

**HDI DEVELOPMENT AND INVESTMENTS
B.V.**

Firma Değerleme Raporu
Şubat 2016



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 itibarıyla 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. Rusya Ekonomisi	7
3. Sektör	9
3.1. Dünyada Turizm Sektörü	10
3.2 Rusya’da Turizm Sektörü	12
3.3 Moskova’da Turizm Sektörü	14
4. Firma	16
4.1 Kuruluş ve Mevcut Durum	17
4.2 Sermaye Yapısı	17
4.3 Finansal Duran Varlıklar	17
4.4 Finansal Tablolar	18
5. Değerleme	20
5.1 Kapsam ve Metodoloji	21
5.2 Değerleme Sonucu	22

Giriş ve Kapsam

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 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 portföyünde yer alan otel projesinin henüz faaliyete girmesi nedeniyle, 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, EPOS 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 2015 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 IBIS markası altında Accor tarafından işletilecek olup, söz konusu hisse devriyle doğan hakkın adil piyasa değerinin belirlenmesi amacıyla EPOS Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş. tarafından 31.12.2015 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. HDI, 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 taşınmıştır. 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. İlgili tazminat tutarı, 3 Temmuz 2014 tarihinde Şirket bağlı ortaklığınca tahsil edilmiştir. 31 Ocak 2014 tarihi itibari ile Dinamo-Petrovskiy Park XXI Vek-MS Limited Şirketi tasfiye edilmiş olup tüm aktifleri Severny Autovakzal Limited Şirketi'ne aktarılmıştır.

Rusya Ekonomisi

Rusya Ekonomisi

Dünyanın en büyük doğal gaz ve ikinci petrol üreticisi olan Rusya'nın GSYH'sı, petrol fiyatlarındaki gerileme ve Avrupa Birliği'nin uygulamakta olduğu yaptırımlar sonucunda 2013 yılında 2,1 trilyon ABD doları büyüklüğünde iken 2014 yılı itibarıyla %14,28 küçülerek 1,8 trilyon ABD dolarına gerilemiştir. IMF Dünya Ekonomik Görünümü 2015 raporunda ise Rusya'nın GSYH'sının 2015 yılı Ekim ayı itibarıyla 2014 yılına kıyasla %33 küçülerek 1,2 trilyon ABD dolarına gerilediği görülmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak, 2013 yılındaki GSYH'sı ile Rusya dünyanın 8. büyük ekonomisi konumunda iken 2014 ve 2015 yıllarında sırasıyla 10. ve 13. sıraya gerilemiştir.

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 Rusya'nın büyümesi %3,4'e, 2013'te ise %1,3'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. 2014'te ülkenin yaşadığı Ukrayna ile politik gelişmelere ek olarak, 2015 yılı içerisinde petrol fiyatlarında yaşanan ciddi düşüş nedeniyle büyüme tahminleri oldukça düşürülen Rusya'nın yakın gelecekte de eski ekonomik seviyesine ulaşması beklenmemektedir. Rusya'nın büyüme tahminleri Dünya Bankası tarafından sırasıyla 2015 yılı için %-3,8 ve 2016 yılı için %-0,6 olarak açıklanmıştır.

2008-2009 yıllarında çift haneli enflasyon oranına sahip Rusya, Ruble'nin değerinin artması ve düşük ithalat fiyatları ile 2010 yılında tek haneli enflasyon oranına ulaşmış, enflasyon oranı %6,9'a gerilemiştir. 2011 yılı itibarıyla ise enflasyonda tekrar artış gözlemlenmiştir. 2011 başında %8-9 seviyelerinde olan enflasyon, 2011'de tarihi rekor kırarak yıl sonuna doğru %6'lara düşse de 2011 yılı enflasyon ortalaması %8,5 olarak gerçekleşmiştir. Hükümetin 2012 için %5-6 civarında beklediği enflasyon rakamı 2012 yıl sonunda %5,1 olarak gerçekleşmiş olup, 2013 yılı için ise enflasyon %6.8 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2014 itibarıyla %7,8'i gören enflasyon oranının, IMF tahminlerine göre 2015 yıl sonu itibarıyla rekor kırarak %15,8 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Sektör

Turizm Sektörü

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. Sınırlar ortadan kalktıkça dünya daha da küçülmeye başlamış ve insanlar daha uzak mesafelere seyahat edebilmeye başlamıştır. 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 biri haline gelmiştir. Sektör, geziler, turlar, oteller, restoranlar, parklar, müzeler, havayolları, seyahat acentaları, yolcu taşıma hizmetleri, spor-sağlık-kültür turizmi gibi çok çeşitli alanlarda kendini göstermekte olup, bu alanlarda çalışanlara istihdam sağlanırken, üretimde ise doğrudan/dolaylı fayda yaratan kişilerin harcamalarıyla ekonomiye canlılık kazandırılmaktadır.

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.

2015'in ilk sekiz ayında geçen yılın aynı dönemine göre %4,3 artan dünya turizmi, 810 milyon kişi ile rekor bir rakama ulaşmıştır. Geçen yılın aynı dönemine göre bu rakam, 33 milyonluk bir artışı göstermektedir.

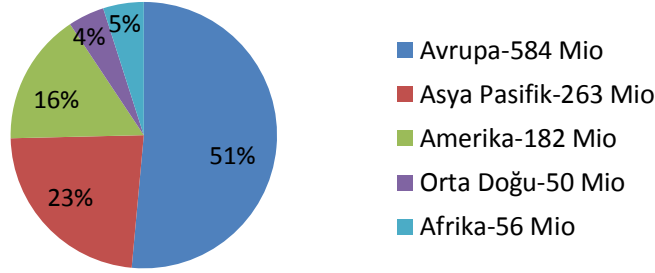
World Travel & Tourism Council 2015 Raporu'na göre turizm, direkt katkısına bakıldığında bugün küresel GSYH'nin %3,1'ini oluşturan bir sektör konumunda olup, diğer sektörlerle etkisi de göz önüne alındığında küresel GSYH içerisinde %9,8 olmaktadır. Seyahat ve turizm sektörü, direkt ve indirekt etkisine bakıldığında dünyadaki toplam iş hacminin %9,4'ünü oluşturmuştur. Seyahat ve turizm sektörü, seyahat eden yabancı turist sayılarına göre sınıflandırıldığında ise 2014 yılında seyahat eden yabancı turistlerin %53'ü tatil, %14'ü ise iş seyahati kapsamında seyahat etmiştir.

Önümüzdeki 10 yıl içerisinde seyahat ve turizm sektörünün yıllık ortalama %3,8 civarında büyüyeceği, toplam GSYH'nin %10,3'ünü oluşturarak yaklaşık 11,3 trilyon ABD dolarına ulaşacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, seyahat ve turizm sektörünün, direkt ve indirekt etkisine bakıldığında 2025 yılı itibarıyla dünyadaki toplam iş hacminin %10,7'sini oluşturması beklenmektedir.

Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü'nün (DTÖ) 2014 Raporu'na göre, dünya çapında seyahat eden turist sayısının 2014 yılında %4,4'lük bir artış ile 1,135 milyara yükseldiği açıklanmıştır. %4,4'lük büyüme oranı, 2009 yılı ekonomik krizinden itibaren 5 yıl boyunca ortalama büyüme rakamının üzerinde bir performans yakalandığını göstermektedir. Aynı rapora göre, 2014 yılında turistler tarafından en çok ziyaret edilen bölge, %51'lik pay ve 584 milyon kişi ile Avrupa bölgesi olmuştur. 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 öngörülmektedir¹.

¹ Dünya Turizm Örgütü 2014

Grafik 1: 2014 Yılında Bölgeler Bazında Ziyaret Eden Turist Sayısı (Mio Kişi) ve Yüzdese Pay Dağılımı (%)



Kaynak: Dünya Turizm Örgütü 2014 Raporu

Rusya'da Turizm Sektörü

2014 yılı itibarıyla yaklaşık 143,8 milyon nüfusa sahip olan Rusya'nın seyahat ve turizm sektörü yaklaşık 140,9 milyar ABD doları büyüklüğü ile GSYH'sının %6.1'ini oluşturmaktadır. Seyahat ve turizm sektörünün GSYH'ya olan katkısında ülkeyi ziyaret eden turist sayısı büyük önem taşımaktadır. 2014 yılında yaklaşık 28.1 milyon turist çeken ülkenin turizm ihracatı 19,1 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. 2015 yılında turist sayısının %2,7 azalacağı ve 27,4 milyon olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir. Ayrıca, 2025 yılı itibarıyla turist sayısının 52,2 milyon ve turizm ihracatının ise 30 milyar ABD doları seviyelerine ulaşacağı tahmin edilmektedir. 2014 yılı itibarıyla toplam turizm hasılatı 143,5 milyar ABD doları olan sektörün 2015'te %6,3 küçüleceği ve sonraki yıllarda her yıl ortalama %3,0 artarak 2025'te 143,4 milyar ABD dolarına ulaşacağı öngörülmektedir. Ancak Ukrayna ve Türkiye ile yaşanan politik gerilimlerin 2015 verilerine olumsuz etki yapması beklenmektedir.

Rusya Turizm Endüstrisi Birliği tahminlerine göre, Rusya'nın para birimi olan Ruble'de özellikle Dolar'a karşı yaşanan sert düşüş ile birlikte, 2015 yılının ilk 9 ayında gelen turist sayısı 2014'ün aynı dönemine göre %13 oranında artış göstermiştir. Aynı tahminlere göre, Çinli turistler %22,9'luk oranla Rusya'yı ziyaret edenlerin başında gelirken, Amerikalı ve Türk turistler ise sırasıyla %12,6'lık ve %4,6'lık oranlarla en çok ziyaret eden 2. ve 3. grubu oluşturmuştur. Aynı tahminlere göre, Ruble'deki değer kaybı ile birlikte Rusya'dan turist akışı geçen senin aynı dönemine göre %31,4 oranında düşmüştür. Ekonomik gelişmelerin dışında, Rusya'nın Ukrayna ve Türkiye ile yaşadığı politik kriz ve terörist ataklara hedef olan Mısır rotalı Rus uçağının düşürülmesi sonucunda alınan Mısır'a uçuş yasağı kararının hem Rusya'ya gelen turist sayısını hem de Rusya'dan turist akışını oldukça olumsuz yönde etkilemesi beklenmektedir.

Bununla birlikte, Rusya'nın Türkiye'ye karşı aldığı yaptırım kararları kapsamında olan Türkiye vatandaşlarına uygulanacak vize zorunluluğunun da özellikle Türk turistlerin sayısını oldukça düşüreceği öngörülmektedir. Rusya'ya gelen turist sayısındaki artışın ana kaynaklarından olan Türk turistlerin Rusya'ya seyahat etme oranlarının 2015 yılının ilk 9 ayında geçtiğimiz döneme göre %15,6 oranında artmış olması da getirilen vize uygulamasının olası etkilerini ve yaratacağı potansiyel düşüşü gözler önüne sermektedir.

Rusya'da yaşanan ekonomik kriz etkisini tur satışı yapan tur operatörlerinde de göstermektedir. Rusya Tur Operatörleri Birliği verilerine göre, kriz öncesi yurt dışı tur satışı yapan 2.050 tur şirketi varken, bu sayı Aralık 2015 itibarıyla 650'ye düşmüştür. Bu rakamın düşüşündeki en önemli neden olarak Ruble'deki değer kaybına paralel olarak Rus turistlerin gelirlerinin azalması olarak gösterilmektedir. Sayıları azalan tur şirketlerine getirilen Mısır ve Türkiye'ye olan tur satışlarını engelleyen kısıtlamalar ise sektörü daha da zor duruma düşürmektedir. Rusya Tur Operatörleri Birliği tahminlerine göre, en iyi senaryoda tur operatörlerinin sayısının 500'e düşmesi, en kötü senaryoda ise bu sayının 300'e kadar düşmesi beklenmektedir.

2013 yılında 8,3 milyar ABD doları değerinde turizm alanında yatırım yapılmış olup, bu değer 2014 yılı için 10,3 milyar ABD dolarına yükselmiştir. 2025 yılına kadar ise her yıl ortalama %3,6 büyüme göstererek yatırım değerinin 12,1 milyar ABD dolarına ulaşması beklenmektedir. Ayrıca FIFA 2018 Dünya Kupası'nın Rusya'da yapılacak olması da ilerleyen yıllarda bölgeye yapılacak yatırımların artacağına bir göstergesidir. Firma'nın proje geliştirdiği Moskova, Dünya Kupası maçlarının oynanacağı şehirler arasındadır. Rusya haritası, Moskova şehri işaretlenmiş şekilde aşağıda sunulmuştur.

Şekil 1: Rusya Federasyonu Haritası



Moskova’da Turizm Sektörü

Rusya’nın başkenti olan Moskova yaklaşık 2.511 km²’lik alan ile 11,5 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 sanâyi ürünleri arasında dokuma ve giyim eşyası, kimyevi maddeler, gıda, ayakkabı ve ağaç işleri gösterilmektedir. 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 yaklaşık 5 milyon ziyaretçisi olan şehire, Ukrayna ile yaşanan politik gerginlikler sonucu 2014 senesinin ilk üç ayında Avrupa’dan %20 ile %25 arası, Amerika ve Kanada’dan ise %30 ve %40 arası daha az turist geldiği belirtilmekte olup, 2014 sonu itibarıyla şehri 5,4 milyon turistin ziyaret ettiği bilgisi yer almaktadır. İş seyahatleri ve kurumsal ziyaretler açısından Moskova’nın Rusya’daki öncelikli şehir olacağı belirtilmekle beraber, Rusya genelinde yaşanan ekonomik kriz ve ülkedeki gerilim atmosferi nedeniyle şehire olan kurumsal ve iş amaçlı seyahatlerin azalacağı bilgisi çeşitli kaynaklarda yer almaktadır.

Şehirde Otelcilik sektörü 2008’deki ekonomik krizin etkisiyle azalma göstermişse de 2009 yıl sonu itibarıyla yeniden toparlanmaya başlamıştır. Artması beklenen turizme paralel olarak, 2013 yılı itibarı ile Novotel, Kempinski, Ibis, Mercure ve Adagio gibi ünlü zincirlerin birçok tesisi açılmıştır. Sektördeki en büyük fırsatlardan biri ise Moskova şehir merkezindeki bir takım eski binaların yatırımcılara vergi avantajları sunularak satılacak olmasıdır.

Mercer Human Resources tarafından 2014 yılında yapılan araştırmada, yabancılar için dünyanın en pahalı 9. şehiri konumunda olan Moskova, 2015 yılında ruble’deki değer kaybı ile paralel olarak açıklanan yeni listede ilk 10 içerisinde yer alamamıştır.

Dünyanın en yoğun işleyen metro sistemine sahip olan Moskova’da 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.

Firma

Genel Bilgiler

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.

Severny tarafından kullanım hakkına sahip olunan 2.010 m² yüzölçümüne sahip arsa üzerine inşa edilen 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. Söz konusu otel 16 Temmuz 2015 tarihi itibarıyla açılmıştır. Söz konusu Moskova Otel Projesi, 29 Ocak 2014 tarihinde Accor ile imzalanan kira sözleşmesine göre, 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.

Sermaye Yapısı

Firmanın son durum itibarıyla 23.062.678 TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır.

Finansal Duran Varlıklar

Değerleme tarihi itibarı ile, Severny HDI’nin %100 bağlı ortaklığı konumuna gelmiştir.

Finansal Tablolar

18.03.2011 tarihinde kurulmuş olan HDI'nin 31 Aralık 2015 itibarıyla özet bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 1: HDI Bilanço

HOTEL DEVELOPMENT AND INVESTMENTS B.V.	
ÖZET BİLANÇOSU	
(TL)	31/12/2015
Nakit ve Benzerleri	5.519.421
Diğer Dönen Varlıklar	2.563.981
Toplam Dönen Varlıklar	8.083.402
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	162.281.524
Maddi duran varlıklar	87.422
Maddi olmayan duran varlıklar	32.355
Diğer Duran Varlıklar	178
Toplam Duran Varlıklar	162.401.479
AKTİF TOPLAMI	170.484.881
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	743.315
Diğer Borçlar	1.835.135
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	108.075
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.686.525
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	83.155.774
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	17.568.288
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	100.724.062
Toplam Yükümlülükler	103.410.587
Ödenmiş Sermaye	23.062.678
Yabancı Para Çevrim Farkları	-52.212.945
Geçmiş Yıllar Karları (Zararları)	82.283.441
Net Dönem Karı (Zararı)	13.941.121
Toplam Özsermaye	67.074.295
PASİF TOPLAMI	170.484.881

Firma bilançosunun aktifindeki en önemli kalem 162.281.524 TL tutar ile “Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller”dir.

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 kullanılan kredi ile ilgilidir.

Tablo 2: HDI Gelir Tablosu

HOTEL DEVELOPMENT AND INVESTMENTS B.V.	
ÖZET GELİR TABLOSU	
(TL)	31/12/2015
Satış Gelirleri	1.092.919
Satışların Maliyeti	-886.342
Genel Yönetim Giderleri	-1.190.675
Diğer Faaliyet Giderleri/Gelirleri	29.689.809
FAALİYET KARI	28.705.711
Finansal Giderler/Gelirler	-11.202.378
Ertelenen vergi geliri / (gideri)	-3.562.212
NET DÖNEM KARI/ZARARI	13.941.121

(Kaynak: HDI)

Değerleme

Değerleme

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 güncel finansal tablosu olan 31 Aralık 2015 tarihli bağımsız denetimden geçmemiş bilançosu dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Firma'nın 31 Aralık 2015 bilançosunda en önemli sabit kıymet kalemi olan "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller", Firma tarafından EPOS Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin 31.12.2015 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.

Değerleme Sonucu

31 Aralık 2015 bilançosu ve 31 Aralık 2015'te yapılan gayrimenkul değerleme raporuna göre Firmanın Net Aktif Değeri 67.074.294 TL olarak belirlenmiştir.

Tablo 3: HDI Net Aktif Değeri

HOTEL DEVELOPMENT AND INVESTMENTS B.V.	
31.12.2015 İTİBARIYLA NET AKTİF DEĞERİ (TL)	
+ Nakit ve Benzerleri	5.519.421
+ Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ve Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	162.281.524
+ Maddi Duran Varlıklar	87.422
+ Maddi Olmayan Duran Varlıklar	32.355
+ Diğer Dönen ve Duran Varlıklar	2.564.159
Toplam Varlıklar	170.484.881
- Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	743.315
- Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.943.210
- Uzun Vadeli Finansal Borçlar	83.155.774
- Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	17.568.288
Net Aktif Değer	67.074.294