

Gayrimenkul Sektörü

Konut Sektörü

2024 yılının ilk üç çeyreğinde konut satışları bir önceki yılın aynı dönemine göre %5,2 oranında artış kaydetmiş olup, 947.236 adet olarak gerçekleşmiştir. Yabancılar yapılan satışlar 2024 yılının üç çeyreğinde 17.090 olurken, yabancılar satışların toplam satıştaki payı %1,80 olarak gerçekleşmiştir.

Satış şekline göre yapılan değerlendirmede ise ipotekli satışlarda bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %42,6 oranında düşüş kaydederek, 92.310 adet olarak gerçekleşmiştir. İpotekli satışların toplam satışlar içerisindeki payı 2024 yılının ilk yarısında %9,75 olarak gerçekleşmiştir. İpotekli satışlardaki gerilemenin ana unsuru konut kredisindeki yükselen faiz oranlarıdır (Kaynak: TÜİK, Konut Satış İstatistikleri, Eylül 2024, <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Konut-Satis-Istatistikleri-Eylul-2024-53762>).

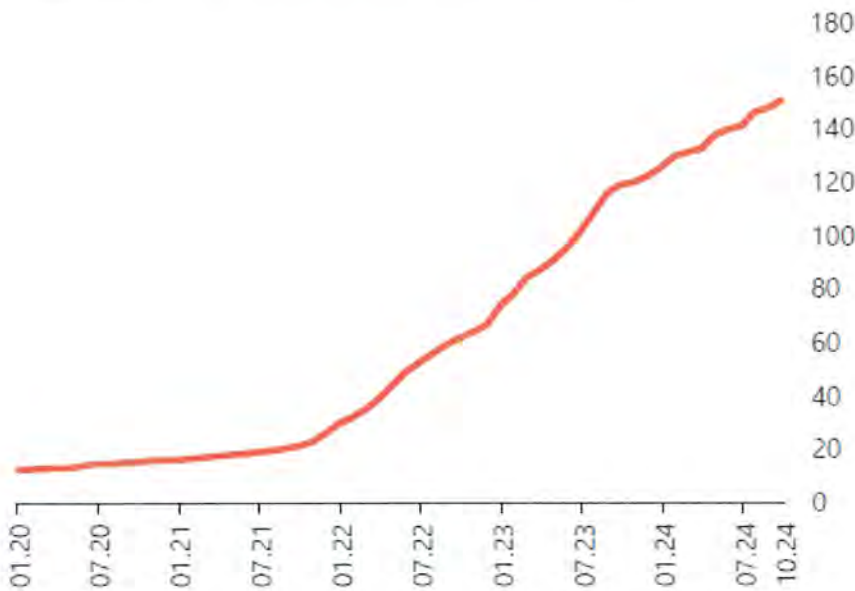
Tablo 1: Konut Fiyat Endeksleri (2023 = 100)

					
Konut Fiyat Endeksi	151,1	140,9	158,2	149,0	149,0
Yıllık Değişim	%26,8	%21,2	%32,5	%28,7	%28,7
Aylık Değişim	%2,1	%1,1	%2,8	%4,5	%4,5

(Kaynak: TCMB, Konut Fiyat Endeksi, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8bbac42a-c854-4c58-8b0c-e7e55c35ec2d/KFE.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-8bbac42a-c854-4c58-8b0c-e7e55c35ec2d-p5p.7h->)

Konut Fiyat Endeksi (2023=100), 2024 yılı Ekim ayında bir önceki aya göre %2,1 oranında artış göstererek 151,1 olarak gerçekleşmiş olup, bir önceki yılın aynı ayına göre nominal olarak %26,8 artış göstermiştir.

Grafik 1: Konut Fiyat Endeksi (Seviye, 2023 = 100)



Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Durum Tablosu				
Bin TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Diğer Borçlar	188.064	143.515	55.877	38
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	530.907	634.941	673.098	720.508
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	288.353	225.183	201.988	220.314
Toplam Yükümlülükler	40.053.175	29.010.928	26.894.117	23.631.213
Toplam Özkaynaklar	15.753.274	16.614.312	19.296.314	19.376.382
Toplam Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	15.664.447	16.548.803	19.288.590	19.368.521
Ödenmiş Sermaye	569.743	569.743	569.743	569.743
Sermaye düzetme farkları	5.873.942	5.873.942	5.873.942	5.873.942
Paylara İlişkin Primler	1.859.304	1.514.615	1.514.615	1.514.615
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	291.176	291.176	291.176	306.523
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler	0	59.210	26.154	0
Geçmiş yıllar karları	4.768.663	6.095.415	8.240.799	11.023.767
Net dönem karı	2.301.619	2.144.702	2.772.161	79.931
Kontrol gücü olmayan paylar	88.827	65.509	7.724	7.861
Toplam Kaynaklar	55.806.449	45.625.240	46.190.431	43.007.595

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Akfen İnşaat'ın 2021 yılında 55,8 milyar TL olan aktif büyüklüğü, 2022 yılında 2021 yılına göre %18,2 azalışla 45,6 milyar TL olarak, 2023 yılında ise 2022 yılsonuna göre %1,2 artışla 46,2 milyar TL olarak, 2024 yılı ilk dokuz ayında ise 2023 yıl sonuna göre %6,9 azalışla 43 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in aktiflerinin büyük bölümü duran varlıklarından oluşmakta olup, 30.09.2024 dönemi itibarıyla duran varlıkların toplam aktifler içerisindeki payı %83,4'tür. Akfen İnşaat'ın aktiflerinin büyük çoğunluğunu sahip olunan imtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlıklar ve yatırım amaçlı gayrimenkuller oluşturmaktadır.

Akfen İnşaat'ın 2021 yılında 48,5 milyar TL olan duran varlıkları, ağırlıklı olarak imtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlıklardaki değişim neticesinde 2022 yılında 2021 yılına göre %18,3 azalışla 39,6 milyar TL'ye, 2023 yılında ise 2022 yılsonuna paralel olarak 39,6 milyar TL seviyesinde, 2024 yılı ilk dokuz ayında ise ağırlıklı olarak imtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlıklardaki değişim neticesinde 2023 yılına göre %9,5 azalışla 35,9 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 30.09.2024 dönemi itibarıyla Şirket'in duran varlıkları toplam aktiflerinin %83,4'ünü oluşturmaktadır.

Akfen İnşaat'ın 2021 yılında 7,3 milyar TL olan dönen varlıkları ağırlıklı olarak imtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlıklardaki değişim neticesinde 2022 yılında 2021 yılına göre %18,0 azalışla 6 milyar TL'ye, 2023 yılında ise 2022 yılsonuna göre %9,1 artışla 6,6 milyar TL'ye yükselmiş olup 2024 yılı ilk dokuz ayında ise 2023 yılına göre %8,7 artışla 7,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 30.09.2024 dönemi itibarıyla Şirket'in dönen varlıkları toplam aktiflerinin %16,6'sını oluşturmaktadır.

Nakit ve nakit benzerleri

2021 yılında 1,1 milyar TL olan nakit ve nakit benzerleri, 2022 yılında 2021 yıl sonuna göre %32,9 azalarak 746,1 milyon TL, 2023 yılında bu yılda başlatılan yeni yatırımlara yapılan harcamaların da etkisiyle 2022 yıl sonuna göre %17,8 oranında azalarak 613,4 milyon TL, 2024 ilk dokuz ayı sonunda ise yapılan yatırımlara ilişkin harcamaların ve yapılan kredi geri ödemelerinin de da etkisiyle 2023 yılına göre %5,1 oranında azalarak 582,2 milyon TL olmuştur.

Ticari Alacaklar

30.09.2024 dönemi itibarıyla ticari alacakların 328,9 milyon TL (31.12.2023 itibarıyla 288,6 milyon TL, 31.12.2022 itibarıyla 258,3 milyon TL ve 31.12.2021 itibarıyla 276,5 milyon TL) tutarındaki kısmı Sağlık Bakanlığı ile imzalanan şehir hastaneleri sözleşmeleri uyarınca oluşan ticari alacaklardan oluşmaktadır.

Temel olarak şehir hastaneleri sözleşmeleri uyarınca elde edilen gelirlerdeki artış nedeniyle 2021 yılında 358,6 milyon TL olan kısa ticari alacaklar, 2022 yılında 2021 yılına göre %23,9 artışla 444,4 milyon TL'ye, 2023 yılında 2022 yıl sonuna göre %31,4 artışla 583,8 milyon TL'ye çıkmıştır. 2024 ilk dokuz ayı sonunda ise hem gelirlerdeki artış hem de tahsilat dönemi farklılığından dolayı, 2023 yılına göre %64,8 artışla 962,1 milyon TL'ye yükselmiştir.

Sağlık Bakanlığı'ndan olan ticari alacaklar, temel olarak şehir hastaneleri sözleşmeleri uyarınca elde edilen gelirlerdeki değişim nedeniyle 2021 yılında 276,5 milyon TL iken 2022 yılında %6,6 azalarak 258,3 milyon TL'ye, 2023 yılında 2022 yılına göre %11,7 artarak 288,6 milyon TL'ye çıkmıştır. 2024 ilk dokuz ayı sonunda ise tahsilat dönemi farklılığından dolayı 2023 yılına göre %14 artarak 328,9 milyon TL'ye çıkmıştır.

İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar

Akfen İnşaat, Sağlık Bakanlığı'yla imzalanan şehir hastaneleri sözleşmeleri uyarınca hazırlamış olduğu şehir hastaneleri yapım modeli ile uyumlu olarak finansal tablolarında söz konusu yatırımları TMS/TFRS'ye uygun olarak muhasebeleştirmektedir. Söz konusu muhasebeleştirmede, sözleşmeye dayalı nakit akışları, TFRS Yorum 12 kapsamında enflasyon oranı, döviz kurlarındaki değişim ve iskonto oranı nedeniyle değişkenlik göstermektedir. Akfen İnşaat'ın kısa ve uzun vadeli imtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlıkları finansal tablo dönemleri itibarıyla aşağıda yer almakta olup, hesaplanan gerçeğe uygun değer değişimlerinden dolayı 2021 yılında 45,8 milyar TL olan imtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlıklar 2022 yılında 2021 yıl sonuna göre %23,7 azalarak 34,9 milyar TL olmuş, 2023 yılında 2022 yıl sonuna göre %5,7 oranında artarak 36,9 milyar TL olarak, 2024 ilk dokuz ayı sonunda ise 2023 yılına göre %5 azalışla 35,1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Kısa ve Uzun Vadeli İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
İmtiyaz sözleşmelerine ilişkin kısa vadeli finansal varlıklar	5.031.866	4.073.275	4.065.649	3.426.264
İmtiyaz sözleşmelerine ilişkin uzun vadeli finansal varlıklar	40.733.971	30.857.848	32.871.471	31.656.503
Toplam	45.765.837	34.931.123	36.937.120	35.082.767
Kısa ve Uzun Vadeli İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
İmtiyaz sözleşmelerine ilişkin kısa vadeli finansal varlıklar	5.031.866	4.073.275	4.065.649	3.426.264
İmtiyaz sözleşmelerine ilişkin uzun vadeli finansal varlıklar	40.733.971	30.857.848	32.871.471	31.656.503
Toplam	45.765.837	34.931.123	36.937.120	35.082.767

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

Akfen İnşaat'ın Yatırım amaçlı gayrimenkulleri finansal tablo dönemleri itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Bina	2.354.763	2.711.766	2.823.501	2.418.269
Arsa	2.020.773	427.938	210.084	210.084

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Toplam	4.375.536	3.139.704	3.033.585	2.418.269

Stoklar

2021 yılında 103,1 milyon TL olan stoklar, 2022 yılında 2021 yılına göre %37,6 artışla 141,9 milyon TL'ye yükselmiş, 2023 yılında 2022 yıl sonuna göre %104 artışla 289,5 milyon TL olmuş ve 2024 ilk dokuz ayı sonunda 2023 yılına göre %21 artışla 350,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Mamuller genel olarak Akfen İnşaat'ın geliştirdiği İncek Loft projesindeki konutlar ve villa projesiyle ilgili tutarlardan oluşmaktadır. Daireler genel olarak kiraya verilerek değerlendirilmektedir. İlgili daire kiralandığında gerçeğe uygun değerinden yatırım amaçlı gayrimenkuller içerisinde gösterilmektedir, stoklarda ise boş olan daireler maliyetinden bırakılmaktadır. 30.09.2024 tarihi itibarıyla Ankara İncek Loft'ta 38 adet boş daire bulunmakta olup finansal tablolarda stok olarak muhasebeleştirilmiştir (Boş daire sayıları 31.12.2023 itibarıyla 31, 31.12.2022 itibarıyla 30 ve 31.12.2021 itibarıyla 33'tür). Şirket'in stokları finansal tablo dönemleri itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Stoklar (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Mamuller	103.132	141.939	195.998	350.243
Yarı mamuller	0	0	93.492	0
Toplam	103.132	141.939	289.490	350.243

Maddi Duran Varlıklar

Akfen İnşaat'ın maddi duran varlıklarının finansal tablo dönemleri itibarıyla detayı aşağıda yer almakta olup, 2024 yarıyılı itibarıyla ağırlığı arazi ve binalar ve özel maliyetler oluşturmaktadır (2023, 2022 ve 2021: arazi ve binalar, özel maliyetler ve yapılmakta olan yatırımlar). 2021 yılında 363,9 milyon TL olan maddi duran varlıkların net defter değeri, 2022 yılında yapılan bina yeniden değerlemesi ve özel maliyetlerdeki artış neticesinde 2021 yılına göre %18 artışla 429,4 milyon TL'ye yükselmiş, 2023 yılında Şirket'in yapılmakta olan yatırımlar kalemi altında yer alan proje harcamalarının giderleştirilmesi neticesinde 2022 yıl sonuna göre %33,4 azalışla 286 milyon TL olmuştur. 2024 ilk dokuz ayı sonunda ise ilgili dönemde gerçekleşen bina devirleri neticesinde maddi duran varlıkların net defter değeri 2023 yılına göre %39,3 azalarak 173,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Maliyet (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Arazi ve binalar	79.379	126.329	123.540	31.835
Tesis, makine ve cihazlar	33.920	34.296	36.861	39.380
Mobilya ve demirbaşlar	235.105	238.848	243.725	248.499
Taşıtlar	45.845	40.940	46.864	47.135
Yapılmakta olan yatırımlar	97.758	113.165	792	1.029
Özel maliyetler	123.831	171.169	171.169	171.169
Diğer	2.622	2.622	11.608	11.608
Toplam	618.460	727.369	634.559	550.655

Birikmiş Amortismanlar (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Arazi ve binalar	7.799	9.826	13.232	6.662
Tesis, makine ve cihazlar	16.371	20.716	25.164	28.689
Mobilya ve demirbaşlar	180.995	197.971	215.195	228.912
Taşıtlar	29.021	29.791	34.011	37.369
Yapılmakta olan yatırımlar	0	0	0	0
Özel maliyetler	19.814	38.754	59.263	72.910
Diğer	569	928	1.677	2.407
Toplam	254.569	297.986	348.542	376.949

Net Defter Değeri (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Arazi ve binalar	71.580	116.503	110.308	25.173

Net Defter Değeri (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Tesis, makine ve cihazlar	17.549	13.580	11.697	10.691
Mobilya ve demirbaşlar	54.110	40.877	28.530	19.587
Taşıtlar	16.824	11.149	12.853	9.766
Yapılmakta olan yatırımlar	97.758	113.165	792	1.029
Özel maliyetler	104.017	132.415	111.906	98.259
Diğer	2.053	1.694	9.931	9.201
Toplam	363.891	429.383	286.017	173.706

Yükümlülükler

Akfen İnşaat'ın kısa vadeli yükümlülükleri 2021 yılında 7 milyar TL iken, 2022 yılında 2021 yılına göre %23,1 azalışla 5,4 milyar TL'ye düşmüş, 2023 yıl sonuna göre %20 artışla 6,5 milyar TL'ye, 2024 yılı ilk dokuz ayı sonunda ise 2023 yılına göre %14 artışla 7,4 milyar TL'ye yükselmiştir. Kısa vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içindeki payı 30.09.2024 tarihi itibarıyla %17 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri 2021 yılında 33 milyar TL iken, 2022 yılında 2021 yılına göre %28,5 azalışla 23,6 milyar TL'ye, 2023 yılında 2022 yıl sonuna göre %13,5 azalışla 20,4 milyar TL'ye, 2024 yılı ilk dokuz ayı sonunda ise 2023 yılına göre %20,4 azalışla 16,3 milyar TL'ye düşmüştür. Uzun vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içindeki payı 30.09.2024 dönemi itibarıyla %37,8 olarak gerçekleşmiştir.

Finansal Borçlanmalar

Akfen İnşaat'ın finansal borçlanmalarının finansal tablo dönemleri itibarıyla detayı aşağıda yer almakta olup, finansal yükümlülükleri ağırlıklı olarak bugüne kadar gerçekleştirdiği yatırımlarda kullandığı finansal borçlardan oluşmakta olup, 2021 yılında 37,4 milyar TL olan kısa ve uzun vadeli finansal borçlanmalar, 2022 yılında 2021 yılına göre %26,8 azalışla 27,3 milyar TL'ye, 2023 yılında 2022 yıl sonuna göre %11,4 azalışla 24,2 milyar TL'ye, 2024 ilk dokuz ayı sonunda ise 2023 yılına göre %13,2 azalışla 21 milyar TL'ye düşmüştür.

Finansal Borçlanmalar (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6.091.262	4.727.172	4.723.842	5.700.731
Kısa vadeli teminatlı banka kredileri	1.294.680	341.884	220.838	1.633.306
Uzun vadeli teminatlı banka kredilerinin kısa vadeli kısmı	4.718.659	4.375.619	4.463.974	4.067.425
Uzun vadeli finansal kiralama borçlanmalarının kısa vadeli kısımları	62.041	0	39.030	0
Uzun vadeli faaliyet kiralama borçlanmalarının kısa vadeli kısımları	15.882	9.669	0	0
Uzun Vadeli Borçlanmalar	31.266.289	22.605.462	19.485.795	15.307.761
Uzun vadeli teminatlı banka kredileri	31.233.200	22.581.783	19.485.795	15.307.761
Uzun vadeli faaliyet kiralama borçlanmaları	33.089	23.679	0	0
Toplam	37.357.551	27.332.634	24.209.637	21.008.492

Ticari Borçlar

2021 yılında 508,5 milyon TL olan ticari borçlar, 2022 yılında 2021 yılına göre %5,5 artışla 536,5 milyon TL'ye, 2023 yılında 2022 yılsonuna göre %75,7 artışla 942,7 milyon TL'ye, 2024 ilk dokuz ayı sonunda ise 2023 yılına göre % 33,9 artışla 1,3 milyar TL'ye yükselmiştir. 30.09.2024 tarihi itibarıyla

ticari borçların ortalama vadesi 45 gündür (Ortalama vade, 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihleri itibarıyla da 45 gündür).

Özkaynaklar

Akfen İnşaat'ın 2021 yılında 15,8 milyar TL olan özkaynakları, 2022 yılında artan karlılık neticesinde 2021 yılına göre %5,5 artışla 16,6 milyar TL'ye, 2023 yıl sonu itibarıyla 2022 yıl sonuna göre %16,1 artışla 19,3 milyar TL'ye yükselmiş ve 2024 ilk dokuz ayı sonunda ise 2023 yılına paralel olarak yaklaşık 19,4 milyar TL civarında gerçekleşmiştir. Özkaynakların toplam kaynaklar içerisindeki payı 30.09.2024 tarihi itibarıyla % 45,1 olarak gerçekleşmiştir.

4.2. Gelir Tablosu

Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu kalemleri aşağıda yer almaktadır.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Gelir Tablosu					
Bin TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Hasılat	2.434.418	2.127.722	3.186.220	2.281.579	5.266.544
Satışların Maliyeti	-2.216.729	-2.178.469	-3.257.860	-2.302.307	-4.782.193
BRÜT KAR/(ZARAR)	217.689	-50.747	-71.640	-20.728	484.351
Genel Yönetim Giderleri	-254.992	-243.481	-306.585	-223.559	-276.996
Pazarlama Giderleri	-25.987	-23.519	-27.781	-22.230	-16.544
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	26.616.162	13.849.615	24.688.848	18.938.254	11.874.626
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-81.799	-153.783	-466.554	-205.981	-285.372
ESAS FAALİYET KARI	26.471.073	13.378.085	23.816.288	18.465.756	11.780.065
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	0	0	13.925
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-165.741	0	0	0	0
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI	26.305.332	13.378.085	23.816.288	18.465.756	11.793.990
Finansman Gelirleri	4.049.178	5.003.664	1.995.431	2.203.736	326.939
Finansman Giderleri	-23.284.715	-13.055.104	-16.583.023	-13.234.408	-5.350.862
Parasal kayıp	-2.336.294	-4.532.097	-5.723.765	-4.481.445	-4.298.098
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI	4.733.501	794.548	3.504.931	2.953.639	2.471.969
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-2.455.816	1.341.694	-739.726	-1.860.350	-2.391.901
-Dönem Vergi Gideri	-39.583	-8.713	-43.732	-57.370	0
-Ertelenmiş Vergi (Gideri)/Geliri	-2.416.233	1.350.407	-695.994	-1.802.980	-2.391.901
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI	2.277.685	2.136.242	2.765.205	1.093.289	80.068
DÖNEM KARI	2.277.685	2.136.242	2.765.205	1.093.289	80.068
Dönem Karının/(Zararının) Dağılımı					
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-23.934	-8.460	-6.956	-24.247	137

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Gelir Tablosu					
BİN TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Ana Ortaklık Payları	2.301.619	2.144.702	2.772.161	1.117.536	79.931

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Hasılat

Akfen İnşaat'ın gelirleri, sırasıyla Mart 2017, Ekim 2018 ve Kasım 2020 tarihleri itibarıyla faaliyete geçmiş olan Isparta Şehir Hastanesi, Eskişehir Şehir Hastanesi ve Tekirdağ Şehir Hastanesi'nde, elde edilen hizmet gelirlerinden, İncek Loft Projesi'nde satışı gerçekleşmiş olan konutlardan, Hacettepe Yurt ve Konukevi'nden elde ettiği kira gelirleri ile 09.02.2021'e kadar Isparta Yurt Yatırımları A.Ş.'den (09.02.2021 tarihi itibarıyla Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. payları Akfen GYO'ya satılmıştır) elde ettiği kira gelirlerinden, İncek Loft projesindeki kiraya verilerek değerlendirilen konutlar ve ticari alanlar ile hastanelerin içerisinde bulunan ticari alanlardan elde edilen kira gelirlerinden oluşmaktadır.

Bu gelirlere ek olarak Akfen İnşaat, 2023 yılında Hırvatistan'ın Zagreb şehrinde bulunan The Sisters of Mercy Hastanesi'nin renovasyon ve yeniden yapım ihalesini kazanmış, aynı zamanda da Akfen GYO'nun Bodrum Yalıkavak arsası üzerinde geliştirmeyi planladığı projeye ilişkin arsa üzerinde satışı planlanan villa projelerine ilişkin inşaat geliri elde etmeye başlamıştır. 2023 yılında ayrıca, Mart ayında Sağlık Bakanlığı'nın açmış olduğu 600 yataklı İskenderun Devlet Hastanesi ihalesi Akfen İnşaat - Dost İnşaat Adi Ortaklığı tarafından ve Mayıs ayında da Sağlık Bakanlığı'nın açmış olduğu 600 yataklı Amasya Devlet Hastanesi ihalesi Akfen İnşaat-Dost İnşaat Amasya Devlet Hastanesi Yapım İşi Adi Ortaklığı ve Eylül ayında da Sağlık Bakanlığı'nın açmış olduğu 150 yataklı Hatay Acil Durum Hastaneleri ihalesi Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş., Dost İnşaat ve Proje Yönetimi A.Ş. İş Ortaklığı tarafından kazanılmıştır. Şirket, bu projeleri inşaat süresi boyunca, projelerin tamamlanma oranlarına göre finansallarında inşaat geliri olarak muhasebeleştirmektedir. Hasılatla ilişkin bilgiler finansal tablo dönemleri itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Hasılat (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Operasyonel Gelirler					
Hastane hizmet gelirleri	2.252.999	1.781.126	2.270.781	1.679.801	2.201.899
İncek Loft daire satış gelirleri	116.006	295.354	160.715	163.007	71.571
Yurt gelirleri	51.939	30.953	34.905	27.904	25.247
Kira gelirleri	46.265	33.219	28.487	22.787	18.994
Satıştan iadeler (-)	-32.791	-12.930	-36.845	-7.848	-13.487
İnşaat Gelirleri					
Devlet hastaneleri proje gelirleri	0	0	193.371	6.952	2.024.835
Yalıkavak projesi gelirleri	0	0	294.263	232.933	529.476
Hırvatistan projesi gelirleri	0	0	240.543	156.043	408.009
Toplam	2.434.418	2.127.722	3.186.220	2.281.579	5.266.544

2022 yılında İncek Loft'taki daire satışlarının artmasına rağmen, hastane hizmet gelirlerinden elde edilen gelirler 2021 yılına göre %20,9 oranında azalış göstermiş ve Akfen İnşaat'ın 2022 yılı gelirleri 2021 yılına göre yaklaşık %12,6 oranında azalmıştır.

Akfen İnşaat'ın hizmet gelirleri 2023 yılında 2022 yılının aynı dönemine göre %27,5 oranında artmış ve yaklaşık 2,3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca hizmet gelirlerindeki artış etkisi ve Akfen İnşaat'ın 2023 yılı itibarıyla başladığı Hırvatistan, Yalıkavak, ve Devlet Hastaneleri Projelerine ilişkin inşaat gelirlerinin etkisi ile de Akfen İnşaat'ın hasılat rakamı 3,2 milyar TL'ye yükselmiş ve 2022 yılının aynı dönemine %49,7 oranında artmıştır. Akfen İnşaat'ın gelirleri 30 Eylül 2024 döneminde 30 Eylül 2023 dönemine göre %130,8 oranında artmış ve yaklaşık 5,3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu artışa hizmet gelirlerindeki %31,1 oranında artış katkı sağlarken, yine grubun 2023'ün ilk

çeyreğinden sonra başladığı projelerden elde ettiği inşaat gelirlerinin etkileri de hasılatın 3 milyar TL'ye yükselmesinde önemli etken olmuştur.

Ayrıca kamudan özel sektöre verilen imtiyazlı hizmet anlaşmalarının işletmeciler tarafından muhasebeleştirilmesini düzenleyen TFRS 12 yorumuna göre varlıklar, bilançoda finansal varlıklar altında gösterilmiş ve gelecek dönemde beklenen kullanım bedeli getirilerinin bugüne iskonto edilme yöntemi ile gerçeğe uygun değerinden ölçülmüştür. Finansal varlıkların gerçeğe uygun değer kayıpları ya da kazançları, kar veya zarar tablosunda esas faaliyetlerden elde edilen diğer gelirler/giderler altında muhasebeleştirilmesinden dolayı, Akfen İnşaat'ın şehir hastanelerinin işletmesi ile ilgili elde ettiği kira gelirleri hasılat altında gösterilmemektedir. Hastanelerin işletilmesinden elde edilen gelir hasılat altında gösterilseydi, Akfen İnşaat'ın düzeltilmiş hasılat tablosuna ilişkin bilgiler finansal tablo dönemleri itibarıyla aşağıdaki gibi olacaktı:

Düzeltilmiş Hasılat (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Operasyonel Gelirler					
Hastane Kira ve hizmet gelirleri	6.691.517	6.375.752	6.483.552	4.764.888	5.103.450
İncek Loft daire satış gelirleri	116.006	295.354	160.715	163.007	71.571
Yurt gelirleri	51.939	30.953	34.905	27.904	25.247
Kira gelirleri	46.265	33.219	28.487	22.787	18.994
Satıştan iadeler (-)	-32.791	-12.930	-36.845	-7.848	-13.487
İnşaat Gelirleri					
Devlet hastaneleri proje gelirleri	0	0	193.371	6.952	2.024.835
Yalıkavak projesi gelirleri	0	0	294.263	232.933	529.476
Hırvatistan projesi gelirleri	0	0	240.543	156.043	408.009
Toplam	6.872.936	6.722.348	7.398.991	5.366.666	8.168.095

Akfen İnşaat'ın 2022 yılına kadar elde ettiği bütün gelirler ilgili dönemler itibarıyla yurt içi satışlarından elde edilmekteyken, 2023 yılı itibarıyla Hırvatistan'ın Zagreb şehrinde bulunan The Sisters of Mercy Hastanesi'nin renovasyon ve yeniden yapım işine başlaması sebebiyle 31 Aralık 2023, 30 Eylül 2023 ve 2024 tarihleri itibarıyla sırasıyla yaklaşık 241, 156 ve 408 milyon TL'lik hasılat yurt dışı satışlarından geliri oluşmuştur.

Hasılat (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Yurtiçi satışlar	2.467.209	2.140.652	2.982.522	2.133.384	4.872.022
Yurtdışı satışlar	0	0	240.543	156.043	408.009
Satıştan iadeler (-)	-32.791	-12.930	-36.845	-7.848	-13.487
Toplam	2.434.418	2.127.722	3.186.220	2.281.579	5.266.544

Düzeltilmiş Hasılat (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Yurtiçi satışlar	6.905.727	6.735.278	7.195.293	5.218.471	7.773.573
Yurtdışı satışlar	0	0	240.543	156.043	408.009
Satıştan iadeler (-)	-32.791	-12.930	-36.845	-7.848	-13.487
Toplam	6.872.936	6.722.348	7.398.991	5.366.666	8.168.095

Satışların Maliyeti

Satışların maliyetlerine ilişkin bilgiler finansal tablo dönemleri itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almakta olup, 2021 ve 2022 yıllarında birbirlerine paralel olarak yaklaşık 2,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023 dönemi itibarıyla ise hastane hizmet giderlerinde bir önceki yıla göre %31,2 artışa bağlı olarak ve 2023 yılı itibarıyla başladığı Hırvatistan, Yalıkavak, Hatay, İskenderun ve Amasya projelerine ilişkin inşaat giderlerinin de etkisi ile bir önceki yılın aynı dönemine göre %49,5 artışla yaklaşık 3,3 milyar TL'ye yükselmiştir. Aynı şekilde 30 Eylül 2024 dönemi itibarıyla yine hastane hizmet giderlerinde bir önceki döneme göre %19,6 artışa bağlı olarak ve 2023'ün ilk çeyreğinden sonra başladığı projelerin tamamlanma oranlarındaki artışın etkisi ile bir önceki yılın aynı dönemine göre %107,7 oranında artışla yaklaşık 4,8 milyar TL'ye yükselmiştir. Ek olarak İncek Loft daire satış giderleri bulunmaktadır. Şirket devam eden projeleri için projelerin tamamlanma oranlarına inşaat giderlerini hesaplamakta ve finansallarında maliyet olarak muhasebeleştirmektedir.

Satışların Maliyeti (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Hastane hizmet giderleri	1.827.918	1.849.423	2.426.102	1.825.417	2.184.085
İnşaat giderleri	138.631	55.605	586.289	363.978	2.491.917
İncek Loft daire satış giderleri	125.297	170.617	127.544	10.349	39.586
Personel giderleri	30.570	13.123	11.852	7.520	26.013
Sigorta giderleri	55.926	43.000	55.193	39.202	10.764
Amortisman ve itfa payı Giderleri	1.765	11.200	11.995	8.818	7.846
Diğer	36.622	35.501	38.885	47.023	21.982
Toplam	2.216.729	2.178.469	3.257.860	2.302.307	4.782.193

Brüt Kâr

Akfen İnşaat'ın 2021 yılında yaklaşık 217,7 milyon TL olan brüt karı, 2022 yılında 2021 yılına göre azalış göstermiş ve -50,7 milyon TL olarak gerçekleşmiş, 2023 yılında ise 2022 yılına göre hastane hizmetlerinin kar marjının düşmesi nedeniyle %41,2 azalışla -71,6 milyon TL olmuştur. Grubun 30 Eylül 2024 dönemindeki brüt karı ise bir önceki senenin aynı dönemine göre yüksek oranda artışla 484,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Akfen İnşaat'ın brüt kar marjı ise 2021 yılında %8,9, 2022 yıl sonu -%2,4, 2023 sonu itibarıyla da -%2,2, 30 Eylül 2023 itibarıyla -%0,9 ve 30 Eylül 2024 itibarıyla ise %9,2 olarak gerçekleşmiştir.

Brüt kara ilişkin bilgiler finansal tablo dönemleri itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Brüt Kar (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Hasılat	2.434.418	2.127.722	3.186.220	2.281.579	5.266.544
Satışların Maliyeti	-2.216.729	-2.178.469	-3.257.860	-2.302.307	-4.782.193
Brüt Kar/(Zarar)	217.689	-50.747	-71.640	-20.728	484.351

Düzeltilmiş hasılat rakamlarına göre ise brüt kar rakamları 2021 yılında yaklaşık 4,66 milyar TL olurken, 2022 yılında ise 2021 yılına göre paralel olarak gerçekleşmiş ve yaklaşık 4,54 milyar TL olmuştur. 2023 dönemi itibarıyla ise bir önceki yılın aynı dönemine göre -%8,9 azalışla 4,14 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 30 Eylül 2024 döneminde ise bir önceki senenin aynı dönemine göre %10,5 artışla yaklaşık 3,39 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Düzeltilmiş hasılatlara göre Akfen İnşaat'ın brüt kar marjı ise 2021 yılında %67,7, 2022 yıl sonu %67,6, 2023 yıl sonu itibarıyla da %56, 30 Eylül 2023 itibarıyla %57,1 ve 30 Eylül 2024 itibarıyla ise %41,5 olarak gerçekleşmiştir.

Düzeltilmiş hasılatla göre brüt kara ilişkin bilgiler finansal tablo dönemleri itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Düzeltilmiş Brüt Kar (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Düzeltilmiş Hasılat	6.872.936	6.722.348	7.398.991	5.366.666	8.168.095
Satışların Maliyeti	-2.216.729	-2.178.469	-3.257.860	-2.302.307	-4.782.193
Brüt Kar	4.656.207	4.543.879	4.141.131	3.064.359	3.385.902

Genel Yönetim Giderleri

Akfen İnşaat'ın genel yönetim giderlerinin detayı finansal tablo dönemleri itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almakta olup, 2021 yılında 255 milyon TL olurken, 2022 yılında 2021 yılına göre %4,5 azalışla 243,5 milyon TL'ye düşmüştür. 2023 yılı için ise personel giderleri, danışmanlık giderleri, bağış ve yardımlar (deprem bağışları), seyahat ve temsil giderleri ile vergi, resim ve harç giderlerindeki artışa bağlı olarak bir önceki yılın aynı dönemine göre %25,9 artışla 306,6 milyon TL'ye yükselmiştir. İlgili kalemlerdeki artışlarda Akfen İnşaat'ın son dönemlerde geliştirdiği projelere bağlı olarak artan personel ve danışmanlık ihtiyacının etkisi ile deprem bağışlarının etkisi bulunmaktadır. 2024 yılı dokuz aylık ara döneminde ise, herhangi bir bağış ve yardım harcaması bulunmamasına karşın personel giderleri, danışmanlık giderleri, seyahat ve temsil giderleri ile vergi, resim ve harç giderlerindeki artışa bağlı olarak yine bir önceki yılın aynı dönemine göre %23,9 oranında artışla 277 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Genel Yönetim Giderleri (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Personel giderleri	87.300	82.176	85.955	65.357	131.827
Amortisman ve itfa giderleri	71.536	65.565	66.520	52.109	38.090
Danışmanlık giderleri	27.646	30.797	49.998	23.473	57.513
Vergi, resim ve harçlar	9.362	9.190	14.172	11.654	14.825
Seyahat ve temsil giderleri	4.531	10.503	20.664	17.683	18.893
Genel ofis giderleri	3.693	4.750	4.019	3.031	3.917
Kira giderleri	5.718	4.220	4.551	3.230	3.895
Sigorta giderleri	1.081	931	1.644	1.368	556
Bağış ve yardımlar	24.532	10.113	37.245	27.798	153
Diğer	19.593	25.236	21.817	17.856	7.327
Toplam	254.992	243.481	306.585	223.559	276.996

Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri

Akfen İnşaat'ın satış, pazarlama ve dağıtım giderlerinin detayı finansal tablo dönemleri itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Reklam giderleri	4.346	8.734	9.785	8.277	5.239
Aidat giderleri	7.649	5.872	6.224	5.255	4.239
Diğer	13.992	8.913	11.772	8.698	7.066
Toplam	25.987	23.519	27.781	22.230	16.544

Finansal Analiz

Likidite Oranları:

İşletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü ölçmek, likidite riskini değerlendirmek ve net çalışma sermayesinin yeterliliğini ölçmek için kullanılan orandır. Cari Oran, şirket dönen varlıklarının şirketin kısa vadeli yükümlülükleri olan cari pasiflerini ne ölçüde karşıladığını göstermektedir. Asit-Test Oranı stokların dönen varlıklara dahil edilmemesi durumunda kısa vadeli borçların ödenebilirliğini göstermektedir. Şirket'in cari oranı 2021 yıl sonu itibarıyla 1,05, 2022 yıl sonu itibarıyla 1,11, 2023 yıl sonu itibarıyla 1,01 ve 30.09.2024 itibarıyla 0,97 seviyelerinde oluşmuştur. Şirket'in asit-test oranı 2021 yılında 1,03, 2022 yılında 1,09, 2023 yılında 0,97 ve 30.09.2024 itibarıyla 0,92 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Likidite Oranları	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Cari Oran	1,05	1,11	1,01	0,97
Asit-Test Oran	1,03	1,09	0,97	0,92

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Vakıf Yatırım

Finansal (Mali) Yapı Oranları (Kaldıraç Oranları):

İşletmenin kaynak yapısını ve uzun vadeli borç ödeme gücünü, finansmanda yabancı kaynaklardan yararlanma derecesini gösteren oranlardır. Bilindiği üzere borcun maliyeti varlık karlılığının altında olduğu müddetçe borcun kaldıraç etkisi olumlu olarak değerlendirilir. Toplam Borç / Toplam Varlık Oranı toplam borcun toplam varlıklara bölünmesiyle bulunup, varlık toplamının ne kadarının uzun kısa ve uzun vadeli borç toplamı ile finanse edildiğini göstermektedir. Akfen İnşaat için ilgili oran 2021 yıl sonu itibarıyla 0,72, 2022 yıl sonu itibarıyla 0,64, 2023 yıl sonu itibarıyla 0,58 ve 30.09.2024 itibarıyla 0,55 seviyelerinde oluşmuştur. Toplam Borç / Özsermaye Oranı şirketin tüm borçlarının özsermayesi ile karşılaştırılması amacıyla kullanılır. İlgili oran şirketin toplam borçlarının özsermayeye bölünmesi ile hesaplanır ve şirketin her 1 TL'lik özsermayesine karşılık gelen borcu göstermektedir. Akfen İnşaat için ilgili oran 2021 yıl sonu itibarıyla 2,56, 2022 yıl sonu itibarıyla 1,75, 2023 yıl sonu itibarıyla 1,39 ve 30.09.2024 itibarıyla 1,22 seviyelerinde oluşmuştur. Özsermaye / Toplam Varlık Oranı özsermayenin toplam varlıklara olan oranıdır. Bu oran ne kadar yüksekse şirketin iflas riski o kadar düşüktür şeklinde yorumlanmaktadır. Oranın artış eğiliminde olması şirket açısından olumlu bir gelişmedir. Akfen İnşaat için ilgili oran 2021 yıl sonu itibarıyla 0,28, 2022 yıl sonu itibarıyla 0,36, 2023 yıl sonu itibarıyla 0,42 ve 30.09.2024 itibarıyla 0,45 seviyelerinde oluşmuştur. Özsermaye Çarpanı işletmenin toplam varlıklarının özsermayesinin kaç katı olduğunu göstermektedir. Akfen İnşaat için ilgili oran 2021 yıl sonu itibarıyla 3,56, 2022 yıl sonu itibarıyla 2,76, 2023 yıl sonu itibarıyla 2,39 ve 30.09.2024 itibarıyla 2,22 seviyelerinde oluşmuştur.

Finansal Yapı Oranları	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Toplam Borç / Toplam Varlıklar	0,72	0,64	0,58	0,55
Toplam Borç / Özsermaye	2,54	1,75	1,39	1,22
Özsermaye / Toplam Varlıklar	0,28	0,36	0,42	0,45
Özsermaye Çarpanı	3,54	2,75	2,39	2,22

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Vakıf Yatırım

TFRS Yorum 12 gereği Şirket'in şehir hastanelerinin işletmesi ile ilgili elde ettiği kira gelirleri hasılat altında gösterilmediğinden düzeltilmiş FAVÖK hesaplanmaktadır. Düzeltilmiş FAVÖK, düzeltilmemiş FAVÖK'e Şirket'in şehir hastanelerini işletmesi sonucu elde ettiği kira gelirlerinin eklenmesiyle hesaplanmaktadır.

- Düzeltilmiş FAVÖK, FAVÖK + "İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar" kalemi kapsamındaki tahsilatlar
- Düzeltilmiş Brüt Kâr, brüt kâr + "İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar" kalemi kapsamındaki tahsilatlar
- Düzeltilmiş Hasılat, hasılat + "İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar" kalemi kapsamındaki tahsilatlar

olarak hesaplanmaktadır.

FAVÖK hesaplama metoduna aşağıdaki tabloda yer verilmiştir:

A)Düzeltilmiş Hasılat	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
(Bin TL)					
Operasyonel Gelirler					
Hastane Kira ve hizmet gelirleri	6.691.517	6.375.752	6.483.552	4.764.888	5.103.450
İncek Loft daire satış gelirleri	116.006	295.354	160.715	163.007	71.571
Yurt gelirleri	51.939	30.953	34.905	27.904	25.247
Kira gelirleri	46.265	33.219	28.487	22.787	18.994
Satıştan iadeler (-)	-32.791	-12.930	-36.845	-7.848	-13.487
İnşaat Gelirleri					
Devlet hastaneleri proje gelirleri	0	0	193.371	6.952	2.024.835
Yalıkavak projesi gelirleri	0	0	294.263	232.933	529.476
Hırvatistan projesi gelirleri	0	0	240.543	156.043	408.009
Toplam	6.872.936	6.722.348	7.398.991	5.366.666	8.168.095
B)Satışların Maliyeti	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
(Bin TL)					
Hastane hizmet giderleri	1.827.918	1.849.423	2.426.102	1.825.417	2.184.085
İnşaat giderleri	138.631	55.605	586.289	363.978	2.491.917
İncek Loft daire satış giderleri	125.297	170.617	127.544	10.349	39.586
Personel giderleri	30.570	13.123	11.852	7.520	26.013
Sigorta giderleri	55.926	43.000	55.193	39.202	10.764
Amortisman ve itfa payı Giderleri	1.765	11.200	11.995	8.818	7.846
Diğer	36.622	35.501	38.885	47.023	21.982
Toplam	2.216.729	2.178.469	3.257.860	2.302.307	4.782.193
Düzeltilmiş Brüt Kar (Bin TL)	4.656.207	4.543.879	4.141.131	3.064.359	3.385.902
1)Genel Yönetim Giderleri (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Personel giderleri	87.300	82.176	85.955	65.357	131.827
Amortisman ve itfa giderleri	71.536	65.565	66.520	52.109	38.090
Danışmanlık giderleri	27.646	30.797	49.998	23.473	57.513
Vergi, resim ve harçlar	9.362	9.190	14.172	11.654	14.825
Seyahat ve temsil giderleri	4.531	10.503	20.664	17.683	18.893
Genel ofis giderleri	3.693	4.750	4.019	3.031	3.917
Kira giderleri	5.718	4.220	4.551	3.230	3.895
Sigorta giderleri	1.081	931	1.644	1.368	556
Bağış ve yardımlar	24.532	10.113	37.245	27.798	153
Diğer	19.593	25.236	21.817	17.856	7.327
Toplam	254.992	243.481	306.585	223.559	276.996
2)Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Reklam giderleri	4.346	8.734	9.785	8.277	5.139

Akfen İnşaat'ın özsermaye değerinin tespitinde;

- i) Şirket'in sahip olduğu yatırımların her biri için ayrı ayrı değer tespiti çalışması yapılarak ve elde edilen değerler "Toplama Yöntemi" kapsamında toplanarak ulaşılan "Net Aktif Değeri" ile
- ii) Akfen İnşaat için konsolide veriler dikkate alınarak "Pazar Yaklaşımı" yöntemleri arasında yer alan "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılarak ulaşılan özsermaye değerinin eşit oranda ağırlıklandırılarak kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmiştir.

Akfen İnşaat için “Toplama Yöntemi” kapsamında “Net Aktif Değer” büyüklüğüne ulaşabilmek içinse Şirket’in gelirleri içerisinde önemli yer tutan hastane yatırımları için “Gelir Yaklaşımı” yöntemlerinden olan “İndirgenmiş Nakit Akışları (“İNA”) Yöntemi” ile değer tespiti yapılmaya çalışılmıştır. İNA Yöntemi, şirketin projeksiyon döneminde yaratacağı nakit akımlarının belirli bir indirgeme oranı ile bugüne getirilmesi esasına dayanmaktadır. Şirkete olan nakit akışları, şirkete borç verenlere ve özkaynak sahiplerine kalan nakit akışlarını ifade etmekte olup şirket değerinin tespitinde bir bütün olarak değerlendirilmektedir. Şirkete olan serbest nakit akışlarının Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılarak bugünkü değerleri hesaplanmakta ve bu değerden finansal borçların çıkarılması ve nakit varlıkların eklenmesi suretiyle özkaynakların değeri tespit edilmektedir. İNA yöntemi hastane yatırımlarının yanı sıra Akfen İnşaat’ın taahhüt projeleri ve solo bazında değer tespiti için de kullanılmıştır.

Diğer taraftan Net Aktif Değer toplamı içinde yer alan yurt/konukevi ve gayrimenkul yatırımları için ise Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.3 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunacak Gayrimenkul Değerleme Kuruluşları Hakkında Tebliğ" hükümleri ile bu tebliğ ekinde yer alan "Değerleme Raporlarında Bulunması Gereken Asgari Hususlar" çerçevesinde Tebliğin birinci maddesi ikinci fıkrası " Sermaye piyasasında gayrimenkul değerlendirme faaliyeti; sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıklar, ihraççılar ve sermaye piyasası kurumlarının, sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki işlemlerine konu olan gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin, veya gayrimenkullere bağlı hak ve faydaların belli bir tarihteki muhtemel değerinin Kurul düzenlemeleri ve Kurulca kabul edilen değerlendirme standartları çerçevesinde bağımsız ve tarafsız olarak takdir edilmesini ifade eder" gereği hazırlandığı kabul edilen Gayrimenkul Değerleme Raporlarında yer alan değerler kullanılmıştır.

Bu çerçevede Şirket'in gayrimenkul portföyünün piyasa değeri tespitinde aşağıda yer alan tabloda gösterildiği üzere İncek Konut, İncek İşyeri ve Hacettepe Yurt yatırımları için SPK mevzuatına uygun bağımsız bir kuruluş tarafından hazırlanan Gayrimenkul Değerleme Raporları baz alınırken Romanya Villa için satın alma bedeli, İncek Villa için ise 30.09.2024 finansal tablo dönemi itibarıyla stoklarda yer alan değeri kullanılmıştır.

Gayrimenkul Yatırımları	Nitelik	Rapor Tarihi / Numarası	Piyasa Değeri (USD)
İncek Konut	Ankara İli, Gölbaşı İlçesi, Hacılar Mahallesi sınırları içerisinde 111328 Ada 1 Parsel üzerinde bulunan 148 adet bağımsız bölümün mevcut durum piyasa değerinin tespiti.	30.09.2024 2024-639	52.948.038
İncek İşyeri	Ankara İli, Gölbaşı İlçesi, Hacılar Mahallesi sınırları içerisinde 111328 Ada 1 Parsel 39 adet "İşyeri" vasıflı gayrimenkullerin piyasa değerinin tespiti.	30.09.2024 2024-638	18.769.878

- **Borçlanma maliyeti:** Akfen İnşaat uzun dönem ABD Doları cinsinden ağırlıklandırılmış ortalama borçlanma maliyeti ortalama %7,56 olarak hesaplanmış ve söz konusu oran kullanılmıştır.
- **Özsermaye Oranı:** Akfen İnşaat'ın özkaynaklarının toplam kaynaklarına oranı 2021, 2022, 2023 yılsonları ve 30.09.2024 itibarıyla incelenmiş olup bu oran söz konusu yıllarda sırasıyla %28,1, %36,3, %41,8 ve %45,0 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Tek bir yılın özsermaye oranını kullanmak yerine son 4 finansal tablo döneminin ortalamasını kullanmanın daha güvenilir sonuç vereceği değerlendirilerek, Şehir Hastaneleri'nin modelinde hedef özsermaye oranı olarak son 4 dönemin ortalaması %37,8 kullanılmıştır.
- **Kurumlar vergisi oranı:** Kurumlar vergisi oranı Projeksiyon Dönemi boyunca %30 olarak dikkate alınmıştır.
- **Beta:** Projeksiyon Dönemi boyunca Beta katsayısı 1,0 olarak dikkate alınmıştır.

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	ABD DOLARI
Risksiz Faiz Oranı	7,18%
Risk Primi	5,50%
Beta	1,0
Özsermaye Maliyeti	12,68%
Borçlanma Maliyeti	7,56%
Kurumlar Vergisi Oranı	30%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	5,29%
Özsermaye Oranı	37,8%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	8,08%

Kaynak: Vakıf Yatırım

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Özet Tablo	ABD Doları
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değerlerinin Toplamı	965.322.475
Net Borç (30.09.2024 itibarıyla)	540.334.540
Piyasa Değeri (30.09.2024 itibarıyla)	424.987.934
Piyasa Değerinin Bugünkü Değeri	430.341.635

Kaynak: Vakıf Yatırım

İNA ABD DOLARI - Şehir Hastaneleri ***	2024 Son 3 Ay Tahmini	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Gelirler*	50.455.546	218.512.398	221.060.834	232.417.432	234.757.074
Toplam Giderler**	22.722.814	104.473.732	103.062.213	113.429.033	115.929.749
FAVÖK	27.732.732	114.038.666	117.998.620	118.988.399	118.827.326
FAVÖK Marjı	55,0%	52,2%	53,4%	51,2%	50,6%
İşletme Sermayesi Değişimi	2.347.394	3.404.162	-2.589.206	647.903	-106.923
Yatırım Harcamaları	0	0	0	0	0
Kurumlar Vergisi	0	0	0	0	-5.020.966
Serbest Nakit Akımları (SNA)	25.385.338	110.634.504	120.587.826	118.340.496	113.913.283
AOSM	8,08%	8,08%	8,08%	8,08%	8,08%
İskonto Faktörü	0,99	0,94	0,87	0,81	0,75
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları	25.139.971	104.371.401	105.256.504	95.572.604	85.119.480

* Kullanım Bedeli ve Hizmet Gelirlerinin toplamından oluşmaktadır.

***İNA analizi kapsamında oluşturulan projeksiyonlarda Isparta, Tekirdağ ve Eskişehir Şehir Hastaneleri etkin ortaklık oranları doğrultusunda konsolide edilmiştir. Etkin ortaklık oranları Isparta, Tekirdağ ve Eskişehir Şehir Hastaneleri için sırasıyla %99,88, %100 ve %100'dür.

İNA ABD DOLARI - Şehir Hastaneleri ***	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Toplam Gelirler*	284.498.710	240.088.014	237.815.977	244.803.114	244.365.886	258.195.802
Toplam Giderler**	128.649.648	128.770.084	130.722.606	138.678.494	140.343.767	155.542.853
FAVÖK	155.849.063	111.317.930	107.093.371	106.124.620	104.022.119	102.652.949
FAVÖK Marjı	54,8%	46,4%	45,0%	43,4%	42,6%	39,8%
İşletme Sermayesi Değişimi	-9.732.824	-1.857.484	-1.431.072	14.950	-283.576	-103.157
Yatırım Harcamaları	0	0	0	0	0	0
Kurumlar Vergisi	-10.120.153	-18.096.001	-13.039.127	-13.290.375	-15.216.822	-21.646.931
Serbest Nakit Akımları (SNA)	155.461.734	95.079.413	95.485.316	92.819.295	89.088.872	81.109.175
AOSM	8,08%	8,08%	8,08%	8,08%	8,08%	8,08%
İskonto Faktörü	0,69	0,64	0,59	0,55	0,51	0,47
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları	107.481.238	60.820.531	56.513.845	50.828.945	45.138.887	38.023.486

Kaynak: Vakıf Yatırım

* Kullanım Bedeli ve Hizmet Gelirlerinin toplamından oluşmaktadır.

**Hizmet giderlerinden oluşmaktadır.

***İNA analizi kapsamında oluşturulan projeksiyonlarda Isparta, Tekirdağ ve Eskişehir Şehir Hastaneleri etkin ortaklık oranları doğrultusunda konsolide edilmiştir. Etkin ortaklık oranları Isparta, Tekirdağ ve Eskişehir Şehir Hastaneleri için sırasıyla %99,88, %100 ve %100'dür.

İNA ABD DOLARI - Şehir Hastaneleri ***	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Toplam Gelirler*	257.954.512	258.765.671	257.515.163	262.110.564	275.050.210
Toplam Giderler**	155.937.882	159.832.767	159.940.305	164.833.879	181.139.997
FAVÖK	102.016.630	98.932.905	97.574.857	97.276.686	93.910.212
FAVÖK Marjı	39,5%	38,2%	37,9%	37,1%	34,1%
İşletme Sermayesi Değişimi	-18.790	336.414	-22.620	-62.308	-2.130.542
Yatırım Harcamaları	0	0	0	0	0
Kurumlar Vergisi	-22.548.079	-22.586.406	-26.465.917	-26.463.152	-33.203.864
Serbest Nakit Akımları (SNA)	79.487.342	76.010.084	71.131.560	70.875.842	62.836.891
AOSM	8,08%	8,08%	8,08%	8,08%	8,08%
İskonto Faktörü	0,43	0,40	0,37	0,34	0,32
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları	34.477.398	30.504.385	26.412.405	24.349.969	19.974.201

Kaynak: Vakıf Yatırım

* Kullanım Bedeli ve Hizmet Gelirlerinin toplamından oluşmaktadır.

**Hizmet giderlerinden oluşmaktadır.

***İNA analizi kapsamında oluşturulan projeksiyonlarda Isparta, Tekirdağ ve Eskişehir Şehir Hastaneleri etkin ortaklık oranları doğrultusunda konsolide edilmiştir. Etkin ortaklık oranları Isparta, Tekirdağ ve Eskişehir Şehir Hastaneleri için sırasıyla %99,88, %100 ve %100'dür.

İNA ABD DOLARI - Şehir Hastaneleri ***	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T
Toplam Gelirler*	209.210.333	212.800.981	214.054.800	163.400.869	159.392.582
Toplam Giderler**	137.585.798	142.781.765	142.739.502	113.460.056	110.907.972
FAVÖK	71.624.535	70.019.216	71.315.297	49.940.814	48.484.610
FAVÖK Marjı	34,2%	32,9%	33,3%	30,6%	30,4%
İşletme Sermayesi Değişimi	-84.417	1.127.770	-765.834	-5.528.460	3.737.164
Yatırım Harcamaları	0	0	0	0	0
Kurumlar Vergisi	-18.135.302	-18.140.722	-17.737.248	-17.967.042	-29.198.877
Serbest Nakit Akımları (SNA)	53.573.649	50.750.723	54.343.884	37.502.232	15.548.569
AOSM	8,08%	8,08%	8,08%	8,08%	8,08%
İskonto Faktörü	0,29	0,27	0,25	0,23	0,22
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları	15.756.528	13.810.395	13.682.614	8.736.351	3.351.336
Kaynak: Vakıf Yatırım					

* Kullanım Bedeli ve Hizmet Gelirlerinin toplamından oluşmaktadır.

**Hizmet giderlerinden oluşmaktadır.

***İNA analizi kapsamında oluşturulan projeksiyonlarda Isparta, Tekirdağ ve Eskişehir Şehir Hastaneleri etkin ortaklık oranları doğrultusunda konsolide edilmiştir. Etkin ortaklık oranları Isparta, Tekirdağ ve Eskişehir Şehir Hastaneleri için sırasıyla %99,88, %100 ve %100'dür.

5.1.2. Taahhüt Projeleri

Akfen İnşaat'ın faaliyetlerinden bir diğeri taahhüt projeleri yüklenimi olup, yurt içi ve yurt dışında devam etmekte olan taahhüt projelerinin listesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	Proje	Şehir	İşletme Tipi	Öngörülen / Fıili Açılış Tarihi	Sözleşme Süresi (*)	Toplam Kapasite
Devam Eden Taahhüt Projeleri	Yalıkavak Loft	Bodrum	Yapım	2Ç 2025	yer teslimi + 24 ay	29 adet villa
	The Sisters of Mercy Hastanesi	Zagreb	Yapım ve Güçlendirme	4Ç 2025	yer teslimi + 23 ay	2 adet binanın yeni yapımı, 4 adet binanın restorasyonu
	Kıyıkışlacık (Loft lasos) Projesi	Muğla	Yapım	4Ç 2027	yer teslimi + 36 ay	464 Anahtarlı Tesis
	İskenderun Devlet Hastanesi	Hatay	Yapım	2Ç 2026	yer teslimi + sözleşmede belirtilen süre	600 yataklı hastane inşaatı
	Amasya Devlet Hastanesi	Amasya	Yapım	4Ç 2026	yer teslimi + sözleşmede belirtilen süre	600 yataklı hastane inşaatı
	Acil Durum Hastaneleri	Hatay	Yapım	3Ç 2024	yer teslimi + sözleşmede belirtilen süre	Her biri 50 yataklı olan 3 hastane inşaatı (40.850 m ² inşaat alanı)

Kaynak: Şirket

5.1.3. Taahhüt Projeleri ve Solo Değer Tespiti

Şirket'in taahhüt projeleri ve solo bazında değerlemesi için İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi kullanılmış olup, 2044 yılına kadar nakit akımları ABD Doları bazında tahmin edilmiştir. Projeksiyon döneminin 2044 yılına kadar uzatılmasında Şirket'in solo bazında nakit akımlarının Isparta, Eskişehir ve Tekirdağ Şehir Hastaneleri'nin T.C. Sağlık Bakanlığı ile imzalanmış olan KÖİ Modeli ile Yapım İşleri ile Ürün ve Hizmetlerin Temin Edilmesi İşi Sözleşme uyarınca belirlenmiş olan işletme sürelerinin bitiş tarihleri dikkate alınmıştır. Akfen İnşaat Isparta SPV, Eskişehir SPV ve Tekirdağ SPV'ye yapmış olduğu hizmetler karşılığında gelir kaydetmekte, söz konusu hizmetleri ise alt yüklenici firmalara yaptırmaktadır. Bu doğrultuda, Şirket'in solo bazında nakit akımları, ağırlıklı olarak portföyünde bulunan SPV'lere yaptığı hizmetler karşılığında elde ettiği gelirler ve bu hizmetleri yaptırdığı alt yüklenicilere olan giderlerin tahmini ile projekte edilmiştir.

Şirket'in taahhüt projelerinin ise 2027 yılına kadar yaratacağı gelirler belli olup, sonraki yıllara ait gelirlerin tahmini için "tahsilat/iş büyüklüğü" oranı kullanılmıştır. Şirket'in 2012 yılından itibaren aldığı iş büyüklüklerinin ortalaması 147.921.737,53 ABD Doları olup, 2027 yılında söz konusu tutar kadar iş alacağı varsayılmıştır. Sonraki yıllarda ise, iş büyüklüğünün ABD enflasyonu oranında artacağı tahmin edilmiştir.

2013 yılından 2023 yılına kadar alınan işlerin aynı dönemdeki yıllık yapılan tahsilatlara oranlanmasıyla bulduğumuz "tahsilat/iş büyüklüğü" ortalaması ise 1,61'dir. 2027 yılından itibaren "tahsilat/iş büyüklüğü" oranının ihtiyatlılık gereği %30 iskonto uygulanarak 1,12 olarak alınması uygun bulunmuş olup, bu doğrultuda 2027 yılından projeksiyon döneminin son yılı olan 2044 yılına kadar olan dönemde her yıl alınan iş büyüklüğünün 1,12'si kadar tahsilat yapılacağı öngörülmüş ve gelir projeksiyonu bu yöntemle oluşturulmuştur.

Taahhüt projelerinin 2027 yılından itibaren FAVÖK marjının, geçmiş yıl projelerinin ortalama FAVÖK marjı ve mevcut sözleşmeler baz alınarak her yıl %11 düzeyinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Taahhüt faaliyetlerinin değerlemesinde İNA yöntemi kapsamında Projeksiyon Dönemi'ne ilişkin nakit akımları ile birlikte Devam Eden Değer tahmini yapılmıştır. Uzun vadeli ABD enflasyon hedefi %2 olup, bu doğrultuda İNA modeli kapsamında Devam Eden Değer Büyüme Oranı %2 alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29. maddesi uyarınca, tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu doğrultuda İNA çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. AOSM, "öz sermaye oranı x öz sermaye maliyeti (risksiz faiz oranı + beta x risk primi) + borçlanma oranı x vergi sonrası borçlanma maliyeti" şeklinde hesaplanmakta olup, bu hesaplamada kullanılan parametreler aşağıda yer almaktadır.

- **Risksiz faiz oranı:** USD bazlı İNA modeli kapsamında risksiz faiz oranı olarak Türkiye 10 yıllık ABD Dolar cinsi tahvilin son 1 aylık getirisi olan %7,18 dikkate alınmıştır.
- **Risk primi:** Projeksiyon Dönemi boyunca risk priminin %5,5 düzeyinde olacağı varsayılmaktadır. Bu oran Aswath Damodaran'ın paylaştığı (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) 2023 yılı tarihsel gelişmiş piyasa risk primi olan %5,23 yerine ihtiyatlılık gereği %5,5 alınmıştır.
- **Borçlanma maliyeti:** Akfen İnşaat uzun dönem ABD Doları cinsinden ağırlıklandırılmış ortalama borçlanma maliyeti ortalama %7,56 olarak hesaplanmış olup taahhüt projelerinin ve solo değer tespitinde ihtiyatlılık gereği 3,5 puan ilave edilerek %11,06 borçlanma maliyeti kullanılmıştır.
- **Özsermaye Oranı:** Akfen İnşaat'ın özkaynaklarının toplam kaynaklarına oranı 2021, 2022, 2023 yılsonları ve 30.06.2024 itibarıyla incelenmiş olup bu oran söz konusu yıllarda sırasıyla %28,1, %36,3, %41,8 ve %45,0 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Tek bir yılın özsermaye oranını kullanmak yerine son 4 finansal tablo döneminin ortalamasını kullanmanın daha güvenilir sonuç vereceği değerlendirilerek, taahhüt ve solo değer tespitinde hedef özsermaye oranı olarak son 4 dönemin ortalaması %37,8 kullanılmıştır.
- **Kurumlar vergisi oranı:** Kurumlar vergisi oranı Projeksiyon Dönemi boyunca %25 olarak dikkate alınmıştır.
- **Beta:** Projeksiyon Dönemi boyunca Beta katsayısı 1,0 olarak dikkate alınmıştır.

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	ABD DOLARI
Risksiz Faiz Oranı	7,18%
Risk Primi	5,50%
Beta	1,0
Özsermaye Maliyeti	12,68%
Borçlanma Maliyeti	11,06%
Kurumlar Vergisi Oranı	25%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	8,29%
Özsermaye Oranı	37,8%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	9,95%

Kaynak: Vakıf Yatırım

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Özet Tablo	ABD DOLARI
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değerlerinin Toplamı	112.129.939
Devam eden değer büyüme oranı	2%
Devam eden değer bugünkü değeri	34.255.053
Net Borç (30.09.2024 itibarıyla)	34.299.258
Piyasa Değeri (30.09.2024 itibarıyla)	112.085.734
Piyasa Değerinin Bugünkü Değeri	113.811.524

Kaynak: Vakıf Yatırım

İNA (ABD Doları)	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Konsolide taahhüt gelirleri	173.744.251	177.497.127	181.295.566	185.265.939	189.341.789	193.469.440
Devlet Hastaneleri*	-	-	-	-	-	-
Sisters of Mercy	-	-	-	-	-	-
Yalıkavak Loft	-	-	-	-	-	-
Kıyıkışlacık	-	"	-	-	-	-
Konsolide taahhüt giderleri	154.632.384	157.972.443	161.353.054	164.886.685	168.514.192	172.187.802
Devlet Hastaneleri*	-	-	-	-	-	-
Sisters of Mercy	-	-	-	-	-	-
Yalıkavak Loft	-	-	-	-	-	-
Kıyıkışlacık	-	-	-	-	-	-
FAVÖK - Taahhüt	19.111.868	19.524.684	19.942.512	20.379.253	20.827.597	21.281.638
Akfen İnşaat solo gelirler	3.671.121	3.539.790	3.607.627	4.158.683	4.155.563	4.799.579
Akfen İnşaat solo giderler	4.456.714	4.552.979	4.650.413	4.752.257	4.856.806	4.962.685
FAVÖK - Solo	- 785.593	- 1.013.189	- 1.042.786	- 593.574	- 701.243	- 163.106
FAVÖK - Konsolide	18.326.275	18.511.495	18.899.726	19.785.679	20.126.353	21.118.533
Vergi (%25)	- 4.581.569	- 4.627.874	- 4.724.932	- 4.946.420	- 5.031.588	- 5.279.633
Net nakit akışı	13.744.706	13.883.622	14.174.795	14.839.260	15.094.765	15.838.899
AOSM	9,95%	9,95%	9,95%	9,95%	9,95%	9,95%
İndirgenmiş nakit akımları	8.759.732	8.047.663	7.473.008	7.115.453	6.583.068	6.282.589

Kaynak: Vakıf Yatırım

* İskenderun 600 Yataklı Devlet Hastanesi, Amasya 600 Yataklı Devlet Hastanesi ve Hatay Acil Durum Hastanelerinden oluşmaktadır.

İNA (ABD Doları)	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Konsolide taahhüt gelirleri	197.590.339	201.660.700	205.915.741	210.301.746	214.654.993
Devlet Hastaneleri*	-	-	-	-	-
Sisters of Mercy	-	-	-	-	-
Yalıkavak Loft	-	-	-	-	-
Kıyıkışlacık	-	-	-	-	-
Konsolide taahhüt giderleri	175.855.402	179.478.023	183.265.010	187.168.554	191.042.943
Devlet Hastaneleri*	-	-	-	-	-
Sisters of Mercy	-	-	-	-	-
Yalıkavak Loft	-	-	-	-	-
Kıyıkışlacık	-	-	-	-	-
FAVÖK - Taahhüt	21.734.937	22.182.677	22.650.732	23.133.192	23.612.049
Akfen İnşaat solo gelirler	4.828.506	4.540.445	4.814.436	4.832.936	5.069.478
Akfen İnşaat solo giderler	5.068.390	5.172.799	5.281.945	5.394.450	5.506.115
FAVÖK - Solo	- 239.883	- 632.353	- 467.508	- 561.514	- 436.638
FAVÖK - Konsolide	21.495.054	21.550.324	22.183.223	22.571.678	23.175.412
Vergi (%25)	- 5.373.763	- 5.387.581	- 5.545.806	- 5.642.919	- 5.793.853
Net nakit akışı	16.121.290	16.162.743	16.637.417	16.928.758	17.381.559
AOSM	9,95%	9,95%	9,95%	9,95%	9,95%
İndirgenmiş nakit akımları	5.816.009	5.303.371	4.965.174	4.594.998	4.291.021

Kaynak: Vakıf Yatırım

* İskenderun 600 Yataklı Devlet Hastanesi, Amasya 600 Yataklı Devlet Hastanesi ve Hatay Acil Durum Hastanelerinden oluşmaktadır.

İNA (ABD Doları)	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T
Konsolide taahhüt gelirleri	219.141.282	223.852.819	228.688.040	233.604.833	238.720.779
Devlet Hastaneleri*	-	-	-	-	-
Sisters of Mercy	-	-	-	-	-
Yalıkavak Loft	-	-	-	-	-
Kıyıkışlacık	-	-	-	-	-
Konsolide taahhüt giderleri	195.035.741	199.229.009	203.532.356	207.908.302	212.461.493
Devlet Hastaneleri*	-	-	-	-	-
Sisters of Mercy	-	-	-	-	-
Yalıkavak Loft	-	-	-	-	-
Kıyıkışlacık	-	-	-	-	-
FAVÖK - Taahhüt	24.105.541	24.623.810	25.155.684	25.696.532	26.259.286
Akfen İnşaat solo gelirler	3.927.299	3.002.946	3.777.779	2.739.327	3.027.681
Akfen İnşaat solo giderler	5.621.193	5.742.049	5.866.077	5.992.198	6.123.427
FAVÖK - Solo	- 1.693.894	- 2.739.103	- 2.088.298	- 3.252.870	- 3.095.746
FAVÖK - Konsolide	22.411.647	21.884.708	23.067.386	22.443.661	23.163.540
Vergi (%25)	- 5.602.912	- 5.471.177	- 5.766.847	- 5.610.915	- 5.790.885
Net nakit akışı	16.808.735	16.413.531	17.300.540	16.832.746	17.372.655
AOSM	9,95%	9,95%	9,95%	9,95%	9,95%
İndirgenmiş nakit akımları	3.774.145	3.351.947	3.213.413	2.843.632	2.669.294

Kaynak: Vakıf Yatırım

* İskenderun 600 Yataklı Devlet Hastanesi, Amasya 600 Yataklı Devlet Hastanesi ve Hatay Acil Durum Hastanelerinden oluşmaktadır.

5.1.4. Net Aktif Değer

Akfen İnşaat'ın faaliyetlerinde önemli büyüklükte olan yatırımlarının her biri için ayrı ayrı değer tespiti yapılarak, bulunan sonuçlar Şirket'in söz konusu yatırımlardaki etkin ortaklık oranı ölçüsünde alınarak toplanmış ve bu şekilde Akfen İnşaat için 641.481.917 ABD Doları büyüklüğünde Net Aktif Değer'e ulaşılmıştır. Net Aktif Değer'i gösteren özet tabloya aşağıda yer verilmektedir.

ABD Doları	Piyasa Değeri	Etkin Ortaklık Oranı (%)	Akfen İnşaat'ın Payı
Şehir Hastaneleri *	430.341.635	100,00%	430.341.635
Taahhüt + Akfen Solo	113.811.524	100,00%	113.811.524
Gayrimenkul	75.055.915	100,00%	75.055.915
Hacettepe	9.903.392	99,76%	9.879.624
Finansal Yatırım (Fon Katılım Payı)	12.393.218	100,00%	12.393.218
Net Aktif Değer	641.505.685		641.481.917

Kaynak: Vakıf Yatırım

*iNA analizi kapsamında oluşturulan projeksiyonlarda Isparta, Tekirdağ ve Eskişehir Şehir Hastaneleri etkin ortaklık oranları doğrultusunda konsolide edilmiştir. Etkin ortaklık oranları Isparta, Tekirdağ ve Eskişehir Şehir Hastaneleri için sırasıyla %99,88, %100 ve %100'dür.

**Gayrimenkullerin piyasa değeri SPK mevzuatına uygun bağımsız bir kuruluş tarafından hazırlanan Gayrimenkul Değerleme Raporlarından alınmıştır.

***Hacettepe Yurt yatırımı piyasa değeri tespitinde Spk mevzuatına uygun bağımsız bir kuruluş tarafından hazırlanan Gayrimenkul Değerleme Raporu kullanılmıştır.

5.1.1. Çarpan Analizi

Çarpan Analizi yönteminde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerdeki benzer yurt dışı halka açık şirketlerin çarpanları ile Şirket'in ilgili verilerinin çarpılması yoluyla değer tespiti yapılmaktadır. Çarpan Analizi yönteminde kullanılan başlıca değerleme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

- **Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satış):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler - Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

FD/Satış çarpanı, genellikle ciro yaratma kapasitesinin önemli olduğu perakende ve hızlı tüketim sektörlerinde faaliyet gösteren şirket değerlemelerinde kullanılmaktadır. Bu nedenle ana faaliyet konusu KÖİ modelinde hastane ve yurt proje yatırımları olan ve bayındırlık tesisleri, sanayi ve turistik tesislerin taahhüt işleri olan Akfen İnşaat değerlemesi için FD/Satış çarpanının uygun olmadığı değerlendirilmiştir.

- **Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. TFRS 10'un 27. Paragrafında "Yatırım İşletmesi" yatırımlarının tamamının (veya tamamına yakınının) performansını gerçeğe uygun değer esaslı üzerinden ölçen ve değerleyen işletme olarak tanımlanmaktadır. Akfen İnşaat, KÖİ modeli çerçevesinde işletmekte olduğu şehir hastanelerini, TFRS Yorum 12 kapsamında finansal varlık modeli uygulayarak konsolide finansal tablolarda muhasebeleştirmiştir. Akfen İnşaat, yatırımlarının ağırlıklı kısmını gerçeğe uygun değer ile muhasebeleştirmesinin sonucu "Yatırım İşletmesi" olarak değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda, "Yatırım İşletmesi" değerlemesinde kullanılmasının uygun olduğunu düşündüğümüz PD/DD çarpanının Akfen İnşaat değerlemesi için de uygun çarpan olduğu değerlendirilmiştir.

- **Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kârına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kârına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Söz konusu çarpan, şirketlerin dışsal etkenlerden arındırılmış, büyümenin finansmanı için gerekli yatırım harcamalarına ve borçların geri ödenebilmesi için lazım olacak nakit akımlarını yansıtan FAVÖK kalemini baz alması nedeniyle dünyada en çok kullanılan değerlendirme parametrelerinden birisidir. Paydasında yer alan FAVÖK aynı zamanda şirket nakit akımlarına yönelik bir gösterge sağlamakta bu sayede bir nevi nakit akımı bazlı yapılan değerlendirme çalışmalarının sağlaması olarak kullanılmaktadır. Bu nedenle benzer şirketler ile karşılaştırmayı olumsuz etkileyebilecek unsurlardan arınmış olan FAVÖK rakamının çalışmada karşılaştırma açısından daha uygun bir ölçüt olduğu öngörülmüş ve FD/FAVÖK çarpan analizinde kullanılmıştır.
- **Fiyat/Kazanç (F/K):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Fiyat /Kazanç (F/K) oranı, ülkeler arası vergilendirme esaslarının, finansmana erişim koşullarının, muhasebe yöntem ve politikalarının farklılık göstermesinin ve şirketlerin faaliyet konusu dışında elde ettikleri tek seferlik gelir giderleri yansıtmamasının sonucu benzer şirketlerin karşılaştırılmasını güçleştirdiği gerekçesiyle Akfen İnşaat değerlemesinde kullanılmamıştır.

Yurt Dışı KÖİ Şirketleri

			yönetimi ve işletilmesi hizmetleri sunmaktadır.
Quanta Services, Inc.	NYSE:PWR	ABD	Şirket elektrik ve gaz hizmetleri, yenilenebilir enerji, iletişim, boru hattı ve enerji endüstrileri için mühendislik, tedarik, inşaat, onarım ve bakım olmak üzere altyapı çözümleri sunmaktadır.
Skanska AB (publ)	OM:SKA B	İsveç	Ana faaliyet konusu altyapı hizmetlerinin sağlanması da dahil inşaat ve proje geliştirmedir.
AtkinsRéalis Group Inc.	TSX:ATRL	Kanada	Şirket mühendislik ve inşaat hizmetleri sağlayıcısı olarak kamu hizmetleri için altyapı imtiyazlarına yatırım yapmaktadır.
Vinci SA	ENXTPA:DG	Fransa	Şirket bağlı ortaklıklarıyla birlikte kamu-özel ortaklık modeliyle ulaştırma altyapı projelerini inşa edip işletmektedir.
HOCHTIEF Aktiengesellschaft	XTRA:HOT	Almanya	Şirket, kamu-özel ortaklık modeliyle altyapı, ulaşım ve enerji projelerinin inşası, işletmesi ve bakım onarım hizmetlerini sağlamaktadır.
Kajima Corporation	TSE:1812	Japonya	Şirket'in ana faaliyet konusu elektrik santralleri, demiryolları, karayolları, havaalanları ve limanların inşaatıdır.
Fujian Tendering Co., Ltd.	SZSE:301136	Çin	Şirket, kamu-özel sektör ortaklığı projelerinin performans değerlendirmesi, devlete ait işletme yatırımı ve gayrimenkul geliştirme yatırımları ile ilgili tüm süreçlerde danışmanlık hizmetleri vermektedir.
PNC Infratech Limited	NSEI:PNCINFRA	Hindistan	Şirket, farklı kamu-özel ortaklık modelleriyle başta otoyollar, köprüler, üst geçitler, enerji nakil hatları, havaalanı pistleri, demiryolu yük koridorları olmak üzere altyapı projelerini inşaa ederek işletmektedir.
Ramky Infrastructure Limited	NSEI:RAMKY	Hindistan	Şirket, otoyollar, köprüler, üst geçitler, hastaneler ve alışveriş merkezlerinde dahil olmak üzere kamu-özel ortaklığı modeliyle çeşitli kalkınma projeleri geliştirmektedir.
Taisei Corporation	TSE:1801	Japonya	Şirket'in ana faaliyet konusu inşaat mühendisliği, inşaat ve gayrimenkul geliştirme alanlarıdır. Aynı zamanda kamu-özel ortaklığı projelerinde de yer almaktadır.
Tetra Tech, Inc.	NASDAQGS:TTEK	ABD	Şirket devlet hizmetleri bölümü faaliyetleriyle yerel yönetimlere veri analizi ve bilgi yönetimi, mühendislik tasarımı, proje yönetimi ve işletme ve bakım hizmetleri sunarken aynı zamanda ulaşım, enerji, altyapı kalkınma projelerine yönelik mühendislik faaliyetlerini kamu kalkınma ajansları ile beraber yürütmektedir.
Argan, Inc.	NYSE:AGX	Kanada	Şirket'in ana faaliyet konusu nükleer sistemler, enerji sektörü, toplu taşıma sistemleri, otoyollar, binalar, endüstriyel tesislerin yanı sıra posta hizmetleri ve kamu hizmetleri için projelendirme, mühendislik ve inşaat hizmetleri sunmaktadır.
Asanuma Corporation	TSE:1852	Japonya	Ana faaliyet konusu Japonya'da okul, hastane, otel, kütüphane ve diğer kamu tesislerinin inşaatı ve işletilmesidir.

			kanalizasyon hatları, yol gibi birçok kamusal projeyi üstlenerek mühendislik ve inşaat hizmetleri sunmaktır.
Ahluwalia Contracts (India) Limited	BSE:532811	Hindistan	Şirket'in ana faaliyet konusu yapı işet devret yöntemi ile ticari kompleksler, bilgi teknolojisi parkları, kurumsal binalar, hastaneler ve şirket ofisleri, metro istasyonları ve depolar, sanayi tesisleri, kentsel altyapı projelerine yönelik mühendislik ve inşaat hizmetleri sunmaktır.
Granite Construction Incorporated	NYSE:GVA	ABD	Ana faaliyet konusu kamunun kullanımına yönelik yolların, kaldırımların korunmasının, köprülerin, demiryolu hatlarının, havaalanlarının, deniz limanlarının, barajların, rezervuarların, su kemerlerinin, altyapının ve saha geliştirmenin, belediye kurumları için ise su ile ilgili inşaatların inşaatı ve rehabilitasyonu hizmetlerini gerçekleştirmektedir.
Ircon International Limited	NSEI:IRCON	Hindistan	Şirket'in ana faaliyet konusu yeni demiryolu hatlarının inşası, mevcut hatların, istasyon binalarının ve tesislerinin ve köprülerin rehabilitasyonu/dönüştürülmesi, demiryolu köprüleri, tünelleri ile sinyalizasyon ve telekomünikasyon ağlarının yeniden düzenlenmesi, yol ve otoyol inşaatları, havaalanı terminal binaları, hastaneler, iş merkezleri için mühendislik ve inşaat hizmetleri sunmaktır.
Obayashi Corporation	TSE:1802	Japonya	Ana faaliyet konusu ticari tesisler, fabrikalar, hastaneler ve okullar dahil olmak üzere tüneller, köprüler, barajlar, demiryolları ve otoyollar gibi inşaat mühendisliği projelerini kamu özel işbirliği yöntemiyle gerçekleştirmek ve gayrimenkullerin geliştirilmesi ve kiralanmasıdır.
Kaynak: Capital IQ, Şirketlerin internet siteleri			

Şirket Adı	FD/FAVÖK	PD/DD
AECOM	13,4x	7,1x
Aecon Group Inc.	17,3x	1,9x
Jones Lang LaSalle Incorporated	13,8x	2,0x
Quanta Services, Inc.	16,9x	7,2x
Skanska AB (publ)	12,4x	1,6x
AtkinsRéalis Group Inc.	17,4x	3,6x
Vinci SA	7,0x	1,9x
HOCHTIEF Aktiengesellschaft	7,3x	12,1x
Kajima Corporation	12,8x	1,1x
Fujian Tendering Co., Ltd.	81,4x	2,6x
PNC Infratech Limited	5,7x	1,3x

Ramky Infrastructure Limited	11,6x	2,3x
Taisei Corporation	16,6x	1,3x
Tetra Tech, Inc.	17,3x	6,1x
Argan, Inc.	30,1x	6,8x
Asanuma Corporation	8,7x	1,2x
Ahluwalia Contracts (India) Limited	17,2x	4,0x
Granite Construction Incorporated	16,3x	4,3x
Ircon International Limited	19,2x	3,2x
Obayashi Corporation	13,3x	1,3x
Yurt Dışı KÖİ Şirketleri (Medyan)	13,6x	1,9x

Kaynak: Capital IQ

Not: Söz konusu çarpan değerleri 27.11.2024 tarihi itibarıyla.

Yurt Dışı Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri Olan Şirketler

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet Faaliyet Konusu
Daito Trust Construction Co.,Ltd.	TSE:1878	Japonya	Şirket, inşaat, emlak ve finans alanlarında faaliyet göstermektedir. Konut ve diğer yapıları tasarlamakta ve inşaa etmektedir. Ayrıca şirket oteller işletmektedir.
Five Point Holdings, LLC	NYSE:FPH	ABD	Şirket, konut ve arsa satışının yanında mevcut gayrimenkullerini işletmektedir.
Lendlease Group	ASX:LLC	Avustralya	Şirket, inşaat ve gayrimenkul geliştirme alanlarında faaliyet göstermektedir. İnşaat segmenti savunma ve sosyal altyapı projelerinin yanı sıra konut tasarımı, inşası hizmetlerini sunmaktadır.
Mitsubishi Estate Co., Ltd.	TSE:8802	Japonya	Şirket, konut inşası, gayrimenkul geliştirme, yönetme ve emlak komisyonculuğu faaliyetlerini yürütmektedir.
Sun Hung Kai Properties Limited	SEHK:16	Hong Kong	Şirket, konutlar, ofisler, alışveriş merkezleri, endüstriyel ofisler, oteller gibi mülkler geliştirip bu mülklerin kiralanması ve satışı faaliyetlerini yürütmektedir.
The St. Joe Company	NYSE:JOE	ABD	Şirket, gayrimenkul geliştirme ve varlık yönetimi alanlarında faaliyet göstermektedir.
Wall Financial Corporation	TSX:WFC	Kanada	Şirket, gayrimenkul yatırım ve geliştirme faaliyeti yürütmektedir. Otel, konut ve ticari mülklerin yönetimini gerçekleştirmektedir.
AP (Thailand) Public Company Limited	SET:AP	Tayland	Şirket, gayrimenkul geliştirme, emlak

			komisyonculuğu ve inşaat hizmetleri sunmaktadır.
Aura Investments Ltd.	TASE:AURA	İsrail	Şirket, konut projelerinin planlanması ve inşası alanlarında faaliyet göstermektedir. Ek olarak gayrimenkullerin kiralanması, yönetilmesi ve bakımı hizmetlerinde sunmaktadır.
Ayala Land, Inc.	PSE:ALI	Filipinler	Şirket, gayrimenkul geliştirme faaliyetleri çerçevesinde alışveriş merkezleri, ofisler, tatil köyleri projeleri gerçekleştirmektedir.
HIAG Immobilien Holding AG	SWX:HIAG	İsviçre	Şirket, proje geliştirme hizmetleri sunmaktadır. Gayrimenkul portföyüne yönelik saha ve proje geliştirme çalışmaları yürütmektedir.
Khang Dien House Trading and Investment Joint Stock Company	HOSE:KDH	Vietnam	Şirket, konut inşası, altyapı projelerinin inşası ve işletilmesi faaliyetlerini yürütmektedir.
Quality Houses Public Company Limited	SET:QH	Tayland	Şirket, gayrimenkul geliştirme işi yapmaktadır. Konut, otel ve ofis binalarının geliştirilmesi, kiralanması ve satışı hizmetlerini sunmaktadır.
Relo Group, Inc.	TSE:8876	Japonya	Şirket varlık yönetimi hizmetleri sunmaktadır.
Sanxiang Impression Co., Ltd.	SZSE:000863	Çin	Şirket gayrimenkul geliştirme alanında faaliyet göstermektedir. Konut ve ticari mülkler geliştirilmesinin yanı sıra inşaat malzemeleri satışıda gerçekleştirmektedir.
Tosei Corporation	TSE:8923	Japonya	Şirket gayrimenkul geliştirme ve varlık yönetimi alanlarında faaliyet göstermektedir.
Arriyadh Development Co.	SASE:4150	Suudi Arabistan	Şirket'in ana faaliyet konusu Suudi Arabistan'da konut ve konut dışı binalar, prefabrik binalar ve hükümet binaları inşa etmek, kiralamak ve satmaktır. Aynı zamanda konut ve konut dışı binaların tadilatı hizmetlerini sunmaktadır.
Central Pattana Public Company Limited	SET:CPN	Tayland	Ana faaliyet konusu alışveriş merkezleri, ofis binaları, apartmanlar ve konut binaları geliştirmek ve kiralamak, mülk yönetimi danışmanlığı ve kurumsal hizmetler sunmaktır. Şirket ayrıca alışveriş merkezleri için kamu hizmetleri de sunmaktadır.
Echo Investment S.A.	WSE:ECH	Polonya	Şirket Polonya'da ofis, perakende, konut binalarının, alışveriş merkezlerinin inşası, kiralanması ve satışı

			faaliyetlerini yürütmektedir.
			Şirket'in ana faaliyet konusu gayrimenkullerin kiralanması ve satışlarıdır. Gayrimenkul portföyünde ofis binaları, ticari binalar, kiralık konut binaları, oteller, banka şube binaları ve üst düzey konut tesisleri bulunmaktadır. Aynı zamanda varlık yönetimi hizmetleri ile sunmaktadır.
Hulic Co., Ltd.	TSE:3003	Japonya	Ana faaliyet konusu Brezilya'da gayrimenkul projelerinin planlanması, geliştirilmesi, inşası ve satışlarıyla ilgilenmektedir. Şirket, kentsel alışveriş merkezleri de dahil olmak üzere konut veya ticari mülkler geliştirmektedir. Ayrıca gayrimenkullerin alım satım, gayrimenkul haklarının edinimi, elden çıkarılması ve leasing yoluyla işletilmesi konularında da faaliyet göstermektedir.
Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A.	BOVESPA:MULT3	Brezilya	Şirket bağlı ortaklıklarıyla birlikte Şili, Peru ve Kolombiya'da gayrimenkul varlıkları geliştirir, sahibi olur, işletir ve yönetir. Şirket alışveriş merkezlerinin sahibi ve işletmecisidir. Aynı zamanda kiralık daire, ofis ve otellerin de sahibidir.
Parque Arauco S.A.	SNSE:PARAUCO	Şili	Şirket bağlı ortaklıklarıyla birlikte Filipinler, Çin ve Güneydoğu Asya'da gayrimenkul geliştirme işiyle uğraşmaktadır. Şirket dört segmentte faaliyet göstermektedir: Alışveriş Merkezi, Konut, Ticari ve Oteller ve Kongre Merkezleri.
SM Prime Holdings, Inc.	PSE:SMPH	Filipinler	
Kaynak: Capital IQ, Şirketlerin internet siteleri			

Şirket Adı	FD/FAVÖK	PD/DD
Daito Trust Construction Co.,Ltd.	6,5x	2,5x
Five Point Holdings, LLC	14,0x	0,4x
Lendlease Group	14,0x	1,0x
Mitsubishi Estate Co., Ltd.	15,3x	1,1x
Sun Hung Kai Properties Limited	10,7x	0,4x
The St. Joe Company	22,1x	4,2x
Wall Financial Corporation	17,4x	3,5x
AP (Thailand) Public Company Limited	8,4x	0,6x
Aura Investments Ltd.	30,4x	4,5x

Ayala Land, Inc.	11,4x	1,4x
HIAG Immobilien Holding AG	24,4x	0,8x
Khang Dien House Trading and Investment Joint Stock Company	47,7x	1,8x
Quality Houses Public Company Limited	10,2x	0,7x
Relo Group, Inc.	5,4x	4,6x
Sanxiang Impression Co., Ltd.	33,6x	0,8x
Tosei Corporation	11,4x	1,3x
Arriyadh Development Co.	10,7x	1,9x
Central Pattana Public Company Limited	13,5x	2,7x
Echo Investment S.A.	13,2x	1,1x
Hulic Co., Ltd.	0,0x	1,3x
Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A.	10,3x	2,0x
Parque Arauco S.A.	12,3x	1,1x
SM Prime Holdings, Inc.	13,9x	1,8x
Yurt Dışı Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri Olan Şirketler (Medyan)	12,3x	1,2x

Kaynak: Capital IQ

Not: Söz konusu çarpan değerleri 27.11.2024 tarihi itibarıyla.

5.1.2. Çarpan Analizi Sonucu

Çarpan Analizi kapsamında Şirket'in mevcut portföyünde yer alan faaliyet alanlarında yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren şirketler araştırılmıştır. Şirket ile birebir benzer faaliyetlere sahip yurt içinde halka açık bir şirkete rastlanmamıştır. Bu nedenle çarpan analizinde yurt içi şirketlerin kullanılmasının uygun olmayacağı değerlendirilmiştir. Yurt dışında ise, Şirket'in i) Kamu Özel İşbirliği modeliyle işletilen hastane yatırımlarının olması nedeniyle imtiyaz işleri alanında faaliyet gösteren şirketler ve ii) taahhüt faaliyetinin olmasının yanı sıra çeşitli gayrimenkullere de sahip olması nedeniyle iki grubunda kapsayan "Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri Olan Şirketler" araştırılmış ve yurt dışı benzer şirketler olarak Çarpan Analizi'nde kullanılmıştır. Genel piyasa uygulamaları göz önünde bulundurarak FD/FAVÖK (Son 12 Aylık) çarpanı itibarıyla 5x'in altı ve 25x'in üstü, PD/DD çarpanı itibarıyla da 4x'ün üstü uç değerler olarak kabul edilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir. Bu şekilde uç değerler hesaplama dışında tutulsa da ihtiyatlılık gereği ortalama yerine medyan değerler kullanılmıştır.

Çarpan Analizi'nde sadece yurt dışı çarpanlar kullanılmıştır. Sadece Yurt dışı çarpanların kullanılmasının sebepleri; Akfen İnşaat'ın, sağlık, inşaat, yurt ve gayrimenkul sektörlerini içeren farklı sektörlerde faaliyet göstermesine karşın, bunlardan KÖİ modeliyle işletilen şehir hastanesi yatırımlarının Şirket'in finansal büyüklüğündeki payı dikkate alındığında ön plana çıkması, yurt içinde Kamu Özel İşbirliği ("KÖİ") modeli ile hastane işleten benzer bir şirketin olmamasıdır.

Şirket'in farklı faaliyet alanlarındaki yatırımları toplam net aktif değerine oranlanmış ve çarpan analizinde faaliyet alanlarına verilen ağırlıklar bu metot baz alınarak belirlenmiştir.

ABD Doları - NAD	Akfen İnşaat'ın Payı	Toplam İçindeki Payı
Şehir Hastaneleri Piyasa Değeri*	430.341.635	67%
Taahhüt + Akfen Solo Piyasa Değeri	113.811.524	18%
Gayrimenkul + Yurt Piyasa Değeri	84.935.539	13%
Finansal Yatırım (Fon Katılım Payı)	12.393.218	2%
Toplam Piyasa Değeri	641.481.917	100%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Şirket'in faaliyetlerinin önemli bölümünün Kamu Özel İşbirliği ("KÖİ") modelinde işlettiği şehir hastanelerinden olması, yurt içinde Kamu Özel İşbirliği modeli ile hastane işleten bir benzer şirketin olmaması ve Net Aktif Değerinin %67'si işletilen bu hastanelerden meydana gelmesi değerlendirilerek, yurt dışı KÖİ şirketler grubu %60, Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri şirketler grubu %40 olarak ağırlıklandırılmış ve bu şekilde değer tespiti yapılmıştır.

FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarına göre yapılan analizlere göre elde edilen özsermaye değerlerine eşit ağırlık verilerek, Çarpan Analizine göre Şirket özsermaye değeri 952.827.983 ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Değerleme	FD/FAVÖK (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt dışı (KÖİ*)	13,6x	60%
Yurt dışı (ÇGF**)	12,3x	40%
Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK	13,1x	100%
FAVÖK (Son 12 Aylık) - USD	121.452.440	
Firma Değeri - USD	1.586.882.881	
Net borç (30.09.2024 itibarıyla) - USD	585.193.857	
Özsermaye Değeri - USD	1.001.689.025	

*KÖİ: Kamu Özel İşbirliği

**Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri Olan Şirketler

Kaynak: Vakıf Yatırım

PD/DD Çarpanına Göre Değerleme	PD/DD (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt dışı (KÖİ*)	1,9x	60%
Yurt dışı (ÇGF**)	1,2x	40%
Ağırlıklandırılmış PD/DD	1,6x	100%
Defter Değeri (30.09.2024 itibarıyla) - USD	567.642.244	
Özsermaye Değeri - USD	903.966.867	

*KÖİ: Kamu Özel İşbirliği

**Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri Olan Şirketler

Kaynak: Vakıf Yatırım

Çarpan Bazlı Değerleme - Sonuç	Özsermaye Değeri (USD)	Ağırlık
FD/ FAVÖK	1.001.689.025	50%
PD/DD	903.966.867	50%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (USD)	952.827.946	100%

Kaynak: Vakıf Yatırım

6. Ekler

6.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

27.11.2024

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 27.11.2024 tarihli Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akademi Mah. Esentepe Marmara Çarşı Park Maya Sitesi
E-2/A Blok No:18 Beşiktaş/34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 35 77 Fax: 0212 352 38 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Borçluluk Kurumlar M.D. 992 008/8359
Mersis No: 0-9220-0980-5900017

Barış İNAL
Genel Müdür

Mehmet Doğa DOĞMUŞ
Müdür Yardımcısı

6.2. EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

SERMAVE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

27.11.2024

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 16.09.2024 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip, tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışana,
- Ayı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiğini ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Barış İNAL
Genel Müdür

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akademi Mah. Beşuluğu Marmar Cad. Parkmaya Sitesi
Etiler A Blok No:3 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tic. Sic. No: 275357 Şirket Sic. No: 3623620
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 367228
Bölge Sicil Kurumları C.O. 922 008 8359
Ticaret Sicil No: 367220-08845900017

Mehmet Doğa DOĞMUŞ
Müdür Yardımcısı

Mehmet Doğa DOĞMUŞ

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/17FB045A-C0EB-4002-9DE0-F6E0F18948F5>

SERMAİYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	29.06.2023	024980	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Lisans Hakkında

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasası Düzey 3 Lisansı turüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/5963633D-5D5B-436D-A0E2-62C0C97CAA99>

SERMAİYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	29.06.2023	027118	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Lisans Hakkında

Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı turüne ait 6 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Kredi Derecelendirme Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/35DFF5A2-51FF-4594-8F09-E6009E9EA2A7>

SERMAİYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	27.07.2023	027244	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Lisans Hakkında

Bu rozete sahip olan kişi, Kredi Derecelendirme Lisansı turüne ait 5 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Kredi Derecelendirme Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/7CC4A4AA-89B6-4D10-BD9E-CF31F2FA6041>

SERMayE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL Türkiye'de sermaye piyasasının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu mükemmel işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.



DÜZENLENDİĞİ TARİH

2013.05.2023

BELGE NUMARASI

02/2023

LİSANS DURUMU

AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Not: 1/1 - 1/1

Bu rozete sahip olan kişi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı türüne ait 5 sınavı konusundan başarılı olarak 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mükemmel işgücü, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansını almaya hak kazanmıştır.