

HOTEL DEVELOPMENT AND INVESTMENTS B.V.

Firma Değerleme Raporu



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

19 Şubat 2014

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 dışındaki 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	8
2.1. Dünyada Turizm Sektörü	9
2.2 Rusya'da Turizm Sektörü	11
2.3 Moskova'da Turizm Sektörü	13
3. Firma	15
3.1 Kuruluş ve Mevcut Durum	16
3.2 Sermaye Yapısı	17
3.3 Finansal Duran Varlıklar	17
3.4 Finansal Tablolar	17
4. Değerleme	20
4.1 Kapsam ve Metodoloji	21
4.2 Değerleme Sonucu	22

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’nin mali tabloları baz alınarak, detaylı hukuki ve finansal inceleme, muhasebesel denetim ve/ya yönetim sunumları gerçekleştirilmeden, Firma’dan temin edilen bilgi ve dokümantasyon kapsamındaki varsayımlar çerçevesinde 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 değerlendirme 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 portföyünde yer alan otel projesinin faaliyete başlamamış 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 Değer yöntemine göre değeri bulunurken, TSKB Gayrimenkul Değerleme’nin ilgili raporunda belirlenen değere göre “Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller” kalemi Firma

tarafından revize edilmiştir. HDI'nin 31 Aralık 2013 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.

4 Eylül 2013 tarihinde Akfen GYO'nun %100 bağlı ortaklığı HDI ile Beneta Limited arasında imzalanmış olan hisse satış sözleşmesi neticesinde, merkezi Rusya'da bulunan Severnyi Avtovokzal Limited şirketinin hisseleri, 12.975.000 ABD Doları bedelle HDI B.V. tarafından 4 Eylül 2013 tarihinde devralınmıştır. Severnyi Avtovokzal Limited şirketi, Moskova'nın merkezinde 2.010 m² arsanın üzerinde 317 odalı otel olarak projelendirilmiş ve yapı ruhsatı alınmış olan projenin ("Moskova Otel Projesi") haklarına sahiptir. 29 Ocak 2014 tarihinde Accor ile imzalanan kira sözleşmesine göre, Moskova Otel Projesi, yatırımının tamamlanması ile IBIS markası altında Accor tarafından işletilecek olup, söz konusu hisse devriyle doğan hakkın adil piyasa değerinin belirlenmesi amacıyla TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından 31.12.2013 tarihinde değerlendirme raporu hazırlanmıştır.

Firma, söz konusu otel projesine 1 km mesafede başka bir proje gerçekleştirmek için 24.11.2011 tarihinde Dinamo-Petrovskiy Park XXI Vek-MS Limited Şirketini devralmıştır. Dinamo, Moskova Hükümeti ile 2005 yılında yatırım sözleşmesi ve 25.11.2009 tarihinde kira sözleşmesi imzalamıştır. Ancak, HDI tarafından 24.11.2011 tarihinde devir alınan Keramit Financial Company Limited Şirketinin %100 hissesine sahip olduğu Dinamo-Petrovskiy Park XXI Vek-MS Limited Şirketine ait Moskova'nın merkezinde 3.000 m² arazinin kullanım hakkı ile ilgili kira sözleşmesi konusu yargıya taşınmış olup, yasal süreç devam etmektedir. Akfen GYO'nun 30 Eylül 2013 tarihinde yaptığı açıklamaya göre, 2012 yılında şirket bağlı ortaklığınca açılan davada ilk derece mahkemesi tarafından, Moskova Hükümeti tarafından dolaylı şirket bağlı ortaklığı lehine toplam 199.775.062,2 Ruble (yaklaşık 4.560.000 Euro) ödenmesi karara bağlanmıştır. Firma tarafından verilen bilgilere göre Moskova Hükümeti, ilk dava sonucunu takiben 2 aylık temyiz başvuru süresi içinde temyize başvurmuş, 23 Aralık 2013'te temyiz mahkemesi görülmüş ve mahkeme neticesinde ilk mahkeme kararı onanmıştır. Firma yetkilileri, bu süreci takiben Moskova Hükümeti'nin 26 Şubat 2014'e kadar yargıtaya başvurma hakkının

olduğunu, Firma avukatlarının süreci hızlandırmak adına 6 Şubat 2014’te yargıtaya başvurduklarını ve 10 Şubat 2014’te Moskova Hükümeti’nin de yargıtaya başvuru yaptığını belirtmiştir. Mahkemenin yoğunluğuna göre en geç 15 Mart 2014’e kadar duruşmanın gerçekleştirilmesi beklenmektedir.

2.Sektör

2. Sektör

2.1 Dünyada Turizm Sektörü

Dünyada 1950'lerden günümüze hızla büyüyen ve genişleyen bir gelişim sürecine girmiş olan turizm sektörü, ekonomilere doğrudan ve dolaylı fayda sağlayan bir sektör olarak, dünya genelinde pek çok ülke için önemli ölçüde ekonomik katma değer yaratmaktadır. Emek yoğun bir sektör olması nedeniyle geniş istihdam olanakları yaratması, gelişim gösterdiği bölge ve ülkenin ekonomisine artı değerler katması turizm sektörüne verilen önemi artırmıştır. Bugün ekonomilere katkı sağlayan en büyük sektörlerden biri sayılan turizm, gelişme ve büyüme vaad etmeye devam etmektedir.

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

1980'lerden bu yana kendini gösteren globalleşme ile birlikte, günümüzde ulaşım ve iletişim oldukça hızlı ulaşılabilir bir seviyeye gelmiş ve mobil bir ortam yaratılmıştır. Bununla beraber, zamanla yükselme gösteren yaşam standartları turizm sektörünü ileriye götüren motivasyonlardan 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 eğiliminde olan sektör, ekonomideki iyileşme dönemlerinde hızlı bir toparlanma ve gelişim eğilimi göstermektedir. Turizm sektörü, ulaştırma, hizmet ve perakende gibi öne çıkan diğer ana sektörleri de desteklemektedir.

Sektör, gelire sağladığı katkı yanında, döviz geliri ile ödemeler dengesi açığının kapanmasında önemli rol oynamaktadır. Turizm talebine bağlı olarak altyapı yatırımlarının geliştirilmesi, tarımsal ve sınai üretimin artırılması, haberleşme ve ulaştırma sistemlerinin iyileştirilmesi, ticaret ve hizmet işletmelerinin etkinlik kazanması turizmin gelişmesine bağlı olarak beklenen gelişmelerdir. Ülke için etkin

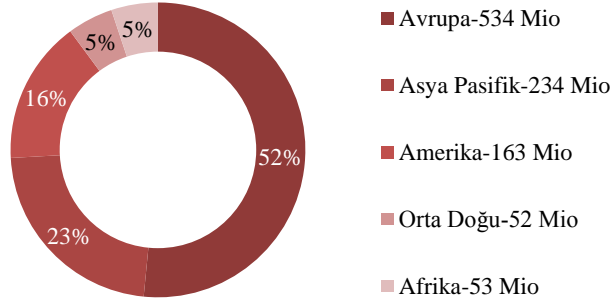
bir pazarlama ve reklam aracı olan sektör, uluslararası kültürel ve toplumsal iletişimi sağlayıcı bir etkiye sahiptir.

World Travel & Tourism Council 2013 Raporu'na göre turizm, bugün küresel GSYH'nin önemli bölümünü oluşturan bir sektör konumunda olup, 2013 yılında yaklaşık %4 oranında bir büyüme kaydetmiştir. Diğer sektörlerle etkisi de göz önüne alındığında, 2012 yılında seyahat ve turizm sektörü, küresel GSYH içerisinde 6,6 trilyon ABD dolarını aşan büyüklüğü ile %9,3 pay sahibi olarak 261,4 milyon kişiye istihdam sağlamıştır. Seyahat ve turizm sektörü, yapılan yabancı turist harcamalarına göre sınıflandırıldığında ise 2012 yılında 5,3 trilyon ABD doları olan yabancı harcamaların %76'sı tatil, %24'ü ise iş seyahati kapsamında gerçekleştirilmiştir.

Önümüzdeki 10 yıl içerisinde seyahat ve turizm sektörünün yıllık ortalama %4,4 civarında büyüyeceği, toplam GSYH'nin %10'unu oluşturarak yaklaşık 10,5 trilyon ABD dolarına ulaşacağı öngörülmektedir. Sektördeki büyüme, yükselen yaşam standartları ve harcanabilir gelirin de etkileriyle, tatil kapsamında yapılan yabancı harcamaların 2023 yılında %4,6'lık büyüme ile 5,2 trilyon ABD dolarına, iş seyahati kapsamında yapılan yabancı harcamaların ise %4,1'lik büyüme ile 1,6 trilyon ABD dolarına yaklaşacağı öngörülmektedir.

Dünya Turizm Örgütü'nün (DTÖ) 2013 Raporu'na göre, 2012 yılında turistler tarafından en çok ziyaret edilen bölge, %52'lik pay ve 534 milyon kişi ile Avrupa bölgesi olmuştur. Ayrıca raporda, dünya çapında seyahat eden turist sayısının 2012 yılında %4'lük bir artış ile 1,035 milyara yükseldiği açıklanmıştır. Rapora göre, seyahat eden turist sayısı gelişen ülkelerde %4,3; gelişmiş ülkelerde %3,7; Asya-Pasifik ülkelerde ise en yüksek oran ile %7 oranında büyüme yakalamıştır. 2012 yılında özellikle Euro bölgesindeki ekonomik durgunluk göz önüne alındığında, turizm sektöründeki yaklaşık %4'lük büyüme ile sektördeki turist sayısının ilk defa 1 milyarın üzerine çıkmasının, sektör açısından olumlu bir gelişme olduğu düşünülmektedir. Gelecek beklentilere yönelik olarak, 2030 yılında seyahat eden turist sayısının 1,8 milyara yükseleceği, günde 5 milyon insanın ülkeler arası seyahat edeceği, sektördeki büyümenin en hızlı Asya-Pasifik ülkelerde olacağı ve aile, arkadaş ziyareti ile sağlık amaçlı seyahatlerinin, iş seyahati ve tatil amaçlı seyahatlerin önüne geçeceği öngörülmektedir.

Grafik 2.1.1: 2012 Yılında Bölgeler Bazında Ziyaret Eden Turist Sayısı (Mio Kişi) ve Yüzdesel Pay Dağılımı (%)



Kaynak: Dünya Turizm Örgütü 2013 Raporu

2.2 Rusya'da Turizm Sektörü

Ekonomik Bakış

Dünyanın en büyük doğal gaz ve ikinci petrol üreticisi olan Rusya'nın 2012 yılı itibarıyla 1,9 trilyon ABD doları GSYH'sinin 2013 yılında 2,2¹ trilyon ABD doları seviyesini aşması tahmin edilmektedir. 2012 yılındaki GSYH'si ile Rusya dünyanın 9. büyük ekonomisi konumundadır. 2022 yılında ise Batı Avrupa ekonomilerini geçerek, yaklaşık 4,2² trilyon ABD doları GSYH ile dünyanın 7. büyük ekonomisi konumuna geleceği tahmin edilmektedir.

2008 yılı sonunda ortaya çıkan global ekonomik krizden Rusya önemli oranda etkilenmiş olup, 2009 yılında Rusya Ekonomisi %7,9 oranında küçülmüştür. 2010 yılında toparlanmaya başlayan ekonomi %4,8 ve 2011 yılında ise %4,2'lik büyüme göstermiştir. 2011 yılında ulaştığı bu oran ile Rusya, dünyanın 3. büyük büyüme oranına sahip ülke konuma gelmiştir. 2012 yılında ise Rusya'nın büyümesi %3,4'e gerilemiş olup, Rusya Devlet İstatistik Kurumu tarafından yapılan açıklamaya göre, büyümenin yavaşlamasındaki başlıca nedenler Euro bölgesindeki ekonomik durgunlukla birlikte Avrupa'daki talebin azalmasına bağlı olarak enerji kaynaklarının ihracatında düşüş, tüketici kredilerinde yavaşlama ve madencilik ile elektrik alanlarındaki üretimin azalması olarak gösterilmiştir. Ülkenin 2013 ve 2014 yılı büyüme tahminleri ise IMF tarafından sırayla %1,5 ve %3 olarak açıklanmıştır.

¹IMF tahminidir.

²CEBR tahminidir.

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'tir. 2012 yılında ise Rusya'nın iyiye giden ekonomisi ile beraber enflasyon %5,1 seviyesine düşmüştür. IMF tarafından açıklanan veriye göre, 2013 yılında enflasyon oranının %6,9 seviyesinde, 2014 ve 2017 yılları arasında ise %6 seviyesinde olacağı öngörülmektedir.

Rusya'da Turizm

2012 yılı itibarıyla yaklaşık 145,1 milyon nüfusa sahip olan Rusya'nın seyahat ve turizm sektörü 26,1 milyar ABD doları büyüklüğü ile GSYH'sının %5,9'unu oluşturmaktadır. Seyahat ve turizm sektörünün GSYH'ya olan katkısında ülkeyi ziyaret eden turist sayısı büyük önem taşımaktadır. 2012 yılında yaklaşık 23,6 milyon turist çeken ülkenin turizm ihracatı 17,6 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. 2013 yılında ise turist sayısının 30,6 milyona ulaşacağı ve turizm ihracatının %7,2 artacağı öngörülmektedir. Ayrıca, 2023 yılında bu değerlerin sırayla 52,5 milyon ve 30,4 milyar ABD doları seviyelerine ulaşacağı tahmin edilmektedir. Toplam turizm hasılası 108,4 milyar ABD doları olan sektörün 2013'te %5,6 artacağı ve sonraki yıllarda her yıl ortalama %4,6 artarak 2023'te 179,4 milyara ABD dolarına ulaşacağı öngörülmektedir.

Sektörde krizle birlikte yapımı dondurulan projeler 2009 yıl sonu itibariyle tekrar başlatılmış, dolayısıyla gerek otel gerekse ofis projelerinin sayısı toparlanan ekonomik yapıyla birlikte canlanarak talep doğrultusunda tekrar artış göstermiştir. 2012 yılında 10,8 milyar ABD doları değerinde yatırım yapılmış olup, bu değer 2013 yılı için %0,3 büyüyeceği öngörülmektedir. 2023 yılına kadar ise her yıl ortalama %5,7 büyüme göstererek yatırım değerinin 18,9 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



2.3 Moskova'da Turizm Sektörü

Rusya'nın başkenti olan Moskova yaklaşık 1.000 km²'lik alan ile 10,5 milyonluk nüfusa sahiptir. Ülkenin Avrupa kesiminde Moskova nehri üzerinde kurulmuş olan Şehir, Batıda Urallar üzerinden engin Sibiryaya 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 sanayi ürünleri arasında dokuma ve giyim eşyası, kimyevi maddeler, gıda, ayakkabı ve ağaç işleri sayılabilir. Bölgedeki turizm potansiyelini destekleyen bir diğer faktör ise 2018 yılında gerçekleşecek Dünya Kupası için Moskova'da stadyum inşa edilmesidir. 44.920 kişi kapasitesine sahip stadyum ile birlikte şehrin öneminin artacağı ve gelişmeye açık bir turizm bölgesi haline geleceği öngörülmektedir.

2012 yılında ziyaretçi sayısı yaklaşık olarak 5 milyon olan şehrin, 2025 yılı için hedefi 14,8 milyon ziyaretçidir. Şehirde Otelcilik sektörü 2008'deki ekonomik krizin etkisiyle azalma göstermişse de 2009 yıl sonu itibariyle yeniden toparlanmaya başlamıştır. 2012 yılı itibarıyla, şehirde 328 otel mevcut olup bu sayının 2025 yılına kadar 671'e ulaşması hedeflenmektedir. Otellerin doluluk oranları ise yıllık ortalama %70-%80 seviyelerinde olup; kültürel etkinliklerin olduğu zamanlarda bu değer %100 seviyelerine ulaşmaktadır.

Mercer Human Resources tarafından 2013 yılında yapılan araştırmada, yabancılar için dünyanın en pahalı 2. şehri konumunda olan Moskova, dünyanın 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 3 önemli 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 devralacağı, otel arsasının haklarına sahip olan Severny Autovakzal Limited şirketi’ni (“Severny”) satın almak için Severny’nin haklarını elinde bulunduran Beneta Limited şirketi ile 12.975.000 ABD Doları bedel karşılığında anlaşmış ve 04.09.2013 tarihinde sözleşme imzalamıştır. Severny, kadastrolu taşınmaz için Moskova şehri Yönetimi ile 20.04.2010 tarihinde 24.09.2056 tarihine kadar geçerli olacak şekilde ve tüm objenin otel olarak projelendirilmesi yükümlülüğü altında kira sözleşmesi imzalamıştır. Ayrıca, bu kira sözleşmesine ek olarak 02.06.2011 tarihinde kira sözleşmesi düzenlenmiştir. Otel projesinin gerçekleşmesi için gerekli olan devlet ekspertiz raporu 02.12.2011 tarihli şekilde mevcuttur. Raporda, Moskova Hükümeti tarafından söz konusu arsa üzerinde toplam 12.143,9 m²’lik kapalı alana sahip olacak şekilde inşa edilecek 10 katlı otel projesi (9 normal + 1 bodrum kat) onaylanmıştır. Belirtilen özellikler için onaylanmış olan projenin inşaat izni ise 19.04.2014 tarihine kadar geçerli olacak şekilde 19.04.2012 tarihinde alınmıştır.

Severny tarafından kullanım hakkına sahip olunan 2.010 m² yüzölçümüne sahip arsa üzerine inşa edilecek otel projesinde, 317 adet oda bulunmaktadır. HDI, otelin anahtar teslim inşaatı için Ant Yapı ile 16.500.000 Euro bedelle anlaşmış olup, Eylül 2013 içerisinde projenin inşaatına başlanmıştır. 31 Aralık 2013 itibarıyla projenin tamamlanma oranı yaklaşık %33 seviyelerindedir. Söz konusu Moskova Otel Projesi, 29 Ocak 2014 tarihinde Accor ile imzalanan kira sözleşmesine göre, yatırımının tamamlanmasını takiben Ibis markası altında Accor tarafından işletilecektir ve aynı kira sözleşmesine göre, cironun %25’i veya AGOP (Adjusted Gross Operating Profit - Düzeltilmiş Otel Brüt Karı)’un %85’inden yüksek olanı HDI’ya kira geliri olarak ödenecektir.

Firma, söz konusu otel projesine 1 km mesafede başka bir proje gerçekleştirmek için 24.11.2011 tarihinde Dinamo-Petrovskiy Park XXI Vek-MS Limited şirketini (“Dinamo”) devralmış, Dinamo, Moskova Yönetimi ile 2005 yılında yatırım

sözleşmesi ve 25.11.2009 tarihinde kira sözleşmesi imzalamıştır. Sonrasında, HDI tarafından 24.11.2011 tarihinde devir alınan Keramit Financial Company Limited Şirketinin %100 hissesine sahip olduğu Dinamo'ya ait Moskova'nın merkezinde 3.000 m² arazinin kullanım hakkı ile ilgili kira sözleşmesi konusu yargıya taşınmıştır ve yargı süreci devam etmektedir. Projenin 480 oda kapasitesinde olması ve İbis Otel markası ile Accor Grubu tarafından işletilmesi planlanmaktaydı. Akfen GYO'nun 30 Eylül 2013 tarihinde yaptığı açıklamaya göre, Dinamo'ya ait arazinin kullanım hakkına ilişkin kira sözleşmesi konusu ile ilgili 2012 yılında HDI tarafından açılan davada ilk derece mahkemesi tarafından, Moskova Hükümeti'nin HDI lehine toplam 199.775.062,2 Ruble (yaklaşık 4.560.000 Euro) ödenmesi karara bağlanmıştır. Firma tarafından verilen bilgilere göre Moskova Hükümeti, ilk dava sonucunu takiben 2 aylık temyiz başvuru süresi içinde temyize başvurmuş, 23 Aralık 2013'te temyiz mahkemesi görülmüş ve mahkeme neticesinde ilk mahkeme kararı onanmıştır. Firma yetkilileri, bu süreci takiben Moskova Hükümeti'nin 26 Şubat 2014'e kadar yargıtaya başvurma hakkının olduğunu, Firma avukatlarının süreci hızlandırmak adına 6 Şubat 2014'te yargıtaya başvurduklarını ve 10 Şubat 2014'te Moskova Hükümeti'nin de yargıtaya başvuru yaptığını belirtmiştir. Mahkemenin yoğunluğuna göre en geç 15 Mart 2014'e kadar duruşmanın gerçekleştirilmesi beklenmektedir.

3.2 Sermaye Yapısı

Firmanın son durum itibariyle 39.347 TL ödenmiş sermayesi, 17.067.348 TL sermaye avansı vardır.

3.3 Finansal Duran Varlıklar

Değerleme tarihi itibari ile, Severny HDI'nin %100 bağlı ortaklığı konumuna gelmiştir.

3.4 Finansal Tablolar

18.03.2011 tarihinde kurulmuş olan HDI'nin 31 Aralık 2013 itibarıyla özet bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3.1: HDI Bilanço

HOTEL DEVELOPMENT AND INVESTMENTS B.V.
ÖZET BİLANÇOSU

(TL)	31.12.2013
Nakit ve Benzerleri	630.539
Diğer Dönen Varlıklar	185.723
Toplam Dönen Varlıklar	816.262
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	155.319.836
Diğer Duran Varlıklar	1.683.129
Toplam Duran Varlıklar	157.002.965
AKTİF TOPLAMI	157.819.227
Ticari Borçlar	344.420
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	139.651
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	484.071
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	36.664.638
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	24.934.432
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	61.599.069
Toplam Yükümlülükler	62.083.140
Ödenmiş Sermaye ve Sermaye Avansı	17.106.695
Yabancı Para Çevrim Farkları	3.004.968
Geçmiş Yıllar Karları (Zararları)	-274.870
Net Dönem Karı (Zararı)	75.899.294
Toplam Özsermaye	95.736.087
PASİF TOPLAMI	157.819.227

Firma bilançosunun aktifindeki en önemli kalem 155.319.836 TL tutar ile “Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller” kalemidir. Bu tutarın 152.110.000TL’lik bölümü, Firma’nın %100 bağlı ortaklığı Severny ile Moskova Hükümeti arasında 2010 yılında imzalanmış kira sözleşmesi kapsamındaki arsa üzerinde yapılacak olan otel yatırımını, kalan bölümü ise önceki otel projesinin harcanan maliyetini kapsamaktadır.

Diğer Duran Varlıklar kalemi, devreden KDV ile ertelenen vergi varlığı hesaplarından oluşmaktadır.

Bilançonun pasifinde yer alan en büyük kalem olan uzun vadeli finansal borçlar, HDI portföyünde bulunan Moskova Ibis Otel projesinin inşası için Credit Europe Bank’tan 02 Eylül 2013 tarihinde kullandığı 7.500.000 Euro tutarındaki krediyi

içermekte olup kredi vadesi 8 yıldır ve toplam kredi büyüklüğü 12.4 milyon Euro'dur.

Tablo 3.2: HDI Gelir Tablosu

HOTEL DEVELOPMENT AND INVESTMENTS B.V.	
ÖZET GELİR TABLOSU	
(TL)	31.12.2013
Satış Gelirleri	4.332
Satışların Maliyeti	-26.526
Genel Yönetim Giderleri	-458.212
Diğer Faaliyet Giderleri/Gelirleri	98.065.434
FAALİYET KARI	97.585.027
Finansal Giderler/Gelirler	-1.527.251
Ertelenen vergi geliri / (gideri)	-20.158.483
NET DÖNEM KARI/ZARARI	75.899.293

(Kaynak: HDI)

Firma henüz faaliyet geliri yaratmamakta olup, "Satışların Maliyeti" kalemi projeye ait arsa kira bedelini içermektedir. "Diğer Faaliyet Giderleri/Gelirleri" kaleminin büyük bir kısmını ise Firma'nın Rusya'daki arsasının değer artış kazancı oluşturmakta olup aradaki değer artışı vergiye tabii tutulmaktadır.

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 31 Aralık 2013 tarihli bilançosu dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Firma'nın 31 Aralık 2013 bilançosunda en önemli sabit kıymet kalemi olan "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller", Firma tarafından TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin 31.12.2013 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, %100 bağlı ortaklığı konumundaki Severny ile Moskova Şehri Yönetimi arasında 20.04.2010 tarihinde imzalanmış kira sözleşmesi kapsamındaki arsa üzerinde yapılacak olan otel yatırım projesidir.

İlgili çalışma dahilinde değerlemeye baz teşkil eden hesapların geçerliliği, doğruluğu ve varlığı konusunda herhangi bir finansal ve hukuki detaylı inceleme ile mali denetim gerçekleştirilmemiştir. Değerleme çalışması Firma'dan temin edilen bilgi ve dokümantasyon kapsamında, yukarıda yer alan varsayımlar çerçevesinde gerçekleştirilmiştir.

4.2 Değerleme Sonucu

31 Aralık 2013 bilançosuna göre Firmanın Net Aktif Değeri 95.736.087 TL olarak belirlenmiştir.

Tablo 4.1: HDI Net Aktif Değeri

**HOTEL DEVELOPMENT AND INVESTMENTS B.V.
31.12.2013 İTİBARI İLE NET AKTİF DEĞERİ**

+ Nakit ve Benzerleri	630.539
+ Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	155.319.836
+ Diğer Dönen ve Duran Varlıklar	1.868.852
Toplam Varlıklar	154.609.390
- Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	484.071
- Uzun Vadeli Finansal Borçlar	36.664.638
- Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	24.934.432
Net Aktif Değer	95.736.087