

HOTEL DEVELOPMENT AND INVESTMENTS B.V.

Firma Değerleme Raporu



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

19 Şubat 2013

UYARI NOTU

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

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

İçindekiler

1. Giriş ve Kapsam	4
2. Sektör	7
2.1. Dünyada Turizm Sektörü	8
2.2. Rusya 'da Turizm Sektörü	9
2.3. Moskova 'da Turizm Sektörü	11
3. Firma	13
3.1. Kuruluş ve Mevcut Durum	14
3.2. Sermaye Yapısı	14
3.3. Finansal Duran Varlıklar	14
3.4. Finansal Tablolar	15
4. Değerleme	17
4.1. Kuruluş ve Mevcut Durum	18
4.2. Sermaye Yapısı	19

1. Giriş ve Kapsam

1. Kapsam ve Metodoloji

Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Akfen GYO”), bağlı ortaklıklarından olan Hotel Development and Investments B.V.’nin (“HDI”, “Firma”), Firma değerini belirlemek amacıyla değerlendirme danışmanlığı almak için Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.’ne (“TSKB”) başvuruda bulunmuştur.

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

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

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

Firmanın Net Aktif Değeri yöntemine göre değeri bulunurken, TSKB Gayrimenkul Değerleme’nin ilgili raporunda belirlenen değere göre “Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller” kalemi tarafımızca revize edilmiş ve buna göre HDI’nın 30 Eylül 2012 tarihli bilançosunda revize edilmiş aktiflerden, pasiflerinde bulunan tüm borç ve borç karşılıkları düşülmüştür.

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

HDI, Moskova'da bir Ibis Otel projesi üzerinde çalışmaktadır. Moskova Ibis Otel arsasının uzun süreli kira ve mülkiyet opsiyonu edinilmesine ilişkin hisse alım sözleşmesi imzalanmıştır. Söz konusu sözleşmeden doğan hakkın adil piyasa değerinin belirlenmesi amacıyla TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından 31.12.2012 tarihinde değerlendirme raporu hazırlanmıştır.

Firma, Moskova'daki otel projesini 24.11.2011 tarihinde devraldığı Dinamo-Petrovskiy Park XXI Vek-MS Limited Şirketi ile gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Devralınan şirket, Moskova Hükümeti ile 2005 yılında yatırım sözleşmesi imzalamış ve 25.11.2009 tarihinde imzalanan ve değerlendirme günü itibariyle iptal edilen kira sözleşmesinin hak sahibidir. 2009 yılında imzalanan kira sözleşmesine 07.08.2010 ve 12.07.2010 tarihlerinde, projenin gerçekleştirilme tarihinin 31.12.2013 tarihine kadar uzatılması amacıyla sözleşme ekleri düzenlenmiştir. Kasım 2012'de ise Moskova Hükümeti tarafından söz konusu yatırımın devam etmemesi yönünde tek taraflı bir karar alınmıştır. Alınan karara karşılık Moskova Tahkim Mahkemesi'nce 11.04.2012 tarihli verilmiş olan kararda Moskova Hükümeti'nin bu isteği red edilmiş ve alınan karar yürürlüğe girmiştir. Ancak, Moskova Hükümeti 06.08.2012 tarihinde sözkonusu arsaya yeni bir yatırımcı bulunması amacıyla ihaleye çıkarılması gerektiği yönünde karar almıştır. Bu süreçte Akfen GYO Moskova Hükümeti'ne dava açmış olup, dava sürecinde Akfen GYO'nun lehine gelişmeler yaşanmaktadır. Moskova Hükümeti ile Akfen GYO arasında iptal edilen kira sözleşmesi ile ilgili hukuki süreç devam etmektedir.

2.Sektör

2. Sektör

2.1 Dünyada Turizm Sektörü

Turizm ekonomilere doğrudan ve dolaylı fayda sağlayan bir sektör olarak, dünya genelinde pek çok ülke için önemli ölçüde ekonomik katma değer yaratmaktadır. En büyük sektörlerden biri sayılan turizm, gelişme ve büyüme vaad etmeye devam etmektedir.

Turizm sektörü, gerek planlama, konaklama, gezi organizasyonu/satışı gibi turistik faaliyetlerin, gerekse bu faaliyetlerden yararlanan -yalnızca turistlerin tüketimiyle kısıtlı olmayıp- kişilerin de ulaşım, oto kiralama gibi çok çeşitli faaliyetlerinin geniş bir çatı altında değerlendirildiği bir sektördür.

1980'lerden bu yana kendini iyice gösteren globalleşme ile birlikte, günümüzde ulaşım ve iletişim oldukça ulaşılabilir bir seviyeye gelmiş ve mobil bir ortam yaratılmıştır. Bununla beraber, zamanla yükselme gösteren yaşam standartları turizm sektörünü ileriye götüren motivasyonlardan biridir. Sektör, geziler, turlar, oteller, restoranlar, parklar, müzeler havayolları, seyahat acentaları, yolcu taşıma hizmetleri, spor-sağlık-kültür turizmi gibi çok çeşitli alanlarda kendini göstermekte, bu alanlarda çalışanlara istihdam sağlamakta, üretimde doğrudan/dolaylı fayda yaratan kişilerin harcamalarıyla da ekonomiye canlılık kazandırmaktadır.

Ekonomik yavaşlama dönemlerine paralel olarak durgunluk eğilimde olan sektör, ekonomideki iyileşme dönemlerindeyse hızlı bir toparlanma ve gelişim eğilimindedir. Turizm sektörü, ulaştırma, hizmet ve perakende gibi öne çıkan diğer ana sektörler için de itici güç oluşturmaktadır.

Gelire sağladığı katkı yanında, döviz geliri ile ödemeler dengesi açığının kapanmasında önemli rol oynamaktadır. Geniş kitlelere iş imkanı sağlamasının bir sonucu olarak istihdamın en yoğun olduğu sektörlerden biri olma avantajına sahiptir. Ülke için etkin bir pazarlama ve reklam aracı olan sektör, bilinçli ve proaktif hareket etmektedir.

World Travel & Tourism Council 2012 Raporu'na göre turizm bugün Dünya gayrisafi hasılasının önemli bölümünü oluşturan bir sektör konumundadır. Dünyada toplam GSYH içerisinde seyahat ve turizm sektörü, 2011 yılında 6 trilyon ABD dolarını aşan

büyüklüğü ile %9 pay sahibi olarak 255 milyon kişiye istihdam sağlamıştır. Önümüzdeki 10 yıl içerisinde seyahat ve turizm sektörünün yıllık ortalama %4 civarında büyüyeceği, toplam üretimin %10'unu sağlayacağı öngörülmektedir.

2.2 Rusya'da Turizm Sektörü

Ekonomik Bakış

Dünyanın en büyük doğal gaz ve ikinci petrol üreticisi olan Rusya, yaklaşık 1,5¹ trilyon ABD dolarına ulaşan GSYH'sı ile Dünyanın 10. büyük ekonomisi konumundadır. 2008 yılı sonunda ortaya çıkan global ekonomik krizden Rusya önemli oranda etkilenmiş olup; 2009 yılında Rusya Ekonomisi de %7,9 oranında küçülmüştür. 2010 yılında toparlanmaya başlayan ekonomi %4,8 ve 2011 yılında ise %4,2'lik büyüme göstermiştir. 2011 yılında ulaştığı bu oran ile Rusya, dünyanın 3. büyük büyüme oranına sahip ülke konuma gelmiştir. Rusya'nın 2012 yılı büyümesi %3,5 ve 2013 yılı büyümesi %3,9 olarak öngörülmektedir.

2008-2009 yıllarında çift haneli enflasyon oranına sahip Rusya, rublenin değerinin artması ve düşük ithalat fiyatları ile 2010 yılında tek haneli enflasyon oranına ulaşmış olup, enflasyon oranı %6,9 oranına gerilemiştir. 2011 yılı itibari ile enflasyonda tekrar artış gözlemlenmiştir. 2011 başında %8-9 seviyelerinde olan enflasyon, yılsonuna doğru %6'lara düşse de 2011 yılı enflasyon ortalaması %8,5 olmuştur. 2012 ve 2013 yılları için ise enflasyonun %6,5 seviyelerinde olması öngörülmektedir.

Rusya'da Turizm

2012 yılında Rusya Federasyonunun GSYH'sinin %5,8'ini seyahat ve turizm sektörünün oluşturacağı öngörülmektedir. Seyahat ve turizm sektörünün GSYH'ya olan katkısında ülkeyi ziyaret eden turist sayısı büyük önem taşımaktadır. 2011 yılında Rusya, yaklaşık 15 milyar ABD doları kadar turizm ihracatına sahipken, bu değer 2012 yılında %0,3 büyüyeceği beklenmektedir. Ayrıca, uluslararası turist sayısının da 2012 yılında 23,6 milyona ulaşacağı öngörülmektedir. 2022 yılında ise bu değerlerin 33,3 milyon turist sayısına ve 18 milyar ABD doları turizm ihracatına ulaşacağı beklenmektedir. Sektörün 103 milyar ABD doları seviyesinde olan turizm hasılasının ise 2022 yılına kadar yıllık ortalama %3,8 büyüyerek 157 milyar ABD dolarına ulaşması öngörülmektedir.

¹Dünya Bankası Raporu'nun 2010 yıl sonu için vermiş olduğu değerdir.

Sektörde krizle birlikte yapımı dondurulan projelerin 2009 yıl sonu itibariyle tekrar başlaması, dolayısıyla gerek otel gerekse ofis projelerinin sayısının toparlanan ekonomik yapıyla birlikte canlanacak talep doğrultusunda tekrar artışı gerçekleşmiştir. 2011 yılında 10 milyar ABD doları değerinde yatırım yapılmış olup, bu değer 2012 yılı yatırımları için %2,1 oranında büyüdüğü öngörülmektedir. 2022 yılında ise %5,3 büyüme kaydederek yatırım değerinin 18 milyar ABD dolarına ulaşması beklenmektedir. Ayrıca FIFA 2018 Dünya Kupası'nın Rusya'da yapılacak olması da ilerleyen yıllarda bölgeye yapılacak yatırımların büyüyeceğinin bir göstergesidir. Firma'nın proje geliştirdiği Moskova, Dünya Kupası maçlarının oynanacağı şehirler arasındadır. Rusya haritası, Moskova şehri işaretlenmiş şekilde aşağıda sunulmuştur.

Şekil 2.1: Rusya Federasyonu Haritası



World Travel & Tourism Council tarafından hazırlanan göre Rusya Turizmi gelir açısından GSYH'ya en yüksek katkı sağlayacak ilk 10 ülke arasında olacaktır.

Tablo 2.1: Turizm ve Seyahat Sektörü Hasıla Öngörülleri (Milyar ABD doları)

Ülke	2012-2022
Çin Halk Cumhuriyeti	994.9
A.B.D.	465.2
Hindistan	146.3
Brezilya	145.7
Meksika	81.6
Japonya	76.9
İngiltere	74.7
Endonezya	73.3
Rusya Federasyonu	49.9
Tayland	49.7

(Kaynak: World Travel & Tourism Council Report)

2.3 Moskova'da Turizm Sektörü

Rusya Federasyonunun başkenti olan Moskova yaklaşık 10,4 milyonluk nüfusa sahiptir. Şehir yaklaşık 1.000 km²'lik bir alana sahiptir. Ülkenin Avrupa kesiminde Moskova nehri üzerinde kurulmuş olan Şehir, Batıda Urallar üzerinden engin Sibiryta ovalarına ve Doğuda Okatsk Denizi'ne kadar uzanmaktadır.

Dünyanın sayılı turizm merkezlerinden olan Moskova'da sayısız müze, manastır ve kilise vardır. Pushkin Museum of Art, State Tretayakov Galerisi, Moscow Museum of Modern Art, Chudov Manastırı, Preobrazhenka Mezarlığı, Nativity Kilisesi ve St. Nicholas Kilisesi bunların başlıca örnekleridir. Şehrin tarihi yapısının yanı sıra, sene içinde yoğun şekilde yatırımcılar ve iş adamları tarafından da ziyaret edildiği bilinmektedir. Şehrin önde gelen sanayi dalları metal işleme ve makine yapımıdır. Diğer önemli sanâyi ürünleri arasında dokuma ve giyim eşyası, kimyevi maddeler, gıda, ayakkabı ve ağaç işleri sayılabilir.

Yıllık ziyaretçi sayısı yaklaşık olarak 4 milyon olan Şehrin, 2016 yılındaki toplam ziyaretçi sayısının 7 milyona ulaşması beklenmektedir. Şehirde Otelcilik sektörü 2008'deki ekonomik krizin etkisiyle azalma göstermişse de 2009 yıl sonu itibariyle yeniden toparlanmaya başlamış ve 2010 yılında 21.740 yatak kapasitesine ulaşmıştır. 2011 yılında ise bu sayıya yaklaşık 1.136 yeni yatak eklenmiştir. 2013'e kadar yatak sayısında 7.000 artış beklenirken, toplam büyüme %32 olarak öngörülmektedir. Otellerin doluluk oranları ise yıllık ortalama %70-%80 seviyelerinde olup; kültürel etkinliklerin olduğu zamanlarda bu değer %100 seviyelerine ulaşmaktadır.

2007 yılı istatistiklerine göre dünyanın en pahalı şehirleri listesinde 1. sıraya yerleşen Moskova şehri, Dünya'nın en yoğun işleyen ve mimarisi ile ünlü metro sistemine sahiptir. Şehir içi ulaşım metro, otobüs, tramvay ve trolleybüs gibi toplu taşıma araçlarına dayanırken, banliyölere ulaşım Moskova Küçük Çevre Demiryolu ve Moskova Metropolitan Alanı Çevre Demiryolu ile sağlanmaktadır. Ulaşım açısından ele alındığında, Moskova'da 5 havaalanı, 9 demiryolu istasyonu ve 2 nehir terminali bulunmaktadır.

3.Firma

3. Firma

3.1 Kuruluş ve Mevcut Durum

HDI, Rusya’da otel projeleri geliştirmek üzere 18 Mart 2011 tarihinde Hollanda’da %100 hissedarı Akfen GYO olmak üzere Akfen GYO’nun bağlı ortaklığı olarak kurulmuştur.

Firma, Moskova’daki otel projesini 24.11.2011 tarihinde devraldığı Dinamo-Petrovskiy Park XXI Vek-MS Limited şirketi ile gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Devralınan şirket, Moskova Hükümeti ile 2005 yılında yatırım sözleşmesi imzalamış ve 25.11.2009 tarihinde imzalanan ve değerleme günü itibariyle iptal edilen kira sözleşmesinin hak sahibidir. 2009 yılında imzalanan kira sözleşmesine 07.08.2010 ve 12.07.2010 tarihlerinde, projenin gerçekleştirilme tarihinin 31.12.2013 tarihine kadar uzatılması amacıyla sözleşme ekleri düzenlenmiştir. Kasım 2012’de ise Moskova Hükümeti tarafından söz konusu yatırımın devam etmemesi yönünde tek taraflı bir karar alınmıştır. Alınan karara karşılık Moskova Tahkim Mahkemesi’nce 11.04.2012 tarihli verilmiş olan kararda Moskova Hükümeti’nin bu isteği red edilmiş ve alınan karar yürürlüğe girmiştir. Ancak, Moskova Hükümeti 06.08.2012 tarihinde sözkonusu arsaya yeni bir yatırımcı bulunması amacıyla ihaleye çıkarılması gerektiği yönünde karar almıştır. Bu süreçte Akfen GYO Moskova Hükümeti’ne dava açmış olup, dava sürecinde Akfen GYO’nun lehine gelişmeler yaşanmaktadır. Moskova Hükümeti ile Akfen GYO arasında iptal edilen kira sözleşmesi ile ilgili hukuki süreç devam etmektedir.

Firma, söz konusu arazi üzerinde bir turizm yatırımı öngörmektedir. Yapılacak yatırım projesi, 480 odadan oluşacak bir tesis olup, bu tesisin İbis Otel markası ile Accor Grubu tarafından işletilmesi planlanmaktadır.

3.2 Sermaye Yapısı

Firmanın ödenmiş sermayesi son durum itibariyle 18.100 Euro’dur. Ödenmiş sermaye HDI’nin %100 bağlı ortaklığı olduğu Akfen GYO’ya aittir.

3.3 Finansal Duran Varlıklar

Değerleme tarihi itibari ile, HDI’nin Dinamo-Petrovskiy Park XXI Vek-MS Limited şirketi ve Investments B.V.(“Dinamo”) ile %100 bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

Ayrıca, Dinamo-Petrovskiy Park XXI Vek-MS Limited Şirketi'nin Keramit Financial Company Limited Şirketi ("Keramit") ile % 100 bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

3.4 Finansal Tablolar

18.03.2011 tarihinde kurulmuş olan HDI'nin 30 Eylül 2012 itibariyle özet bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3.1: HDI Bilanço

HOTEL DEVELOPMENT AND INVESTMENTS B.V.	
ÖZET BİLANÇOSU	
(TL)	30/09/2012
Nakit ve Benzerleri	6.563
Diğer Dönen Varlıklar	363
Toplam Dönen Varlıklar	6.926
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	5.020.629
Toplam Duran Varlıklar	5.020.629
AKTİF TOPLAMI	5.027.554
Finansal Yükümlülükler	86.068
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.780.994
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	1.582
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.868.644
Toplam Yükümlülükler	1.868.644
Ödenmiş Sermaye	3.343.464
Yabancı Para Çevrim Farkları	41.563
Geçmiş Yıllar Karları (Zararları)	- 47.789
Net Dönem Karı	- 178.328
Toplam Özsermaye	3.158.910
PASİF TOPLAMI	5.027.554

(Kaynak: HDI)

Firmanın aktiflerinde yer alan en önemli kalem olan "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller", 2005 ve 2009 yıllarında Moskova Hükümeti ile imzalanmış yatırım ve kira sözleşmesi kapsamındaki arsa üzerinde yapılacak olan otel yatırımını kapsamaktadır.

Firmanın pasiflerinde yer alan en önemli kalem olan "Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler", HDI'nin Dinamo'ya yapacağı 1.000.000 ABD doları ek ödemeyi kapsamaktadır. HDI, Keramit'in hisselerini satın alınırken Dinamo ile sözleşme

yapmış ve Moskova projesinin başlaması halinde Dinamo'ya 1.000.000 USD ek ödeme yapacağı taahhütünde bulunmuştur. Bu kalem altında gözüken borç, şarta bağlı yükümlülük olup Moskova projesinin başlaması halinde ödeme gerçekleştirilecektir.

Tablo 3.2: HDI Gelir Tablosu

HOTEL DEVELOPMENT AND INVESTMENTS B.V.	
ÖZET GELİR TABLOSU	
(TL)	30/09/2012
Genel Yönetim Giderleri	- 122.991
Diğer Faaliyet Giderleri/Gelirleri	- 59.411
FAALİYET KARI	- 182.403
Finansal Giderler/Gelirler	5.213
Ertelenen Vergi Gideri/Geliri	- 1.138
NET DÖNEM KARI/ZARARI	- 178.328

(Kaynak: HDI)

Şirket faaliyet geliri yaratmaya henüz başlamamış olup, “Diğer Faaliyet Giderleri/Gelirleri” kaleminde ki 59.411 TL, HDI'nin KDV alacak karşılığı bakiyesi ile gerçekleşen ufak tutarlı ödemelerin net değerini göstermektedir.

4.Değerleme

4.Değerleme

4.1 Kapsam ve Metodoloji

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

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

HDI'nin Net Aktif Değeri, Firmanın en son tarihli finansal tablosu olan 30 Eylül 2012 tarihli bilançosu dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Firma'nın 30 Eylül 2012 bilançosunda en önemli sabit kıymet kalemi olan "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller", TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin 31.12.2012 tarihli ekspertiz raporundaki piyasa değeri ile revize edilmiştir. HDI'nin aktifinde yer alan diğer kalemler ile Firma'nın yükümlülüklerine ilişkin değerler ise, piyasa değerini yansıttığı varsayımı ile bilançoda yer alan tutarlar üzerinden hesaplanmıştır.

Firmanın sabit kıymetleri, Moskova Hükümeti ile HDI'nin devraldığı şirket Dinamo ile 2005 yılında imzalanan yatırım sözleşmesi ve 25.11.2009 tarihinde imzalanan ve değerlendirme günü itibariyle iptal edilen kira sözleşmesine dayalı arsa üzerinde gerçekleştirilecek olan otel projesidir. 2009 yılında imzalanan kira sözleşmesine 07.08.2010 ve 12.07.2010 tarihlerinde, projenin gerçekleştirilme tarihinin 31.12.2013 tarihine kadar uzatılması amacıyla sözleşme ekleri düzenlenmiştir.

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

4.2 Değerleme Sonucu

30 Eylül 2012 bilançosu ve 31.12.2012 tarihli ekspertiz raporuna göre Firmanın Net Aktif Değeri 153.768.282 TL olarak belirlenmiştir.

Tablo 4.1: HDI Net Aktif Değeri

HOTEL DEVELOPMENT AND INVESTMENTS B.V.	
TL	31/12/2012 İTİBARIYLA NET AKTİF DEĞERİ
+ Nakit ve Benzerleri	6.563
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım	
+ Amaçlı Gayrimenkuller	155.630.000
+ Diğer Dönen Varlıklar	363
Toplam Varlıklar	155.636.926
- Finansal Yükümlülükler	86.068
- Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.780.994
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	1.582
Net Aktif Değer	153.768.282