

# Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş Değerleme Raporu

---

**Bizim Menkul Değerler A.Ş.**

**Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida  
Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy  
İstanbul  
Tel : 0216 444 1 263**

**14/12/2020**

---

**Rapor Bilgileri**

- a) **Raporun Tarihi:** 14 Aralık 2020
- b) **Raporun Türü:** Şirket Değerleme Raporu
- c) **Değerleme Para Birimi:** Türk Lirası
- d) **Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve Adresi:** Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy İstanbul.
- e) **Değerlemeyi Gerçekleştiren Kişi:** Raporu konu varlığın değerlemesi Bizim Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Yönetmeni İlker Şahin tarafından yapılmıştır. SPL Sicil numarası 31839 olan İlker Şahin 211071 numaralı Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip olmakla beraber türev ürünler lisansı almaya da hak kazanmıştır.
- f) **Müşteri:** Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş.
- g) **Değerlemeyi Yapanın Değerlemeye Konu Varlık ve Müşteri İle Olan İlişkisi:** Bizim Menkul Değerler A.Ş. ile Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş. arasında sermaye ilişkisi bulunmamaktadır. Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş.'nin ticari sicil adresi Küçük Çamlıca Mah. Erkan Ocaklı Sk. No:13/ 1 Üsküdar/ İstanbul.

Değerlemeye konu olan "Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş." ile BMD arasında herhangi bir ticari ilişki veya ortaklık ilişkisi bulunmamaktadır.

- h) **Değerleme Tarihi:** 14 Aralık 2020
- i) **Dayanak Sözleşme Tarihi:** 1 Aralık 2020

**Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş. Yönetim kuruluna, İstanbul, Türkiye**

Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş. (Şirket) değerini içeren “Değerleme Raporu” çalışmamızı tamamlamış bulunmaktayız. Bu değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu’nun III-62.1 sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak beyan ederiz.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır. Bilerek aldatıcı, hatalı, ön yargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır. Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür. Değerleme çalışması bağımsızlık ve objektiflik ilkelerine bağlı kalınarak kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir. Değerleme ücreti, değerlendirme çalışmasının tamamlanmasından önce tespit edilmiş olup değerlendirme çalışmasının sonucuna veya raporun herhangi bir kısmına hiçbir şekilde bağlı değildir.

Bu değerlendirme çalışması kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya SPK’nın ilgili tebliği gereğince raporun sonuçlarına ihtiyaç duyan kurumlar haricinde başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır.

Finansal Değerlemesi yapılan şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergi ile ilgili bir durum tespiti yapılmamıştır. Burada ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir. Değerlemesi yapılan şirketin aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapılmamış olup bu konuda herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Bu çalışmada şirket için bulunan değer alım veya satım fiyatı olarak da esas teşkil etmemektedir ve etmemelidir. Buna ilave olarak; bulunan değer üzerinden alım-satım işlemi yapılması ve/veya işlemin teminatlandırılması, bu çalışmaya dâhil edilmemiş olan birçok faktörün de göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir. Bizim Menkul Değerler A.Ş. alım-satım ve/veya teminatlandırma işlemlerinde herhangi bir yükümlülük veya sorumluluk kabul etmemektedir ve etmeyecektir.

Bu değerlendirme çalışmasında Şirket yetkililerinin tarafımıza ilettiği verilerden, projeksiyonlardan ve raporlardan yararlanılmıştır. Şirketimiz, bu bilgilerin makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşmamıştır. Bununla birlikte elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğruluğuna güvenmiş olup; bu bilgilerin doğruluğu konusunda şirketimiz veya çalışanları tarafından herhangi bir beyan verilmemiştir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk da kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına Şirket yetkililerinin tarafımıza ilettiği veriler dışında BMD’nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD’nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu değerlendirme çalışması, Şirket yetkililerinin sağladığı projeksiyonları baz alarak Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş.’nin sahip olabileceği piyasa değeri hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin makul olması veya başarısı konusunda hiçbir beyan verilmemiştir ve verilmeyecektir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir. Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş.’nin projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akışlarının ve diğer finansal verilerin makul bir geçmiş dönemde gerçekleşen ilgili nakit akışları ve diğer finansal verileri ile uyumlu, tutarlı ve bu veriler çerçevesinde öngörülebilir olduğunu Bizim Menkul Değerler olarak beyan etmekteyiz. Bu değerlendirme çalışmasının kullanılması sonucunda doğabilecek olan doğrudan veya dolaylı zararlardan şirketimiz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır. Bu rapor, değerlendirme yapılan şirket ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.

30 Eylül 2020 itibarıyla Şirket’in özkaynakları negatiftir. Bu durumun şirketin faaliyetlerini devam ettirme noktasında sıkıntı oluşturmayacağı, Şirket’in borçlarının büyük bir kısmının ilişkili taraflarına olan kira borcu olması nedeniyle alacaklıların

herhangi bir dava açmayacağı öngörülmüştür. Bununla beraber bu durumun Türk Ticaret Kanunu ve diğer mevzuat hükümlerinin Şirket'e olan etkileri bu değerlendirme çalışması kapsamında değildir.

Bu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizi Yöntemleri kullanılmıştır.

İNA'da, ilgili bölümlerde yer alan varsayımlar sonrası 2020 Ekim ayından itibaren şirketin üretmeyi öngördüğü FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, Sabit Kıymet Yatırımı ve her yıl için gerekecek ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır. 2025 yılında hesaplanan nakit akımları %5 uç değer büyüme oranı kullanılarak uç değer hesabı yapılmıştır. Serbest nakit akımları, %22,0 AOSM ile 30.09.2020 tarihine indirgenmiş ve Rey Otel için firma değeri 1.729.095 TL hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerinden 1.168.929 TL net borç çıkartılarak 560.167 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Çarpan analizinde, Rey Otel'in 30 Eylül 2020 itibarıyla hesaplanan son 12 aylık satış, FAVÖK, net kar, Özkaynaklar ve Net Borç rakamları kullanılarak mevcut durumda Borsa İstanbul'da işlem gören Hizmet Sektörü ve Turizm şirketlerin 10 Aralık 2020 tarihli FD/FAVÖK, F/K ve FD/Ciro çarpanlarıyla Rey Otel'in çarpan değeri analiz edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizinden hesaplanan 560.167 TL değere %100 ve hizmet sektörü çarpan analizinden hesaplanan 12.996.031 TL değere %0 ve turizm sektörü çarpanından hesaplanan 288,3 milyon TL değere %0 ağırlık verilerek Rey Otel için 560.167 TL piyasa değeri hesaplanmaktadır. Çarpan analizinden elde edilen değerlere %0 ağırlık verilmesinin 30 Eylül 2020 itibarıyla Şirket'in son 12 aylık özkaynak, FAVÖK ve net karının negatif olmasıdır. Şirketin çarpan değeri sadece Firma Değeri/Net Satış çarpanından hesaplanabilirken elde edilen cironun FAVÖK ve net kara herhangi bir etkisi olmaması nedeniyle çarpan analizinden elde edilen değer nihai değer hesabında dikkate alınmamıştır.

Rey Otel Piyasa Değeri, TL			
Metod	İNA	Hizmet Çarpan	Turizm Çarpan
Hesaplanan Değer	560.167	12.996.031	288.259.371
Ağırlık	100,0%	0,0%	0,0%
<b>Nihai Değer</b>	<b>560.167</b>		

İndirgenmiş Nakit Akımı değerlemesi birçok varsayım göz önünde bulundurularak yapıldığından varsayımlarda yaşanabilecek değişiklikler şirket değeri üzerinde değişikliğe neden olabilir.

Bu bağlamda en azından değer üzerinde önemli etkisi olan %22 AOSM ve %5 uç değer büyüme oranının Rey Otel'in piyasa değerine etkisi duyarlılık analizi yapılarak gösterilmiştir.

AOSM'nin %22 yerine %15-30 arasında değişmesi ve uç değer büyüme oranının %3-%7 bandında değişmesi durumunda şirketin değeri -1,7 milyon TL ile 8,2 milyon TL arasında değişmektedir.

Rey Otelin Piyasa Değerinin AOSM & Uç Değer Duyarlılık Analizi						
TL	Baz Değer 560.167	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
		15%	20%	22%	25%	30%
Uç Değer Büyüme Oranı	3%	4.195.122	884.694	97.112	-776.989	-1.729.104
	4%	4.923.395	1.179.641	315.777	-630.999	-1.647.777
	5%	5.797.322	1.513.915	<b>560.167</b>	-470.409	-1.559.943
	6%	6.865.455	1.895.942	835.105	-292.916	-1.464.790
	7%	8.200.622	2.336.743	1.146.702	-95.701	-1.361.363

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

14 Aralık 2020

## İçindekiler

1. Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş. ....	- 6 -
1.1. Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret.....	- 6 -
1.2. Kısaca Türkiye’de Turizm Sektörü .....	- 8 -
1.3. Kısaca Sektör ve Rey Otelcilik .....	- 13 -
2. Mali Veriler .....	- 13 -
2.1. Gelir Tablosu .....	- 13 -
2.2. Bilanço.....	- 14 -
3. İndirgenmiş Nakit Akımı Değerlemesi .....	- 15 -
3.1. Genel Varsayımlar .....	- 15 -
3.2. İndirgeme Oranı Tespiti.....	- 16 -
3.3. Net Borç .....	- 17 -
3.4. Ciro .....	- 17 -
3.5. Maliyet & Giderler .....	- 17 -
3.6. Faaliyet Karı .....	- 18 -
3.7. Kurumlar Vergisi .....	- 18 -
3.8. Sabit Kıymet Yatırımları .....	- 18 -
3.9. İşletme Sermayesi.....	- 18 -
3.10. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri.....	- 18 -
3.11. Duyarlılık Analizi .....	- 22 -
4. Çarpan Analizi .....	- 22 -
5. Nihai Değer .....	- 23 -
6. Ekler.....	- 24 -
Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı.....	- 24 -
Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı .....	- 24 -

## 1. Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş.

### 1.1. Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret

Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş.'nin ("Rey Otel " veya "Şirket") merkezi İstanbul/Üsküdar'da olup bünyesinde Erzincan ve Eskişehir'de olmak üzere iki adet Hilton Garden Inn oteli işletmektedir. Hilton Garden Inn Eskişehir otelinin işletilmesi için Hilton Worldwide Franchise LP ile Şirket'in ilişkili şirketi olan Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. arasında yapılan bir franchise sözleşmesi bulunmaktadır. Şirket ile Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. arasında otel mülkiyetinin kullanılmasını içeren bir kira sözleşmesi yapılmıştır. Hilton Garden Inn Erzincan otelinin işletilmesi için Hilton Worldwide Franchise LP ile Reysaş Turizm Yatırımları ve Ticaret Ltd. Şti. arasında yapılan bir franchise sözleşmesi bulunmaktadır. Şirket ile Reysaş Turizm Yatırımları ve Ticaret Ltd. Şti arasında otel mülkiyetinin kullanılmasını içeren bir kira sözleşmesi yapılmıştır. Rey Otel, ilişkili şirketleri olan Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve Reysaş Turizm Yatırımları ve Ticaret Ltd. Şti. üzerlerinden Hilton Garden Inn isim hakkı imtiyazını kullanmaktadır. İki otelin imtiyaz sözleşmesi 20 Mayıs 2015 tarihinde imzalanmış olup süreleri 22 yıldır.

Şirketten alınan bilgilere göre Erzincan'daki otelin 122 ve Eskişehir'deki otelin 126 olmak üzere toplam yatak kapasitesi 248'dir. Covid19 salgınından en çok etkilenen sektörlerden biri turizmdir. Şirketten alınan bilgilere göre şirketin otellerinin 30 Eylül 2020 itibari ile kapasite kullanım oranları Covid19 sebebi ile düşmüştür. Şirket 2021 için bu oranın düzelmesini ve 2021 den sonraki yıllar da ise bu oranın eski haline gelmesini beklemektedir.

Şirketin tarafımıza yolladığı verilere göre 2017-2019 arasındaki ortalama kapasite kullanım oranı %60,3 ve ortalama yatak satış adedi 54.611'dir. 2020'nin ilk 9 ayında kapasite kullanım oranı %33,7'ye gerilerken 2021 yılında %44,2'ye ve sonrasında kademeli olarak 2025'te %58,6'ya yükseleceği öngörülmektedir. Yatak satış adedinin de 2021'de 40.000 ve sonraki yıllarda artarak 2025'te 53.000 olması beklenmektedir.

Şirketin için hazırlanan projeksiyona göre 2020 yılı sonunda 7,9 milyon TL, 2021 yılı sonunda, 14,9 milyon TL, 2022 yılı sonunda ise 17,0 milyon TL satış geliri elde etmeyi hedeflemektedir. 2022'ye kadar negatif FAVÖK elde edeceği beklenirken, 2022 yılından itibaren pozitif FAVÖK hedeflenmektedir.

Şirketin sermayesi 610.000 TL olup tek ortağı Durmuş Döven'dir.

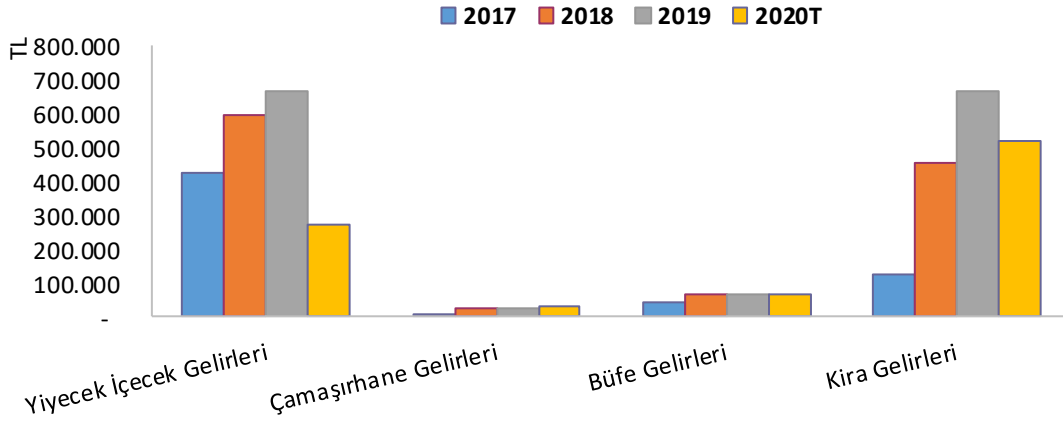
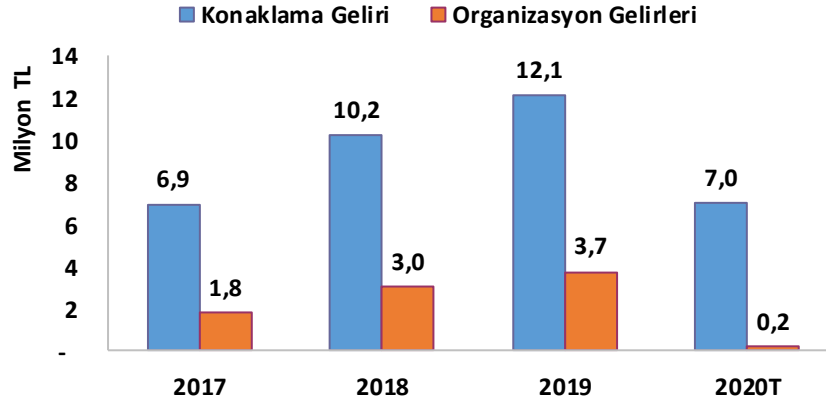
Rey Otel Turizm İşletmeciliği ve Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı		
Hissedar	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Durmuş DÖVEN	610.000	100,0%
<b>Toplam</b>	<b>610.000</b>	<b>100,0%</b>

Şirket paylarının dağılımı yukarıdaki tabloda gösterilmiş olup tek hissedar Durmuş Döven'dir.

Şirketin gelir kalemlerinin kırılımına bakıldığında gelirler Konaklama Geliri, Yiyecek İçecek Gelirleri, Çamaşırhane Gelirleri, Büfe Gelirleri ve Organizasyon Gelirlerinden oluşmaktadır. 2017- 2020 yılları arasında gerçekleşen gelirin alt kalemleri bazındaki kırılımı aşağıdaki tablodaki gibidir.

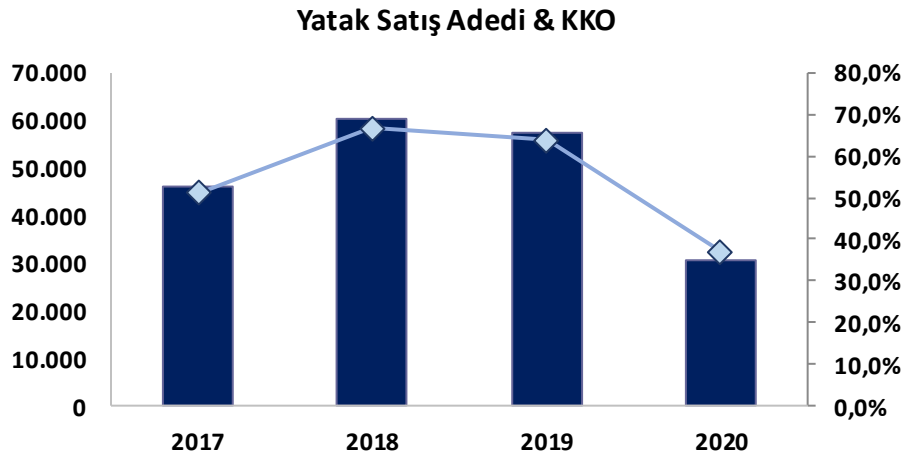
Gelir kırılımı, TL	2017	2018	2019	2020T
Konaklama Geliri	6.937.442	10.184.306	12.082.522	6.980.836
Yiyecek İçecek Gelirleri	426.195	595.246	668.934	274.403
Çamaşırhane Gelirleri	10.744	26.742	27.172	31.763
Büfe Gelirleri	42.231	66.274	69.465	67.788
Organizasyon Gelirleri	1.783.776	2.998.409	3.746.323	160.295
Kira Gelirleri	128.984	457.734	667.523	517.723
İade ve İskontolar (-)	22.116	1.574	46.383	99.005
<b>Net Ciro</b>	<b>9.307.256</b>	<b>14.327.138</b>	<b>17.215.556</b>	<b>7.933.804</b>

Şirketin gelirlerinin alt kırılımına bakıldığında iki gelir kaleminin toplam gelirin büyük bir kısmını oluşturduğu görülmektedir. Bu kalemler konaklama gelirleri ile organizasyon gelirleridir. Bu gelirlerin yıllar itibari ile değişimi aşağıda bulunabilir.



Gelirlerin 2017 ve 2020 yılları itibari ile gelişiminin detayını aşağıdaki gibidir. Pandemi etkisinden dolayı Şirket'in gelirlerinde 2020 de gerilemiştir.

Şirketin yıllar itibari ile yatak satış adedi ve kapasite kullanım oranı aşağıdaki gibidir.

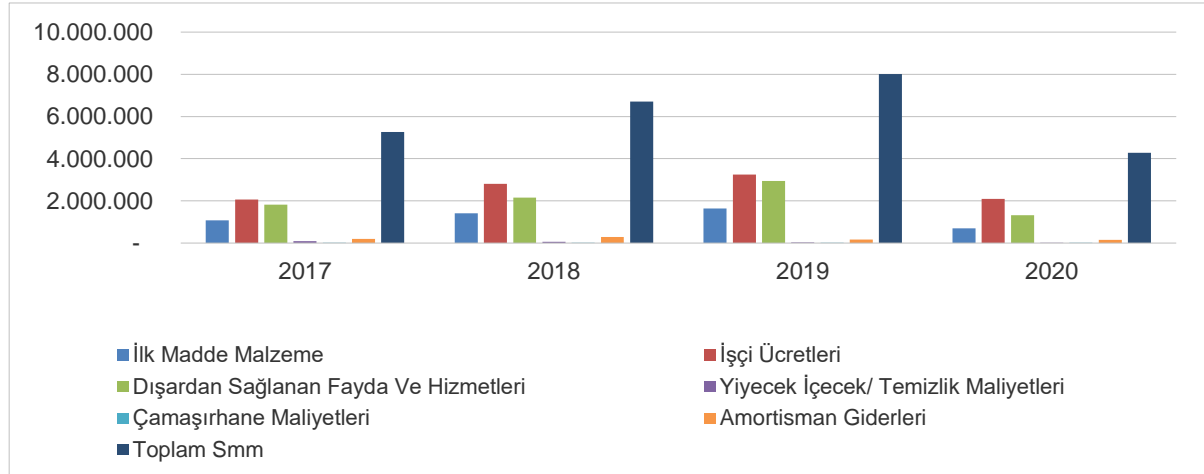


Bu satışların otel bazlı kırılımı yıllar itibari ile aşağıdaki gibidir.

Otel	2017	Yıl içindeki dağılım	2018	Yıl içindeki dağılım	2019	Yıl içindeki dağılım	2020	Yıl içindeki dağılım
Erzincan Garden Inn	19.136	42%	26.794	44%	26.216	46%	10.395	34%
Eskişehir Garden Inn	26.941	58%	33.500	56%	31.247	54%	19.992	66%
<b>Toplam</b>	<b>46.077</b>	<b>100%</b>	<b>60.294</b>	<b>100%</b>	<b>57.463</b>	<b>100%</b>	<b>30.387</b>	<b>100%</b>

Satılan Malın Maliyeti Kırılımı, TL	2017	2018	2019	2020
<b>İlk Madde Malzeme</b>	<b>1.071.785</b>	<b>1.414.339</b>	<b>1.638.315</b>	<b>699.021</b>
<b>İşçi Ücretleri</b>	<b>2.068.737</b>	<b>2.799.738</b>	<b>3.241.273</b>	<b>2.093.584</b>
<b>Dışardan Sağlanan Fayda Ve Hizmetleri</b>	<b>1.821.522</b>	<b>2.153.599</b>	<b>2.942.459</b>	<b>1.325.656</b>
<b>Yiyecek İçecek/ Temizlik Maliyetleri</b>	<b>94.478</b>	<b>55.186</b>	<b>23.730</b>	<b>10.288</b>
<b>Çamaşırhane Maliyetleri</b>	<b>16.425</b>	<b>6.217</b>	<b>8.647</b>	<b>4.910</b>
<b>Amortisman Giderleri</b>	<b>199.624</b>	<b>280.501</b>	<b>165.564</b>	<b>153.835</b>
<b>Toplam SMM</b>	<b>5.272.571</b>	<b>6.709.581</b>	<b>8.019.988</b>	<b>4.287.295</b>

SMM içinde ilk madde malzeme, işçi ücretleri ve dışardan sağlanan fayda ve hizmetlerden oluşmaktadır.



Genel yönetim giderleri içinde en önemli gider kalemi kira gideridir. Aşağıda gider kalemleri içindeki genel yönetim giderlerinin detayı verilmiştir.

Faaliyet Giderleri, TL	2017	2018	2019	2020
<b>Pazarlama Giderleri</b>	<b>122.937</b>	<b>168.266</b>	<b>195.486</b>	<b>121.770</b>
<b>Kira Gideri</b>	<b>3.257.310</b>	<b>5.312.825</b>	<b>7.368.330</b>	<b>6.992.235</b>
<b>Vergi Resim Harçlar</b>	<b>21.646</b>	<b>45.061</b>	<b>42.364</b>	<b>58.312</b>
<b>Danışmanlık Gideri</b>	<b>1.020</b>	<b>17.725</b>	<b>10.530</b>	<b>13.316</b>
<b>Diğer Gyg Kalemleri Toplamı</b>	<b>109.455</b>	<b>141.127</b>	<b>152.516</b>	<b>60.100</b>
<b>Toplam Genel Yönetim Giderleri</b>	<b>3.512.368</b>	<b>5.685.004</b>	<b>7.769.225</b>	<b>7.245.734</b>

## 1.2. Kısaca Türkiye'de Turizm Sektörü

Turizm; insanların devamlı ikamet ettikleri, çalıştıkları ve her zamanki olağan ihtiyaçlarını karşıladıkları yerlerin dışına seyahatleri ve buradaki genellikle turizm işletmelerinin ürettiği mal ve hizmetleri talep ederek, geçici konaklamalarından doğan olaylar ve ilişkiler bütünüdür.



Türkiye’de turizmin 1980 yılından sonra büyük bir gelişme göstererek, ülke kalkınmasında lokomotif görevi üstlendiği görülmektedir. 24 Ocak 1980 ekonomik kararlarından sonra, Türkiye’de ithal ikameci politika terk edilerek, ihracata yönelik sanayileşme stratejisi benimsenmiştir. Böylece, ihracat odaklı sanayileşmenin gerçekleştirilmesinde turizm sektörü; kolay, etkili, verimli ve nispi olarak da ucuz bir araç olarak görülmüştür. Ancak, turizmin Türkiye ekonomisi içindeki hızlı yükselişinde hiç kuşkusuz, 1982 yılında çıkarılan 2634 sayılı “Turizmi Teşvik Kanunu” ile sektöre sağlanan yatırım teşviklerinin ve mali desteğin çok önemli bir yeri bulunmaktadır.

2000’li yıllarda ise yine alternatif turizm faaliyetlerine olan ilgi giderek yükselmeye devam etmiştir. Kültür, sağlık, kongre, yatçılık, eğlence ağırlıklı faaliyetlere olan talep artmıştır. Dünya turizm talebindeki değişmelere bağlı olarak, Türkiye’de bu dönemde turizm faaliyetlerine olan devlet desteği ile turizm sektörü büyümüştür.

T.C. Cumhurbaşkanlığı Yatırım Ofisi’nin 2018 verilerine göre;

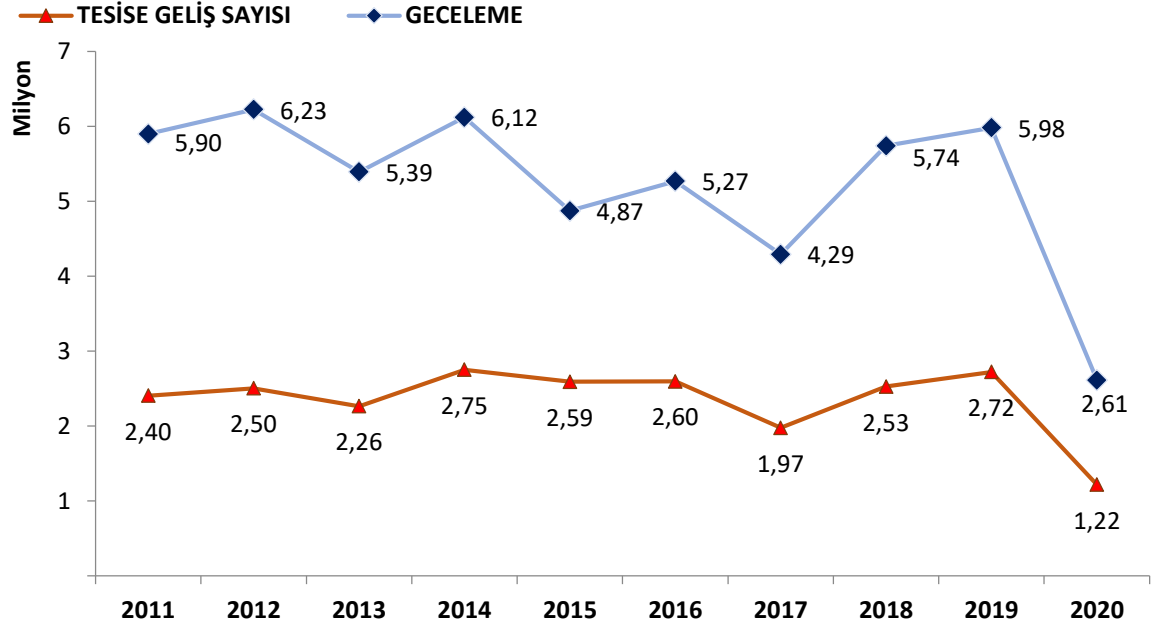
Dünyanın en popüler 6. turizm merkezi olan ve 2018 yılında 46 milyondan fazla turist ağırlayan Türkiye, turizm endüstrisinin gerek oturmuş gerekse gelişmekte olan alt sektörlerinde geniş yatırım fırsatları sunmaya devam etmektedir.

Elverişli konumu, mevcut potansiyeli ve 2023 yılı için belirlediği hedefleriyle turizm sektörü, yatak kapasitesini aşan bir hızla büyümeye devam etmektedir. Son yıllarda ülkeye yapılan yatırımlarda artış olmasına rağmen yeni girişimler fırsatlar bulunmaktadır. Doğu ve Güneydoğu Anadolu, kültür turizminin yanı sıra bölgelerin karakteristik özelliği, tarihi ve kültürüyle de örtüşen ve giderek yaygınlaşan butik otel konsepti açısından değerlendirilmeyi bekleyen bir potansiyel barındırmaktadır.

- Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü’nün (UNWTO) verilerine göre, Türkiye 2018 yılında dünyanın en popüler 6. turizm merkeziydi.
- Türkiye turizm endüstrisindeki büyüme son yıllarda küresel ortalamanın üzerinde gerçekleşmiş,
- İnanç turizmi alanında ise, Türkiye çeşitli büyük dinlere ait kutsal mekânların yer aldığı birkaç ülkeden biridir. Toplam 316 kutsal mekândan 167’si İslam, 129’u Hristiyanlık ve 20’si Musevilik dinine aittir.
- Türkiye’de faaliyet gösteren otel zincirlerinin sayısı 57’dir ve bunlardan 44’ünün sahibi yerli iken 15’inin sahibi yabancıdır. Türkiye’deki bu 57 zincirdeki toplam otel sayısı 628 iken toplam oda sayısı 149.601’dir.
- Forbes Travel tarafından 2018 yılı turizm verilerine dayanarak hazırlanan dünyanın en çok ziyaret edilen 10 şehri listesinde İstanbul 8. sırada yer almıştır.
- Türk hükümeti düşük hizmet ücretleri ve düşük vergi oranları gibi teşvikler sunarken bir yandan da turizm sektörünün büyümesini yavaşlatabilecek her türlü bürokratik engeli ortadan kaldırmayı hedefleyen politikalar izlemektedir.

Türkiye’de bir yılda gerçekleşen konaklamaların detayı aşağıda bulunabilir.

Mahalli İdarelerce Belgelendirilen Konaklama Tesislerinde Tesislere Geliş Sayısı Ve Gecelemelerin Yıllara Göre Dağılımı (Eylül) ile sektör büyüklüğü görülebilmektedir.



Mahalli İdarelerce Belgelendirilen Konaklama Tesislerinde Tesislere Geliş Sayısı, Geceleme, Ortalama Kalış Süresi ve Doluluk Oranlarının Aylara Göre Dağılımı (2020 Ocak-Eylül).

AYLAR	TESİSE GELİŞ SAYISI			GECELEME			ORTALAMA KALIŞ SÜRESİ			DOLULUK ORANI(%)		
	YABANCI	YERLİ	TOPLAM	YABANCI	YERLİ	TOPLAM	YABANCI	YERLİ	TOPLAM	YABANCI	YERLİ	TOPLAM
OCAK	270 887	1 226 928	1 497 815	628 073	2 244 230	2 872 303	2,32	1,83	1,92	6,65	23,75	30,40
ŞUBAT	243 758	1 137 007	1 380 765	568 560	2 053 259	2 621 819	2,33	1,81	1,90	5,97	21,57	27,55
MART	156 766	798 788	955 554	365 938	1 513 033	1 878 971	2,33	1,89	1,97	3,72	15,37	19,08
NİSAN	36 265	336 201	372 466	95 812	743 923	839 735	2,64	2,21	2,25	0,88	6,81	7,69
MAYIS	30 539	399 789	430 328	81 073	858 579	939 652	2,65	2,15	2,18	0,64	6,76	7,40
HAZİRAN	31 054	950 484	981 538	75 156	1 826 901	1 902 057	2,42	1,92	1,94	0,55	13,46	14,02
TEMMUZ	137 707	1 592 899	1 730 606	441 461	3 160 119	3 601 580	3,21	1,98	2,08	3,23	23,10	26,32
AĞUSTOS	422 048	1 919 983	2 342 031	1 350 213	3 913 466	5 263 679	3,20	2,04	2,25	9,81	28,43	38,24
EYLÜL	206 533	1 010 504	1 217 037	716 103	1 896 176	2 612 279	3,47	1,88	2,15	5,24	13,86	19,10
TOPLAM	1 535 557	9 372 583	10 908 140	4 322 389	18 209 686	22 532 075	2,81	1,94	2,07	4,03	17,00	21,03

### Pandeminin Turizm Sektörüne etkileri

Covid-19 salgını nedeniyle küresel çapta alınan seyahat tedbirlerine paralel olarak yabancı ziyaretçi sayısında rekor düşüşler gerçekleşmişti. Tekrar artan vaka sayısı, tedbirlerin yeniden sıkılaştırılmaya başlanmasıyla gelecek aylarda yabancı ziyaretçi sayısı değişkenlik gösterebilir.

Kültür ve Turizm Bakanlığı'nın istatistiklerine göre Türkiye, 2020 Ekim ayında önceki yılın aynı ayına göre %59,4 azalışla 1.742 bin yabancı ziyaretçi ağırladı. Yabancı ziyaretçi sayısı bir önceki aya kıyasla %31,3 azalış gösterdi. Böylelikle yılın ilk 9 ayında yabancı ziyaretçi sayısı 2019'un aynı dönemine göre %66,5 azalarak 13.653 bin kişi oldu.

Yabancı Ziyaretçi Sayısı, Bin Kişi						
	2018	2019	2020	19/18 Değ.	20/19 Değ.	Aylık Değ.
<b>Ocak</b>	1.893	1.539	2.287	5,30%	48,56%	6,48%
<b>Şubat</b>	1.933	1.670	2.196	9,36%	31,51%	-3,96%
<b>Mart</b>	2.581	2.232	969	4,33%	-56,61%	-55,90%
<b>Nisan</b>	3.212	3.293	24	24,01%	-99,26%	-97,50%
<b>Mayıs</b>	4.206	4.022	30	9,35%	-99,26%	23,07%
<b>Haziran</b>	5.091	5.319	296	18,05%	-94,44%	891,79%
<b>Temmuz</b>	6.532	6.617	1.382	16,67%	-79,12%	367,08%
<b>Ağustos</b>	6.159	6.308	2.192	17,17%	-65,24%	58,65%
<b>Eylül</b>	5.426	5.427	2.534	13,23%	-53,30%	15,61%
<b>Ekim</b>	4.239	4.292	1.742	14,28%	-59,40%	-31,25%
<b>Kasım</b>	2.406	2.191		11,41%		
<b>Aralık</b>	2.435	2.148		10,11%		
<b>Toplam</b>	<b>46.113</b>	<b>45.058</b>	<b>13.653</b>	<b>-2,29%</b>	<b>-66,47%</b>	

Kaynak: T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı

Son 11 yıldaki yabancı ziyaretçi sayısı ve yabancı ziyaretçilerden elde edilen gelirin 2009'dan 2015'e kadar sürekli arttığı görülmektedir. Kişi başı gelirin de en yüksek olduğu yıl 754 dolarla 2014 yılı olmuştur. 2019 yılında Türkiye, bir önceki yıla göre %19,5 artış ile 45,1 milyon yabancı ziyaretçiden 28,7 milyar dolar gelir elde ederek hem ziyaretçi sayısı hem de gelir noktasında tüm zamanların rekorunu kırmıştır. 2019 yılındaki 555 dolar olan kişi başı gelir noktasında ise hem 2014 yılında görülen en yüksek tutar olan 754 doların hem de son 11 yıllık ortalama rakam olan 666 doların oldukça altında yer almaktadır.

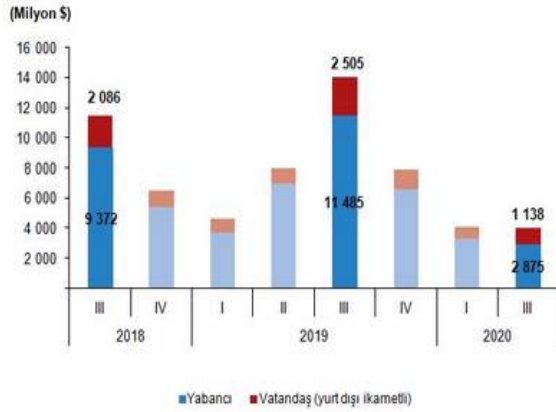
Dünya Turizm Örgütü verilerine göre Türkiye 2018 verilerine göre turist sayısında Avrupa'da 4. Sırada, dünyada 6. Sırada yer almaktadır. Turizm gelirinde ise (2018 verileri) Avrupa'da 6. sırada, dünyada 15. sırada yer almaktadır.

2020 Yılı'nın başında Çin'in Wuhan kentinde görülen Covid-19 (yeni tip Koronavirüs) virüsü nedeniyle Dünya Sağlık Örgütü'nün dünya çapında pandemi ilan etmesiyle küresel çapta sıkı tedbirler uygulanmaya başladı. Bu tedbirlerin başında ülkelerin giriş-çıkışlarını sınırlaması ve çoğu ülkenin sınırlarını kapatması yer aldı. Turizm kanadında yaşanacak yavaşlama, hatta düşüş nedeniyle havacılık sektörü başta olmak üzere birçok sektör de negatif etkilendiği ve etkileneceği aşikâr. 2020 Nisan ayında 24 bin kişi ile son zamanların en düşük aylık yabancı ziyaretçi sayısı gerçekleşti.

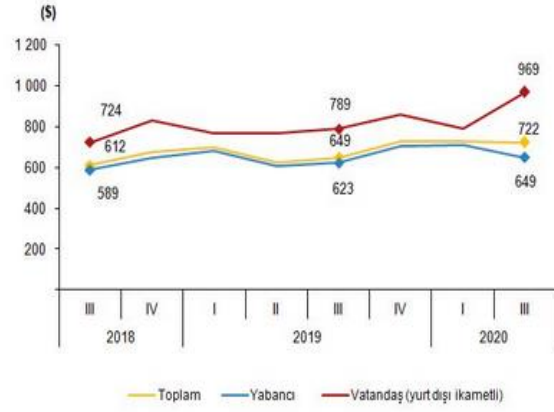
Turizm geliri Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarından oluşan III. çeyrekte bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %71,2 azalarak 4 milyar 44 milyon 356 bin \$ oldu. Turizm gelirin (cep telefonu dolaşım ve marina hizmet harcamaları hariç) %71,6'sı yabancı ziyaretçilerden, %28,4'ü ise yurt dışında ikamet eden vatandaş ziyaretçilerden elde edildi.

Ziyaretçiler, seyahatlerini kişisel veya paket tur ile organize etmektedirler. Bu çeyrekte yapılan harcamaların 3 milyar 97 milyon 691 bin \$'ını kişisel harcamalar, 946 milyon 665 bin \$'ını ise paket tur harcamaları oluşturdu.

## Ziyaretçi türüne göre turizm geliri, III. Çeyrek, 2020



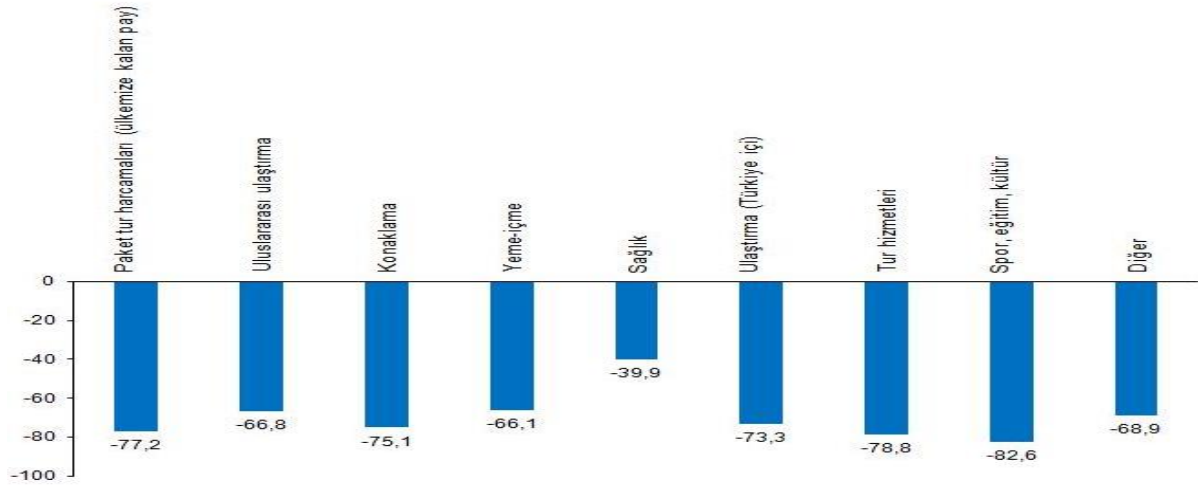
## Kişi başı ortalama harcama, III. Çeyrek, 2020



Not: Koronavirüs pandemisi (COVID-19) nedeni ile sınır kapılarında anket yapılamadığından 2020 yılı 2. çeyreğe ilişkin veri yayınlanamamıştır.

Bu çeyrekte tüm harcama türleri geçen yılın aynı çeyreğine göre azaldı. Spor, eğitim, kültür harcaması %82,6, tur hizmetleri harcaması %78,8 ve paket tur harcamaları (ülkemize kalan pay) %77,2 azaldı.

## Harcama türlerinin bir önceki yılın aynı dönemine göre değişim oranları (%), III. Çeyrek, 2020



## Gecelik ortalama harcama 61 \$ oldu

Bu çeyrekte geceleme yapan yabancıların ortalama günlük harcaması 70 \$, yurt dışında ikamet eden vatandaşların ortalama günlük harcaması ise 46 \$ oldu.

## Ziyaretçi sayısı geçen yılın aynı çeyreğine göre %74,1 azaldı

Ülkemizden çıkış yapan ziyaretçi sayısı 2020 yılı III. çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %74,1 azalarak 5 milyon 604 bin 155 kişi oldu. Bunların %79'unu 4 milyon 430 bin 53 kişi ile yabancılar, %21'ini ise 1 milyon 174 bin 102 kişi ile yurt dışında ikamet eden vatandaşlar oluşturdu.

### 1.3. Kısaca Sektör ve Rey Otelcilik

Mahalli İdarelerce Belgelendirilen Konaklama Tesislerinde Tesislere Geliş, Geceleme, Ortalama Kalış Süresi Ve Doluluk Oranlarının İllere Göre Dağılımına (2020 Eylül)

İLLER	TESİSE GELİŞ SAYISI			GECELEME			ORTALAMA KALIŞ SÜRESİ			DOLULUK ORANI(%)		
	YABANCI	YERLİ	TOPLAM	YABANCI	YERLİ	TOPLAM	YABANCI	YERLİ	TOPLAM	YABANCI	YERLİ	TOPLAM
Erzincan	58	7 819	7 877	60	11 759	11 819	1,03	1,50	1,50	0,13	25,40	25,53
Eskişehir	145	11 743	11 888	267	17 411	17 678	1,84	1,48	1,49	0,43	28,13	28,56

#### Anadolu gerçekleşen Temel Turizm konaklama oranları ve Pandeminin etkisi

Eylül 2020’de Anadolu’daki otel dolulukları bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla 39,4 puan azalarak, %36,4 olarak karşımıza çıkmaktadır (2019 - %60,1).

Eylül 2020 Ortalama Günlük satılan oda bedeli 31,54 Euro olarak, 2019’a göre %20,8’lik bir düşüş göstermektedir (2019 – 39,82 Euro).

Toplam oda sayısı üzerinden Odabaşı elde edilen gelirler de ise (RevPAR) geçen yıla oranla %52’lik bir düşüş yaşanmış ve 11,49 Euro olarak ölçülmüştür (2019 – 23,94 Euro).

2020 yılbaşından Eylül sonuna kadar geçen sürede ise (Ocak – Eylül 2020 toplam);

Doluluk Oranı : %32,8 (2019-%56,1)

Ortalama Günlük satılan oda bedeli : 34,16 Euro (2019-40,11 Euro)

RevPAR (Oda başı elde edilen gelir) :11,22 Euro (2019-22,49 Euro)

*\*Bu Çalışma İstanbul için 540 tesis üzerinden 143 tesis, Ankara için 68 tesis üzerinden 17 tesis, Antalya Bölgesi için 1016 tesis üzerinden 55 tesis, Anadolu için 289 tesis üzerinden 109 tesis baz alınarak yapılmıştır.*

## 2. Mali Veriler

### 2.1. Gelir Tablosu

Şirket’in 30.09.2020 tarihli, V.U.K. bazlı gelir tablosuna göre satışların 5,9 milyon TL gerçekleşmiştir. Şirketin gelir kalemlerinin kırılımına bakıldığında gelirler “Konaklama Geliri”, “Yiyecek İçecek Gelirleri”, “Çamaşırhane Gelirleri”, “Büfe Gelirleri” ve “Organizasyon Gelirlerinden” oluşmaktadır. 30.09.2020 itibari ile bu gelirin %87’si konaklama gelirlerinden, %7,0’si kira gelirlerinden oluşmaktadır. Yıllar itibari ile bakıldığında konaklama gelirlerinin toplam gelir içindeki payı ortalama %72, organizasyon gelirlerinin payı %20,6 dir. 2019 yılının aynı dönemine göre satış gelirleri %56 azalış gerçekleşmiştir. Azalış pandemi kaynaklı gerçekleşmiştir. Şirketin gelir kalemlerini içindeki organizasyon gelirleri hariç diğer gelir kalemleri konaklama gelirleri ile orantılı şekilde artış azalmaktadır.

2019/2018/2017 yılları mukayese edildiğinde ciro artış eğilimindedir. 2019 yılında bir önceki yıla göre %20 oranında bir artış gerçekleşmiştir.

Satışların maliyeti 2020’nin ilk 9 ayında 5,7 milyon TL olarak gerçekleşmiş olup geçen yılın aynı dönemine göre %36 düşmüştür. 2017-2019 yılları dönem sonları baz alındığında, maliyetin satışlara paralel arttığı gözlemlenmektedir. Maliyetlerin %43’ü işçilik maliyetlerinden, %20’si ilk madde malzeme maliyetlerinden %35,9 dışardan sağlanan fayda ve hizmetlerden oluşmaktadır. Satışların maliyeti kaleminin ciroya oranı yaklaşık %50 olarak gerçekleşmiştir.

2020’nin ilk 9 ayında brüt satış karı 2,2 milyon TL olarak gerçekleşmiş olup, yıllık bazda %71 daralmıştır. 2020’nin 2. Çeyreğinde pandemi nedeniyle ekonomiler durma noktasına gelmiştir. Bu nedenle %71’lik düşüş makul görülmektedir.

Genel yönetim giderleri hariç olmak üzere diğer giderlerinde düşüşler yaşanmıştır. Genel yönetim giderleri içinde ilişkili şirketlere ödenen kira giderleri bulunmaktadır. Kira giderlerinin genel yönetim giderleri içindeki payı ortalama %94'tür.

2020'nin ilk 9 aylık döneminde dönem zararı 4,1 milyon TL'dir. Dönem zararı oluşmasının temel nedeni pandemi kaynaklı oda satışlarının, konaklama gelirlerinin ve organizasyon gelirlerinin azalmasına rağmen kira ve personel gibi sabit gider kalemlerinin gelirlerdeki azalış kadar düşürülemediği olmasıdır.

2020'nin ilk 9 aylık döneminde -3,8 milyon TL FAVÖK elde eden şirketin FAVÖK marjı -%45 olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılı dönem sonunda FAVÖK marjı %8,1 olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjları, yıllar itibarıyla dalgalı bir seyir izlemiş olup pandemi etkisinin görülmediği önceki yıllara bakıldığında son yıllarda yükselme eğilimine girmiştir.

REY OTEL GELİR TABLOSU									
TL	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2019	30.09.2020	Son 12 Ay	0920-0919 Değişimi	1219-1218 Değişimi	
<b>BRÜTSATIŞLAR</b>	<b>9.329.372</b>	<b>14.328.711</b>	<b>17.261.939</b>	<b>13.357.835</b>	<b>5.963.519</b>	<b>9.867.623</b>	<b>-55,4%</b>	<b>20,5%</b>	
Yurtiçi Satışlar	9.200.388	14.048.269	16.892.986	13.074.808	5.791.615	9.609.794	-55,7%	20,2%	
Diğer Gelirler	128.984	280.443	368.953	283.027	171.903	257.829	-39,3%	31,6%	
<b>SATIŞINDİRİMLERİ</b>	<b>-22.116</b>	<b>-1.574</b>	<b>-46.383</b>	<b>-35.706</b>	<b>-98.165</b>	<b>-108.843</b>	<b>174,9%</b>	<b>2847,7%</b>	
Satıştan İndirimler	-22.116	-1.574	-46.383	-35.706	-98.165	-108.843	174,9%	2847,7%	
<b>NETSATIŞLAR</b>	<b>9.307.256</b>	<b>14.327.138</b>	<b>17.215.556</b>	<b>13.322.129</b>	<b>5.865.353</b>	<b>9.758.780</b>	<b>-56,0%</b>	<b>20,2%</b>	
<b>SATIŞLARIN MALİYETİ</b>	<b>-5.272.571</b>	<b>-5.831.691</b>	<b>-8.019.988</b>	<b>-5.785.425</b>	<b>-3.708.140</b>	<b>-5.942.704</b>	<b>-35,9%</b>	<b>37,5%</b>	
Satılan Hizmet Maliyeti	-5.272.571	-5.831.691	-8.019.988	-5.785.425	-3.708.140	-5.942.704	-35,9%	37,5%	
<b>BRÜTSATIŞ KARI VE ZARARI</b>	<b>4.034.685</b>	<b>7.617.557</b>	<b>9.195.568</b>	<b>7.536.704</b>	<b>2.157.213</b>	<b>3.816.077</b>	<b>-71,4%</b>	<b>20,7%</b>	
Brüt Kar Marjı	43%	53%	53%	56%	36%	39%	-35,9%	0,2%	
<b>FAALİYET GİDERLERİ</b>	<b>-3.512.368</b>	<b>-4.142.597</b>	<b>-8.160.196</b>	<b>-6.207.130</b>	<b>-6.070.067</b>	<b>-8.023.133</b>	<b>-2,2%</b>	<b>97,0%</b>	
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-122.937	-133.985	-195.486	-139.562	-94.725	-150.649	-32,1%	45,9%	
Genel Yönetim Giderleri	-3.389.431	-4.008.612	-7.964.711	-6.067.568	-5.975.342	-7.872.484	-1,5%	98,7%	
<b>FAALİYET KARI VE ZARARI</b>	<b>522.317</b>	<b>1.914.777</b>	<b>1.035.371</b>	<b>1.329.574</b>	<b>-3.912.854</b>	<b>-4.207.057</b>	<b>-394,3%</b>	<b>-45,9%</b>	
Faaliyet Kar marjı	0	0	0	0	-1	-0	-768,4%	-55,0%	
<b>Amortisman</b>	<b>199.624</b>	<b>280.501</b>	<b>165.564</b>	<b>124.098</b>	<b>153.835</b>	<b>199.624</b>	<b>24,0%</b>	<b>-41,0%</b>	
<b>FAVOK</b>	<b>721.940</b>	<b>2.195.278</b>	<b>1.200.936</b>	<b>1.453.672</b>	<b>-3.759.019</b>	<b>-4.007.433</b>	<b>-358,6%</b>	<b>-45,3%</b>	
FAFÖK Marjı	0	0	0	0	-1	-0	-687,3%	-54,5%	
<b>DIĞER FAALİYETLERDEN OLAĞAN GELİ</b>	<b>36.143</b>	<b>9.702</b>	<b>25.696</b>	<b>12.597</b>	<b>13.256</b>	<b>26.355</b>	<b>5,2%</b>	<b>164,9%</b>	
<b>DIĞER FAALİYETLERDEN OLAĞAN GİDE</b>	<b>-83.520</b>	<b>-9.962</b>	<b>-113.093</b>	<b>-101.101</b>	<b>-2.396</b>	<b>-14.388</b>	<b>-97,6%</b>	<b>1035,3%</b>	
Karşılık Giderleri	-17.903	-3.966	-443	0	0	-443	0,0%	-88,8%	
Kambiyo Zararları	-65.617	-4.782	-112.650	-101.101	-2.396	-13.945	-97,6%	2255,7%	
<b>FINANSMAN GİDERLERİ</b>	<b>-571.914</b>	<b>-619.513</b>	<b>-734.491</b>	<b>-602.402</b>	<b>-229.287</b>	<b>-361.376</b>	<b>-61,9%</b>	<b>18,6%</b>	
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	-571.914	-611.630	-734.491	-602.402	-229.287	-361.376	-61,9%	20,1%	
<b>OLAĞAN KARI VE ZARARI</b>	<b>-96.974</b>	<b>1.285.274</b>	<b>213.484</b>	<b>638.668</b>	<b>-4.131.281</b>	<b>-4.556.466</b>	<b>-746,9%</b>	<b>-83,4%</b>	
<b>OLAĞAN DIĞIŞI GELİR VE KARLAR</b>	<b>66.445</b>	<b>65.869</b>	<b>107.960</b>	<b>73.757</b>	<b>22.803</b>	<b>57.006</b>	<b>-69,1%</b>	<b>63,9%</b>	
Önceki Dönem Gelir ve Karlar	5.548	6.960	0	0	0	0	0,0%	-100,0%	
Diğer Olağandışı Gelir ve Karlar	60.897	58.909	107.960	73.757	22.803	57.006	-69,1%	83,3%	
<b>OLAĞAN DIĞIŞI GİDER VE ZARARLAR</b>	<b>-262.992</b>	<b>-329.244</b>	<b>-199.909</b>	<b>-197.709</b>	<b>-8.549</b>	<b>-10.749</b>	<b>-95,7%</b>	<b>-39,3%</b>	
Diğer Olağandışı Gider ve Zararlar	-262.992	-329.244	-199.909	-197.709	-8.549	-10.749	-95,7%	-113,7%	
<b>DÖNEM KARI VEYA ZARARI</b>	<b>-293.521</b>	<b>1.018.024</b>	<b>121.535</b>	<b>514.716</b>	<b>-4.117.027</b>	<b>-4.510.209</b>	<b>-899,9%</b>	<b>-88,1%</b>	
Vergi	0	0	0	0	0	0	0,0%	0,0%	
<b>DÖNEM NET KARI VEYA ZARARI</b>	<b>-293.521</b>	<b>1.018.024</b>	<b>121.535</b>	<b>514.716</b>	<b>-4.117.027</b>	<b>-4.510.209</b>	<b>-899,9%</b>	<b>-88,1%</b>	

## 2.2. Bilanço

Şirket'in 30.09.2020 tarihli V.U.K. bazlı bilançosunda, 6,5 milyon TL varlığı bulunurken bunun 6 milyon TL'lik kısmı dönen varlıklar kalemlerinden, 510 bin TL'si ise duran varlık kalemlerinden oluşmaktadır. Şirketin aktifleri 30 Eylül 2019 bilançosuna göre %34 oranında artış göstermiştir.

Hazır değerler içinde kredi kartı pos alacakları takip edilmektedir. Geçen yılın aynı dönemine göre bu yıldaki azalmanın sebebi kredi kartı alacaklarının pandemi sebebi ile azalmasıdır.

30.09.2020 tarihli itibarı ile diğer alacaklar içindeki 2,8 milyon TL'lik bakiye Reysaş Taşımacılık ve Lojistik A.Ş. den olan alacak rakamından oluşmaktadır.

Şirketin diğer dönen varlıkları içinde 30 Eylül 2019 bilançosunda 502 bin TL'lik KDV alacağı bulunurken 2020'de 1,4 milyon TL KDV alacağı bulunmaktadır.

Aktif hesaplarda en yüksek bakiyeliler 2,8 milyon TL'lik Reysaş Taşımacılık bakiyesi ile 1,4 milyon TL ile KDV alacaklar hesabıdır.

Grup'un 510 bin TL duran varlığı bulunmaktadır.

11,3 milyon TL olan kısa vadeli kaynakların 6,8 milyon TL'lik kısmı ticari borçlardan oluşmaktadır. Ticari borçların 3,3 milyon TL kısmı Reysaş Turizm yatırımlarına olan borçtan oluşmaktadır. Diğer Borçların içindeki 2,8 milyon TL Reysaş Turizm'e, 3,3 milyon TL'lik kısmı Reysaş Gayrimenkul'e olan borçlardan oluşmaktadır. Şirketin uzun vadeli kaynağı bulunmamaktadır.

Diğer yükümlülükler hesabının içinde personele ödenecek ücretler bulunmaktadır.

Şirketin 610.000 TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır.

Şirketin dönen varlıkları ile kısa vadeli borçları arasındaki fark 5,2 milyon TL'dir. Yani şirket elinde bulunun likit varlıklarla kısa vadeli borçlarının hepsini ödeme gücüne sahip değildir.

30.09.2020 bilançosu hazırlanırken Şirket'ten alınan Vergi Usul Kanunu'na göre hazırlanmış mizanda sınıflamalar yapılmıştır. Şirketin ticari faaliyetlerinden kaynaklanan borç ve alacaklarının finansman amaçlı ilişkili taraflardan kaynaklanan borç ve alacakların ayrıştırılması amacıyla yapılan bu sınıflamalar şu şekildedir: Ticari alacaklardaki 732 bin TL diğer alacaklar hesabına sınıflanmıştır. Ticari alacaklardaki 3,8 milyon TL, diğer borçlar hesabına sınıflanmıştır. Geçmiş dönemlerde aynı sınıflamalar muhasebenin tutarlılık ilkesi göz önüne alınarak yapılmıştır.

REY OTEL BİLANÇO(TL)								
AKTİF(VARLIKLAR)	30.09.2019	30.09.2020	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	0619/0620 Değ	0620-0619 Fon	
<b>DÖNENVARLIKLAR</b>	<b>4.411.894</b>	<b>6.009.325</b>	<b>3.322.849</b>	<b>5.225.909</b>	<b>4.538.801</b>	<b>36%</b>	<b>-</b>	<b>687.108</b>
HazırDeğerler	640.261	99.046	705.809	680.845	485.253	-85%		-195.592
TicariAlacaklar	854.623	667.208	945.340	336.555	862.385	-22%		525.830
DiğerAlacaklar	2.214.474	3.589.729	1.019.713	3.325.169	2.371.038	62%		-954.131
Stoklar	182.072	196.221	176.006	443.723	184.009	8%		-259.714
DiğerDönenVarlıklar	520.465	1.457.121	475.981	439.617	636.117	180%		196.499
<b>DURANVARLIKLAR</b>	<b>437.288</b>	<b>510.263</b>	<b>776.170</b>	<b>528.038</b>	<b>395.822</b>	<b>17%</b>	<b>-</b>	<b>132.216</b>
MaddiDuranVarlıklar	359.542	456.641	607.398	426.671	325.950	27%		-100.721
MaddiOlmayanDuranVarlıklar	77.746	53.622	168.773	101.367	69.872	-31%		-31.495
<b>AKTİF(VARLIKLAR)TOPLAMI</b>	<b>4.849.181</b>	<b>6.519.587</b>	<b>4.099.019</b>	<b>5.753.947</b>	<b>4.934.622</b>	<b>34%</b>	<b>-</b>	<b>819.325</b>
<b>PASİF(KAYNAKLAR)</b>								
<b>KISAVADELİYABANCİKAYNAKLAF</b>	<b>5.072.079</b>	<b>11.252.694</b>	<b>6.445.205</b>	<b>6.491.561</b>	<b>5.550.701</b>	<b>122%</b>	<b>-</b>	<b>940.860</b>
MaliBorçlar	-	-	-	-	-			
TicariBorçlar	3.730.819	6.821.408	4.659.577	5.208.666	4.163.541	83%		-1.045.125
DiğerBorçlar	1.136.017	4.002.698	1.663.144	1.103.153	1.131.755	252%		28.603
AlınanAvanslar	122.110	241.630	-	64.856	160.033	98%		95.177
ÖdenecekVergi ve DiğerYükümlülükler	83.134	186.957	122.483	114.886	95.372	125%		19.514
<b>UZUNVADELİYABANCİKAYNAKLAI</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>- 222.898</b>	<b>- 4.733.107</b>	<b>- 2.346.186</b>	<b>- 737.614</b>	<b>- 616.079</b>	<b>2023%</b>	<b>-</b>	<b>121.535</b>
ÖdenmişSermaye	610.000	610.000	25.000	610.000	610.000	0%		0
GeçmişYıllarKarları	1.791.639	1.913.173	-	1.791.639	1.791.639	7%		0
GeçmişYıllarZararları	- 3.139.252	- 3.139.252	- 2.077.665	- 2.365.637	- 3.139.252	0%		-773.615
DönemNetKar(Zaran)	514.716	- 4.117.027	- 293.521	- 773.615	121.535	-900%		895.150
<b>PASİF(KAYNAKLAR)TOPLAMI</b>	<b>4.849.181</b>	<b>6.519.588</b>	<b>4.099.019</b>	<b>5.753.947</b>	<b>4.934.622</b>	<b>34%</b>	<b>-</b>	<b>819.325</b>
<b>GENELTOPLAM</b>	<b>4.849.181</b>	<b>828.033</b>	<b>4.099.019</b>	<b>5.753.947</b>	<b>4.934.622</b>	<b>-83%</b>	<b>-</b>	<b>819.325</b>

### 3. İndirgenmiş Nakit Akımı Değerlemesi

#### 3.1. Genel Varsayımlar

- Rey Otel'nin 30.09.2020 tarihi itibarıyla piyasa değeri şirketin önümüzdeki dönemde elde etmeyi hedeflediği operasyonel nakitler "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" (İNA) kullanılarak hesaplanmıştır.
- Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 1 Ekim 2020 ve 2025 yıl sonu ile sınırlı tutulmuş olup 2025 sonrası için uç değer hesabı yapılmıştır.
- Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, şirket yönetimi tarafından verilen finansal ve operasyonel bilgiler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu ve üzerlerindeki ipotek, irtifak v.b. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.

- f) Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızca yorumlanarak kullanılmıştır.
- g) Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemez değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2020 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- h) Ekonomik şartlarda kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
- i) Bu değerlendirme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.
- j) Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.
- k) Nakit akımları analizi şirket tarafından sağlanan VUK bazlı mali veriler ve projeksiyonlar üzerinden yapılmıştır

### 3.2. İndirgeme Oranı Tespiti

Şirketin faaliyetlerinden üretmesi beklenen nakit akımları projeksiyon dönemi boyunca tespit edilerek Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli'ne (Capital Asset Pricing Model – CAPM) göre hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgenmiştir. Özsermaye maliyeti hesaplanırken risksiz getiri oranı varsayımında TL bazlı 10 yıllık Türkiye Cumhuriyeti devlet tahvillerinin 2020 yılındaki getiri oranları göz önünde bulundurularak %14,00 kabul edilmiştir.

Uzun vadeli risksiz getiri ve hisse senedi getirilerinin farkı olan Sermaye Piyasası Risk Primi Türkiye gibi finansal derinliği gelişmiş ülkelere göre nispeten daha az olan ülkelerde çok kolay hesaplanamamaktadır. ABD gibi finansal tarihi oldukça eskiye giden ve halka açık şirket sayısı oldukça fazla olan bir ülkede bile bu risk priminin hesaplanmasına dair konsensüs bulunmamaktadır. Piyasada genel temayül %5-%6 bandında sermaye piyasası risk priminin makul olduğu şeklinde olmakla birlikte BİST100 endeksinin 2003 yılından itibaren yıllık getirileri ile ilgili yıldaki gösterge tahvil faizi arasındaki farkların ortalaması %5,61 hesaplanmış olup değerlemede %6 kabul edilmiştir.

Şirket özelindeki riskleri yansıtmak adına sermaye piyasası risk priminin üzerine ilave bir risk primi öngörülmüştür. Bu ilave risk priminin miktarı iş modeli ve şirketin durumuna göre yatırımcıdan yatırımcıya değişebilmektedir. Rey Otel özelinde %2'lik ilave risk primi makul kabul edilerek sermaye maliyeti hesabında dikkate alınmıştır.

Özsermaye maliyeti hesabında kullanılan beta için 1 değeri kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti = Risksiz Getiri Oranı + (Beta X Sermaye Piyasası Risk Primi) + Beklenen İlave Risk Primi

Formülüne göre özsermaye maliyeti %14,00 + (1,0 X %6) + %2 = %22,00 hesaplanmaktadır.

Şirketin 30 Eylül 2020 bilançosunda herhangi bir banka kredisi bulunmaması nedeniyle finansal borç/öz kaynak oranı 0 kabul edilmiştir.

Özsermaye ve borçlanma maliyetleri hesaplandıktan sonra Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

AOSM= (Özsermaye maliyeti X Özsermaye oranı) + ((1- Kurumlar Vergisi) X Borçlanma Maliyeti X Borç Oranı)

formülüne göre Rey otel için %22,0 hesaplanmıştır.

Rey Otel Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, TL	30.09.2020
Risksiz Getiri Oranı	14%
CAPM'e Göre Sermaye Piyasası Risk Primi	6%
Beta	1
Şirket Risk Primi	2%
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>22%</b>
<b>AOSM</b>	<b>22%</b>



### 3.3. Net Borç

30.09.2020 itibariyle Şirket'in finansman amaçlı borçlar, ödenecek vergi ve diğer yükümlülükler toplamından hazır değerler bakiyesi düşülerek şirket için 1.168.929 TL borç hesaplanmıştır.

Rey Otel net Borç (Nakit) , TL	30.09.2020
Finansman amaçlı Borçlar	1.136.017
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	186.957
Kasa	12.790
Bankalar	105.877
Diğer Hazır Değerler	35.379
<b>Net Borç</b>	<b>1.168.929</b>

30 Eylül 2020 itibariyle 1,4 milyon TL bakiyesi bulunan "Devreden KDV" hesabının Şirket'le yapılan görüşmelerde kısa vadede nakit olarak tahsil edilemeyeceği ve yıllara sarı şekilde kümülatif olarak bilançoda kalacağı ifade edilmiştir. bu bağlamda Devreden KDV bakiyesi net borç hesabı yerine işletme sermayesi hesabında dikkate alınmıştır.

### 3.4. Ciro

Şirket tarafından hazırlanmış olan 2021-2025 projeksiyonlarına göre 2021'de pandemi etkisinin azalması ve sonraki yıllarda yok olması beklentisi ile oda satışları ve hizmet gelirlerinde bir artış beklenmektedir. 2021-2025 yılları arasında otel bazlı beklenen yatak sayısı satışı, beklenen yıllık artış oranı ve beklenen gelir rakamları aşağıdadır.

	2021	Yıl içindeki dağılım	2022	Yıl içindeki dağılım	2023	Yıl içindeki dağılım	2024	Yıl içindeki dağılım	2025	Yıl içindeki dağılım
Erzincan Garden Inn	15.000	38%	17.000	39%	19.000	40%	21.000	42%	23.000	43%
Eskişehir Garden Inn	25.000	63%	26.500	61%	28.000	60%	29.000	58%	30.000	57%
<b>Toplam</b>	<b>40.000</b>	<b>100%</b>	<b>43.500</b>	<b>100%</b>	<b>47.000</b>	<b>100%</b>	<b>50.000</b>	<b>100%</b>	<b>53.000</b>	<b>100%</b>
	2021	Bir önceki yıla göre büyüme	2022	Bir önceki yıla göre büyüme	2023	Bir önceki yıla göre büyüme	2024	Bir önceki yıla göre büyüme	2025	Bir önceki yıla göre büyüme
Erzincan Garden Inn	15.000	44%	17.000	13%	19.000	12%	21.000	11%	23.000	10%
Eskişehir Garden Inn	25.000	25%	26.500	6%	28.000	6%	29.000	4%	30.000	3%
<b>Toplam</b>	<b>40.000</b>		<b>43.500</b>		<b>47.000</b>		<b>50.000</b>		<b>53.000</b>	

Gelir kırılımı	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Konaklama Geliri (JTL)</b>	<b>12.100.000</b>	<b>13.900.000</b>	<b>15.750.000</b>	<b>17.400.000</b>	<b>19.700.000</b>
<b>Yiyecek İçecek Gelirleri (TL)</b>	<b>430.000</b>	<b>500.000</b>	<b>570.000</b>	<b>645.000</b>	<b>740.000</b>
<b>Çamaşırhane Gelirleri (TL)</b>	<b>36.500</b>	<b>42.800</b>	<b>51.100</b>	<b>58.500</b>	<b>69.200</b>
<b>Büfe Gelirleri (TL)</b>	<b>80.000</b>	<b>91.500</b>	<b>101.000</b>	<b>112.000</b>	<b>128.000</b>
<b>Organizasyon Gelirleri (TL)</b>	<b>1.500.000</b>	<b>1.700.000</b>	<b>1.927.500</b>	<b>2.186.375</b>	<b>2.481.056</b>
<b>Kira Gelirleri (TL)</b>	<b>774.001</b>	<b>839.901</b>	<b>921.091</b>	<b>1.018.900</b>	<b>1.134.690</b>
<b>İade ve İskontolar</b>	<b>34.000</b>	<b>37.000</b>	<b>40.000</b>	<b>44.000</b>	<b>47.000</b>
<b>Net Ciro</b>	<b>14.886.501</b>	<b>17.037.201</b>	<b>19.280.691</b>	<b>21.376.775</b>	<b>24.205.946</b>

Şirketin gelirlerinin alt kırılımına bakıldığında iki gelir geliminin ağırlıklı olduğu görülmektedir bunlar konaklama gelirleri ile organizasyon gelirleridir

### 3.5. Maliyet & Giderler

SMM içinde ilk madde malzeme, işçi ücretleri ve dışardan sağlanan fayda ve hizmetlerden oluşmaktadır.

Genel yönetim giderleri içinde en önemli gider kalemi kira gideridir. Aşağıda gider kalemleri içindeki genel yönetim giderlerinin detayı verilmiştir.

SMMM Kırılımı	2021	2022	2023	2024	2025
İlk Madde Malzeme	1.571.000	1.691.000	1.831.000	2.001.000	2.191.000
İşçi Ücretleri	3.350.000	3.700.000	4.200.000	4.750.000	5.350.000
Dışardan Sağlanan Fayda Ve Hizmetleri	2.952.500	3.202.500	3.552.500	3.952.500	4.102.500
Yiyecek İçecek/ Temizlik Maliyetleri	55.000	63.000	70.000	81.000	91.000
Çamaşırhane Maliyetleri	8.700	8.700	8.700	8.700	8.700
Amortisman Giderleri	155.774	158.774	162.774	48.010	10
Toplam Smm	8.092.974	8.823.974	9.824.974	10.841.210	11.743.210

Genel Yönetim Giderleri	2021	2022	2023	2024	2025
Pazarlama Giderleri	190.000	204.000	225.000	245.000	270.000
Kira Gideri	7.845.000	8.455.000	8.975.000	9.215.000	9.515.000
Vergi Resim Harçlar	35.000	36.000	37.200	38.600	40.000
Danışmanlık Gideri	15.000	15.250	15.800	16.200	16.850
Diğer Gyg Kalemleri Toplamı	110.000	115.000	122.000	129.000	140.000
Toplam Genel Yönetim Giderleri	8.195.000	8.825.250	9.375.000	9.643.800	9.981.850

### 3.6. Faaliyet Karı

3.4 ve 3.5 no'lu maddelerde yer alan ciro ve gider varsayımları sonrası Şirketin 2024 yılından itibaren pozitif faaliyet karı üreteceği öngörülmektedir.

### 3.7. Kurumlar Vergisi

Şirketin 2023 yılına kadar zarar edeceği öngörüsüyle kurumlar vergisinin 2024'te ödeneceği varsayılmış ve geçmiş yıl zararları mahsup edilerek %20 vergi oranıyla kurumlar vergisi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

### 3.8. Sabit Kıymet Yatırımları

Şirketin kullanmakta olduğu binalar kendi mülkiyetinde bulunmamaktadır. Bundan dolayı sabit kıymet yatırımları öngörülmemiştir.

### 3.9. İşletme Sermayesi

Şirketin stokları genel anlamda hızlı tüketilen mutfak malzemesi gibi ürünlerden oluşmakta olup bu stokları 7 günde tüketileceği, ticari borcunu geçmiş dönem verileri dikkate alınarak 124 günde ödeyeceği, ticari alacaklarını 31 günde tahsil edeceği ve 3 günlük ortalama alınan avans gün süresi olacağı varsayılarak işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmıştır. Her yıl için gereken ilave işletme sermayesi nakit akımlarından düşülmüştür.

### 3.10. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri

Önceki maddelerdeki varsayımlar sonrası 1 Ekim 2020 tarihinden itibaren şirketin üretmeyi planladığı Faaliyet Karı rakamından, Kurumlar Vergisi, Sabit Kıymet Yatırımı ve her yıl için gereken ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır. 2025 yılında hesaplanan nakit akımları %5 uç değer büyüme oranı kullanılarak uç değer hesabı yapılmıştır. TCMB beklenti anketinde uzun dönem enflasyon beklentisi %7 seviyesindedir. TCMB'nin kendi beklentisi %5 seviyesindedir. Daha ihtiyatlı tarafta kalmak adına uç değer büyüme oranı olarak %5 uygun görülmüştür.

Serbest nakit akımları %22,0 AOSM ile 30.09.2020 tarihine indirgenmiş ve Rey Otel için net nakit öncesi 1.729.095 TL firma değeri hesaplanmıştır. Firma Değerinden 1.168.929 TL net borç çıkartılarak 560.167 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Rey Otel İNA Değeri, TL	30.09.2020
Uç Değer Büyüme Oranı	5%
Firma Değeri, TL	1.729.095
Net Borç (Nakit), TL	1.168.929
Piyasa Değeri, TL	560.167

Rey Otel İndirgenmiş Nakit Akımı												
POTANSİYEL GELİRLER, TL	2019/09	2020/09	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Uç Değer
<b>Ciro</b>	13.322.129	5.865.353	9.306.441	14.327.138	17.213.861	7.933.803	14.886.501	17.037.201	19.280.691	21.376.775	24.205.946	
<i>Yıllık Değişim</i>		-56,0%		53,9%	20,1%	-53,9%	87,6%	14,4%	13,2%	10,9%	13,2%	
<b>GİDERLER ( TL )</b>												
<b>Toplam Giderler</b>	11.852.993	9.683.483	8.907.876	12.562.851	15.984.698	11.654.799	16.477.974	17.853.824	19.426.174	20.732.310	21.998.460	
<i>Yıllık Değişim</i>		-18,3%		41,0%	27,2%	-27,1%	41,4%	8,3%	8,8%	6,7%	6,1%	
<b>Faaliyet Karı</b>	1.469.136	-3.818.130	398.565	1.764.287	1.229.162	-3.720.995	-1.591.473	-816.623	-145.483	644.465	2.207.486	
<b>Faaliyet Kar Marjı</b>	11,0%	-65,1%	4,3%	12,3%	7,1%	-46,9%	-10,7%	-4,8%	-0,8%	3,0%	9,1%	
<i>Yıllık Değişim</i>		-690,3%		187,5%	-42,0%	-756,8%	-77,2%	-55,2%	-84,3%	-499,5%	202,5%	
<b>Amortisman</b>	124.098	153.835	199.624	280.501	165.564	153.835	155.774	158.774	162.774	48.010	10	
<b>FAVÖK</b>	1.593.234	-3.664.295	598.189	2.044.788	1.394.727	-3.567.160	-1.435.699	-657.849	17.291	692.475	2.207.496	
<b>Kurumlar Vergisi Matrahı</b>	1.469.136	-3.818.130	398.565	1.764.287	1.229.162	-3.720.995	-1.591.473	-816.623	-145.483	644.465	2.207.486	
Kurumlar Vergisi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	441.497	
Alacak Tahsilat Süresi	18	31	37	9	18	31	31	31	31	31	31	
Stok Tutma Süresi	4	6	7	13	4	7	7	7	7	7	7	
Borç Ödeme Süresi	86	193	191	151	95	124	124	124	124	124	124	
Alınan Avans Süresi	3	11		2	3	3	3	3	3	3	3	
Diğer Dönen Varlıklar Gün süresi	11	68	19	11	13	68	28	28	28	28	28	
Alacak	854.623	667.208	945.340	336.555	862.385	676.877	1.270.051	1.453.540	1.644.944	1.823.773	2.065.146	
Stok	182.072	196.221	176.006	443.723	184.009	237.340	335.559	363.577	395.597	422.195	447.979	
Borç	3.730.819	6.821.408	4.659.577	5.208.666	4.163.541	3.974.627	5.619.470	6.088.675	6.624.893	7.070.323	7.502.118	
Alınan Avans	122.110	241.630	0	64.856	160.033	73.759	138.396	158.391	179.248	198.735	225.037	
Diğer Dönen Varlıklar	520.465	1.457.121	475.981	439.617	636.117	1.478.237	1.135.485	1.299.533	1.470.657	1.630.539	1.846.337	
<b>İşletme Sermayesi</b>	-2.295.769	-4.742.488	-3.062.251	-4.053.627	-2.641.064	-1.655.931	-3.016.771	-3.130.417	-3.292.942	-3.392.551	-3.367.692	
<b>İşletme Sermayesi Değ.</b>		-2.101.424		-991.376	1.412.563	985.132	-1.360.839	-113.646	-162.525	-99.609	24.859	
<b>Sabit Kıymet Yatırımı</b>												
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	1.469.136	-1.716.706	398.565	2.755.663	-183.401	-4.552.292	-74.860	-544.203	179.816	792.084	1.741.140	10.754.102
<b>AOSM</b>						22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>						-2.698.069	-58.385	-347.898	94.224	340.206	612.978	3.786.039





### 3.11. Duyarlılık Analizi

Değer üzerinde önemli etkisi olan %22 AOSM, 2020-2025 arasında öngörülen FAVÖK rakamlarındaki sapma ve %5 uç değer büyüme oranının Rey Otel'in piyasa değerine etkisi duyarlılık analizi yapılarak gösterilmiştir.

2020-2025 arasında öngörülen FAVÖK rakamlarının aynen gerçekleşeceği varsayımıyla AOSM'nin %22 yerine %15-30 arasında değişmesi ve uç değer büyüme oranının %3-%7 bandında değişmesi durumunda şirketin değeri -1,7 milyon TL ile 8,2 milyon TL arasında değişmektedir.

Rey Otelin Piyasa Değerinin AOSM & Uç Değer Duyarlılık Analizi						
TL	Baz Değer 560.167	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
		15%	20%	22%	25%	30%
Uç Değer Büyüme Oranı	3%	4.195.122	884.694	97.112	-776.989	-1.729.104
	4%	4.923.395	1.179.641	315.777	-630.999	-1.647.777
	5%	5.797.322	1.513.915	560.167	-470.409	-1.559.943
	6%	6.865.455	1.895.942	835.105	-292.916	-1.464.790
	7%	8.200.622	2.336.743	1.146.702	-95.701	-1.361.363

### 4. Çarpan Analizi

Rey Otel'in faaliyetlerinin 2020 yılında pandemi nedeniyle oldukça olumsuz etkilenmiş olması nedeniyle özkaynak, net kar ve FAVÖK negatif çıkmıştır. Borsa İstanbul hizmet sektörü endeksi ve turizm sektörü şirketlerinin 10 Aralık 2020 tarihli FD/FAVÖK, F/K ve FD/Ciro çarpanları ile Rey Otel'in çarpan değeri hesaplanmıştır. Çarpan analizinden sadece FD/Ciro çarpanından pozitif değer gelmiştir.

Turizm Şirketler Çarpanları, TL				
Çarpan	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	FD/Ciro	PD/DD
Hesaplanan Çarpan	387,82	-16,53	29,66	3,96
2023 yılında Ray Otel Çarpan Değeri	AD	AD	288.259.371	AD
<b>Ortalama Çarpan Değeri</b>	<b>288.259.371</b>			

Hizmet Sektörü Şirketler Çarpanları, TL				
Çarpan	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	FD/Ciro	PD/DD
Hesaplanan Çarpan	8,29	41,83	1,45	1,78
2023 yılında Clotie Çarpan Değeri	AD	AD	12.996.031	AD
<b>Ortalama Çarpan Değeri</b>	<b>12.996.031</b>			

## 5. Nihai Değer

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizinden hesaplanan 560.167 TL değere %100 ve çarpan analizinden hesaplanan değerlere %0 ağırlık verilerek Rey Otel için 560.167 TL piyasa değeri hesaplanmaktadır. Çarpan analizinden elde edilen değere %0 ağırlık verilmesinin sebebi şirketin 30 Eylül 2020 mali verilerine göre FAVÖK, net kar ve özkaynaklarının negatif olmasıdır. Bununla beraber sonraki yıllarda beklediği ciro ve FAVÖK rakamlarının hali hazırda İNA'da yer alması ve 2022'ye kadar negatif FAVÖK oluşmasıdır. Şirketin faaliyetlerinin normalize olması ve sürdürülebilir kar elde etmesi %22 AOSM yerine daha düşük bir indirgeme oranıyla indirgenmesini beraberinde getirecek ve bu durum şirket değerini artırıcı bir etken olacaktır.

Rey Otel Piyasa Değeri, TL			
Metod	İNA	Hizmet Çarpan	Turizm Çarpan
Hesaplanan Değer	560.167	12.996.031	288.259.371
Ağırlık	100,0%	0,0%	0,0%
<b>Nihai Değer</b>	<b>560.167</b>		

## 6. Ekler

### Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı

İlker Şahin olarak, iş bu değerlendirme çalışmasını gerçekleştirebilmek için gerekli olan akademik eğitime, mesleki bilgi ve tecrübeye, teknik niteliğe ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na sahip olduğumu; değerlendirme gerçekleştiren bağımsızlık ilkelerine uyduğumu beyan ederim.

### Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı





**Bizim Menkul Değerler A.Ş.**  
**Araştırma & Kurumsal Finansman**  
**Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe**  
**Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17**  
**34732 Kadıköy**  
**Tel: +90 (216) 547 13 00**

