ocak 2021 tarihinde faizli bakiyesi ile 238,627,431 TL olan tahvilin itfası ile 4,04 TL'lik dönüşüm fiyatından 59,066,196 TL'lik sermaye artışı işlemi gerçekleştirilmiştir.

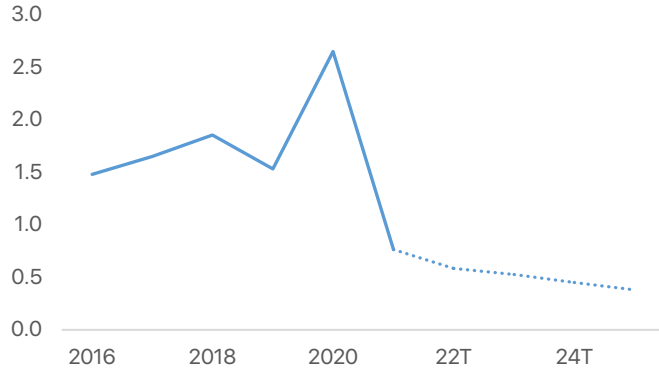
İlan edilen bedelli sermaye artırımını sonrasında şirkete giren yeni kaynak ile öncelikle finansal borçlar azaltılacaktır. Şirket yönetimi bu tutarın yaklaşık 40-45 milyon euro civarında olacağını belirtmiştir. Dolayısı ile şirketin 2021 yılı sonunda toplam finansal borçlarının 130 milyon euro düzeyinde gerçekleşeceğini tahmin etmekteyiz. Tahminlerimize göre şirketin Net Borç/Özkaynak oranı 2020 yıl sonunda kaydedilen 2.65x düzeyinden 2021 sonunda 0.62x'ye düşecektir. 2025 yılı sonuca kadar şirketin kaldıraç oranının 0.4x düzeylerine gerilemesini beklemekteyiz (**Tablo 17**).

Azalan borçluluk sonucunda şirketin Net Finansman Giderlerinin (kur farkları dahil) 2025 yılı sonunda düzeltilmiş VAFÖK'ünün %40'ına inmesini bekliyoruz.

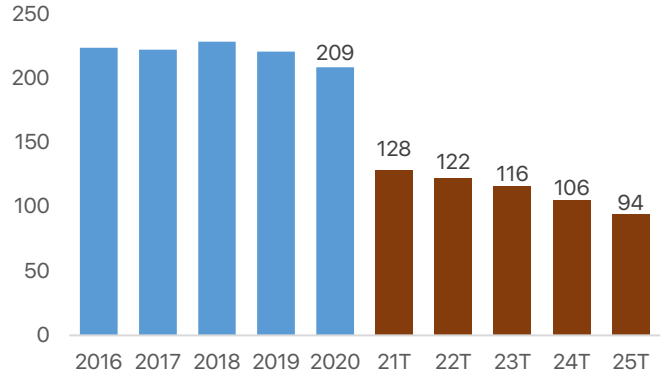
Tablo 17. AKFEN GYO Finansal Borçlar ve Finansman Giderleri

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Toplam Finansal Borçlar (eur mn)</b>	<b>226</b>	<b>224</b>	<b>230</b>	<b>226</b>	<b>210</b>	<b>130</b>	<b>124</b>	<b>118</b>	<b>108</b>	<b>97</b>
Toplam Finansal Borçlar (TL mn)	839	1,010	1,389	1,505	1,917	1,422	1,492	1,491	1,433	1,351
Net Borç (TL mn)	831	1004	1382	1472	1903	1,406	1,468	1,477	1,417	1,334
Net Borç (eur mn)	224	222	229	221	209	129	122	117	107	96
<b>Faiz Giderleri (eur mn)</b>	<b>-11.6</b>	<b>-12.8</b>	<b>-16.7</b>	<b>-18.6</b>	<b>-18.3</b>	<b>-8.0</b>	<b>-7.8</b>	<b>-8.0</b>	<b>-7.8</b>	<b>-7.0</b>
Faiz Giderleri (TL mn)	-39	-53	-95	-118	-147	-77	-83	-89	-91	-86
<b>Net YP Kur Farkı Gelir/Gider (eur mn)</b>	<b>-13</b>	<b>-32</b>	<b>-42</b>	<b>-3</b>	<b>-47</b>	<b>-19</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>
Net YP Kur Farkı Gelir/Gider (TL mn)	-42	-132	-236	-21	-377	-180	-73	-73	-43	-27
<b>Toplam Net Finansal Giderler (eur mn)</b>	<b>-24</b>	<b>-45</b>	<b>-58</b>	<b>-22</b>	<b>-65</b>	<b>-27</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-11</b>	<b>-9</b>
Toplam Net Finansal Giderler (TL mn)	-81	-185	-331	-139	-524	-257	-156	-162	-134	-113
Net Borç/VAFÖK (x)	17.4	17.9	16.5	16.1	38.2	9.2	5.9	5.3	4.5	3.8
Net Borç/Özkaynaklar (x)	1.48	1.65	1.86	1.53	2.65	0.62	0.56	0.53	0.47	0.41
Net Borç/Portföy Değeri (x)	0.87	0.64	0.68	0.62	0.72	0.37	0.34	0.32	0.29	0.26

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Grafik 38.**
**AKFEN GYO Net Borç/Özkaynaklar**  
(x)


Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Grafik 39.**
**AKFEN GYO Toplam Finansal Borçlar**  
(eur mn)


Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağılı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

**02 Haziran tarihinde AKFEN GYO bedelli sermaye artırımını yapacağını bildirmiştir. Bedelli sermaye artırımını süreci, aracı kurum olarak İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından gerçekleştirilecektir.**

### INFO Yatırım Araştırma Ekibi

Oytun Altaşlı Widmer– Araştırma Direktörü

Ercan Uysal– YK Danışmanı

Çağlar Toros– Uzman Analist

Bartu Çolak– Yardımcı Uzman Analist

Kutay Ağırbaş– Yardımcı Uzman Analist