

Güçlü sonuçlar, Derin iskonto

KKTC ve Turizm. Şirket operasyonlarını temelde iki iç içe faaliyet alanından sürdürmektedir. Bu iki sektör; Otel ve şans oyunları (Casino-Oyun salonları) olmak üzere şirket gelirlerini çok yüksek oranda KKTC'de bulunan Merit markası altındaki otel ve casinolarından sağlamaktadır. Burada özellikle Girne bölgesindeki Crystal Cove, Royal, Royal Diamond ve Royal Premium adlı yan yana bulunan dört otel ve iki casino; yine aynı bölgede ek olarak Merit Park ve Liman adlı otel&casinoları bulunmaktadır. Başkent Lefkoşa'da ve Gazimağusa'da bulunan otel&casinoları ile birlikte KKTC'de toplamda 8 otel 6 casino ile müşterilerine hizmet vermektedir. Şirket, Kıbrıs'ta bugün itibariyle Gazimağusa'da bulunan Cyprus Garden'a yeni bir talih oyunları salonu yatırımı yaparken aynı zamanda Girne'deki kendi arazisi üzerine 42 daire+AVM'den oluşan yeni bir yaşam alanı projesine başlamıştır.

Not: 2022 verilerine göre, Merit Casinoları K.K.T.C.'de %40, Karadağ'da %66, Hırvatistan'da %10 ve Bulgaristan'da %40 pazar payına sahiptir.

Balkan Atılımı. Net Holding'in Doğu Avrupa bölgesine 2016 yılında girişi, bölgenin casino işletmeciliği konusundaki cazibesinden kaynaklanmaktadır. KKTC'de casino işletme ruhsatını elde etmek için otel yatırımı da gerekmektedir, Balkan bölgesinde halihazırda bulunan otellerden 5+5 yıllık kiralama modeli ile çok daha düşük yatırım tutarlarıyla casino işletme fırsatını değerlendiren Net Holding, 2023/9 itibariyle Hırvatistan, Karadağ ve Bulgaristan'da casino işletmektedir. Bu faaliyetlerden mevcut durumda Bulgaristan operasyonunun oldukça kârlı olduğu söylenebilir, şirket de bu doğrultuda önümüzdeki sene Sofya'da ikinci casino işletmesini açmayı planlamaktadır.

Gelir tarafı özellikle ikinci çeyrekte güçlüleşmiş durumda. Şirket, 2023'ün ilk 9 ayında geçen yıl aynı döneme göre satış tarafında dolar bazlı %66, favök tarafında da %105 büyümeye kaydetmiştir. Şirket ilk 9 ayda 5,2mr₺ gelir, 2,1mr₺ favök elde ederken; büyük ölçüde ikinci çeyrek kur zararı kaynaklı 28mn₺ net kâr kaydedebilmiştir. Güçlü sonuçları büyük ölçüde geçen sene açılan Royal Diamond ve aynı bölgede kapasitesi %40 artan casinonun yakaladığı ivmeye bağlıyoruz.

4.çeyrek, şirket için özellikle 3.çeyrek kullandırılan müşteri kredilerinin 2-3 ay gecikmeli gelir tablosuna geçmesi ile güçlü mevsimsellik özelliği taşımaktadır. Net Holdingin, artışı iş modeli/operasyonları sayesinde 2024 yılı yurt içi ve yurt dışı pazarlarda çoğu sektör için zorlu geçecek olsa da, gelecek sene negatif etkilenmesini beklemiyoruz.

Geri alıma devam. Şirket, halihazırda yürüttüğü geri alım programını tamamlamış ve genel kurulda görüşülmek üzere yeni bir program açıklamıştır. 13 Aralık itibariyle geri alınan payların toplam sermayeye oranı %16,95 seviyesine ulaşmış olup yeni açıklanan program ek %5'lik payın daha piyasadan geri alımını kapsamaktadır. Elde tutulabilir payı aşan yaklaşık 20mn adet payın geri satışı (veya sermaye azaltımı) içinse SPK, şirkete 31 Mart 2024 tarihine kadar süre tanımıştır.

Bilanço ve borçluluk. Şirket 23/9 dönemi itibariyle 16,4mr₺ özkaynaklara ve 29,7mr₺ aktife sahiptir. Son dönem net borç tutarı 1,63mr₺(elde tutulan bitcoinler nakit pozisyona dahil) seviyesindeyken; ağırlıklı borçlanma maliyeti ~%6(€) seviyesindedir. Net borç/favök oranı ise 0,64x olarak gerçekleşmiştir. Finansal borçların ~%93'ü yabancı para cinsiyken, gelirlerin %80+ yabancı para olduğunu hatırlamak gerekiyor. Mevcut durumda şirket -3,6mr₺ net döviz açık pozisyonda olsa da, gelir-gider yapısı gereği şirket özelinde herhangi bir risk teşkil ettiğini düşünmüyoruz.

Cazip değerlendirme. Değerlemede kullandığımız hedef net aktif değer ve emsal şirket çarpanları analizlerine göre belirlediğimiz ağırlık sonrası ortalama %123 yukarı potansiyel hesaplıyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 46,1₺ olarak belirliyoruz. Şirketi hem gelir projeksiyonlarına hem emsal şirketlere göre cazip buluyoruz.

Riskler. Şirket özelinde temelde iki büyük risk görüyoruz. İlki, KKTC özelinde yaşanabilecek jeopolitik olaylara bağlı düşen turist ve dolayısıyla potansiyel müşteri sayıları olup ikinci riski ise online şans oyunları sektörünün toplam pazardan aldığı payın uzun vadede büyümesi olarak yorumlamaktayız.

TAVSİYE

GÜÇLÜ AL

Hisse Fiyat	20,62₺
12 Aylık Hedef Fiyat	46,10₺
Getiri Potansiyeli	%123
Hisse Kodu	NTHOL
Piyasa Değeri (mn TL)	11,627
Piyasa Değeri (mn \$)	401
Firma Değeri (mn TL)	13,706
Hisse Sayısı (mn adet)	563,8
Halka Açıklık Oranı	%22,1
Günlük Ortalama İşlem (3 aylık-mn TL)	87,4

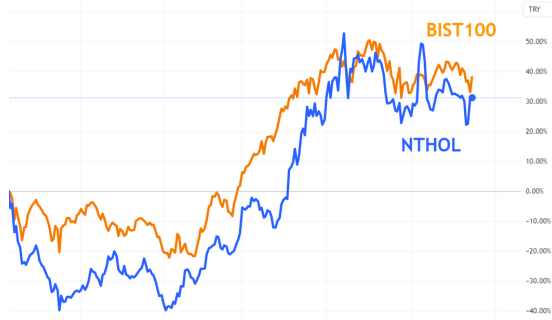
Fiyat Performansı	1Ay	3Ay	12Ay
BIST -100'e göre	-2,4%	-11,3%	-12,2%
Nominal (TL)	0,3%	-14,7%	30,1%
Nominal (USD)	-1,1%	-20,7%	-16,5%

Tahminler (TL-mn)	2022	2023T	2024T
Satışlar	3376	6920	12420
FAVÖK	1148	2822	3408
Net Kâr*	2662	5862	9466

Değerleme	2022	2023T	2024T
PD/DD	0,53	0,42	0,3
F/K*	3,19	1,98	1,23
FD/FAVÖK	9,4	4,6	3,5
Temettü Verimi (%)	0%	0%	0%

*Tek seferlik yıl sonu değerlendirme kârları Net kârda büyük ölçüde yanılma payı bırakmaktadır.

Fiyat Grafiği



2023 Şubat Mart Nisan Mayıs Haziran Temmuz Ağustos Eylül Ekim Aralık

Şirket Tarihçesi

Net Holding A.Ş., Net Turizm A.Ş.'nin **1974'te kurulmasıyla başlayan bir girişimcilik hikayesidir**. Besim TİBUK, Net Turizm A.Ş.'yi 100 tercüman rehber ile kurarak Türk turizmine hizmet vermeyi amaçlamıştır. Şirket **1989 yılından beri halka açıp olup** sermaye piyasalarının ilk zamanlarından beri halka açık statüdedir.

Net Holding A.Ş., 1974 yılından beri **turizm sektörüne** odaklanarak, turistik mağazacılık, otel ve casino işletmeciliği, finans, gümrüksüz mağaza işletmeciliği, inşaat, tarihi yapı restorasyonu, lüks araç kiralama, otopark işletmeciliği, yayıncılık, gayrimenkul geliştirme, müzik ve multimedya mağazaları ile kafe zinciri işletmeciliği alanlarında yatırımlar yapmıştır. Halen Net Holding A.Ş., **otel işletmeciliği, casino işletmeciliği, lüks araç kiralama, otopark işletmeciliği, yayıncılık ve gayrimenkul geliştirme** alanlarında faaliyet göstermektedir. Faaliyet alanları **Türkiye, K.K.T.C. ve Doğu Avrupa** ülkelerini kapsamaktadır.

Net Holding, **Kıbrıs'ta olası olumlu politik sonuçlardan** etkilenebilecek bir şirkettir. Bu olumlu etkiler arasında Kıbrıs'taki mal varlığında değer artışı, Merit otel ve casinolarında doluluk oranlarının ve satış fiyatlarının hızla artması, ciro ve gelir rakamlarının önemli ölçüde yükselmesi ve şirketin net kar rakamlarında artış bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı

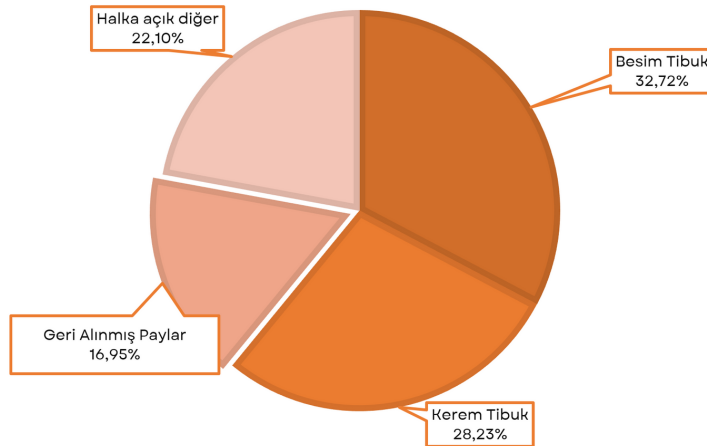
Şirketin hakim ortağı **Tibuk Ailesidir**.

Şirketin ödenmiş sermayesi ~563,8mn olup halihazırda **%22,1'lik kısmı Borsa İstanbul'da fiili dolaşım halindedir**. Şirket aktif bir geri alım programı yürütmektedir. **13 Aralık tarihi itibarıyla geri alınan payların toplam sermayeye oranı %16,95 seviyesine ulaşmış olup yeni açıklanan program ek %5'lik payın daha piyasadan geri alımını kapsamaktadır**.

Şirket Yönetim Kurulu 16 Aralık 2022 tarihli toplantısında, Geri Alınan Paylar Tebliği'nin %10 sınırına aykırılık gösteren, sadece 2020 yılında alınan ve elde tutma süresi 2023 yılı içinde değişik tarihlerde dolacak olan **~20mn TL nominal bedelli payların** itfa süresinin tek tarihe taşınmak suretiyle 31.12.2024 olacak şekilde, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan ek süre talep edilmesi kararı almıştır. Yapılan başvuru sonrası, Sermaye Piyasası Kurulu söz konusu payların itfa ve/veya satış yoluyla elden çıkarılması için **31 Mart 2024 tarihine kadar** ek süre verilmesini uygun görmüştür. Şirket bu çerçevede %10 sınırının üzerinde kalan ve 3 yıllık elde tutma süresi dolan payların kurumsal yatırımcıya satışı ile ilgili 31 Aralık 2023 tarihine kadar Deniz Yatırım'a yetki verilmiştir. Geriye kalan kısıtlı süre göz önüne alındığında, şirketin ilgili paylar konusunda 3 farklı yol izleyebileceği görülmektedir:

- 1- Geçmişte yaşandığı üzere Tibuk ailesinin ilgili payları satın alması,
- 2- İlgili payların son tarihe kadar piyasada geri satışının yapılması,
- 3- Sermaye azaltımı.

Net Holding Ortaklık Oranı



Kaynak ; Şirket Finansalları

Faaliyetler - Otel&Casino İşletmeciliği

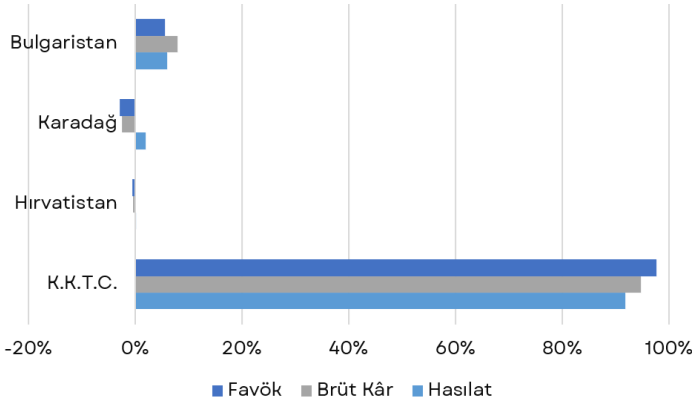
Net Holding, otelcilik ve şans oyunları sektöründe faaliyet göstermektedir. Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde (KKTC) Girne şehrinde konumlanan otelleri arasında **Merit Crystal Cove Hotel, Merit Royal ve Merit Royal Premium Hotel, Merit Park Hotel, Liman Otel by Merit, Merit Royal Diamond Hotel ve Merit Lefkoşa Hotel** bulunmaktadır. **Bulgaristan'da ise Merit Grand Mosta Hotel** bünyesinde şans oyunları salonu işletmektedir.

Ayrıca, şirketin **KKTC, Bulgaristan, Hırvatistan, Karadağ'da şans oyunları salonları işletme faaliyetleri bulunmaktadır**. Net Holding, turistik alışveriş mağazaları ve lüks araç kiralama gibi hizmetler sunmaktadır. Özellikle turistik alışveriş mağazalarında, hasılat veya kar paylaşımı esaslı sözleşmelerle faaliyet göstermektedir. Ayrıca, lüks araç kiralama dalında kuruluş olan "Inter Limousine" firması da şirketin bünyesindedir.

Merit Casinoları, dünya genelinde kapalı alan, oyun makinesi ve canlı oyun masaları bazında bakıldığında Dünya'nın büyük casino operatörleri arasında olup **Kuzey Kıbrıs'ta en büyük pazar payına sahip işletmecidir**. 2022 verilerine göre, **Merit Casinoları K.K.T.C.'de %40, Karadağ'da %66, Hırvatistan'da %10 ve Bulgaristan'da %40 pazar payına sahiptir**. Casinolar arasında gelişmiş teknoloji ve özel konseptlerle oyunculara üst düzey casino deneyimi sunmaktadır.

Son gelişmeler ışığında;

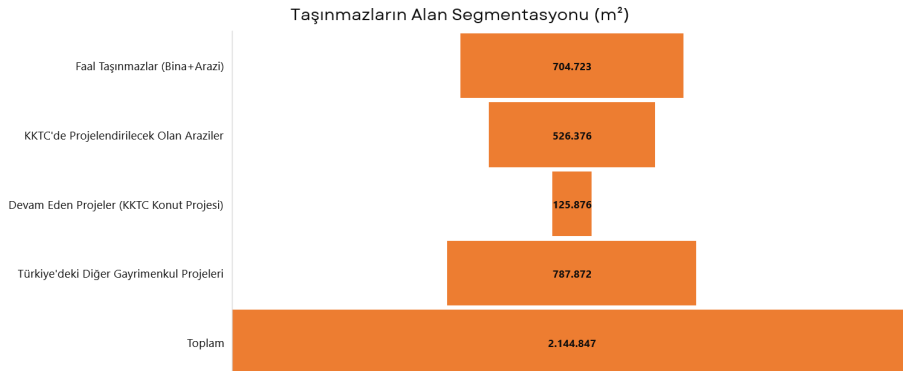
- **Net Holding, Akfen GYO ile mevcut durumda kiracı olarak işletmesini sürdürdüğü Merit Park Otel&Casino'nun satın alımı konusunda ~70mn€ bedel üzerinden anlaşmıştır.** Devir işlemleri devam etmektedir. Net Holdingin, daha önceki dönemde yıllık 5mn€ seviyesinde kira ödeyerek işletmesini sürdürmekte olduğu göz önüne alındığında **~14 yıllık kira bedeli** ile ilgili yapıyı devraldığını hesaplamaktayız.
- **Ağaoğlu Şirketler Grubu tarafından yapılan bilgilendirme, Muğla İli, Milas İlçesi, Dörttepe Mahallesi'nde planlanan "Turizm Kenti" projesine ilişkin Çevresel Etki Değerlendirmesi'nin(ÇED) olumlu karar aldığını belirtmiştir.** İlgili arsa ve araziler üzerinde gerçekleştirilecek Milas Projesi için 2006 yılında Net Şirketler Grubu ve Ağaoğlu Şirketler Grubu arasında imzalanan "Hasılat Paylaşımı Esasına Göre İnşaat Sözleşmesi" geçerliliğini korumaktadır. **İlgili proje özelinde Net Holding herhangi bir yükümlülükle karşılaşmayacak, projenin satış safhasının başlamasını müteakip gelirden ise %19 pay alacaktır.**



Net Holding, gelir ve karlılığını çok büyük oranda (**%90+**) **KKTC'de bulunan otel&casinolarından sağlamaktadır.**



Girne Merit Otellerinin Yerleşimi;
Sırasıyla soldan sağa; Crystal Cove, Merit Royal, M. Royal Diamond, M. Royal Premium



Şirketin Milas Projesi arazisi hariç taşınmazlarını içermektedir.*

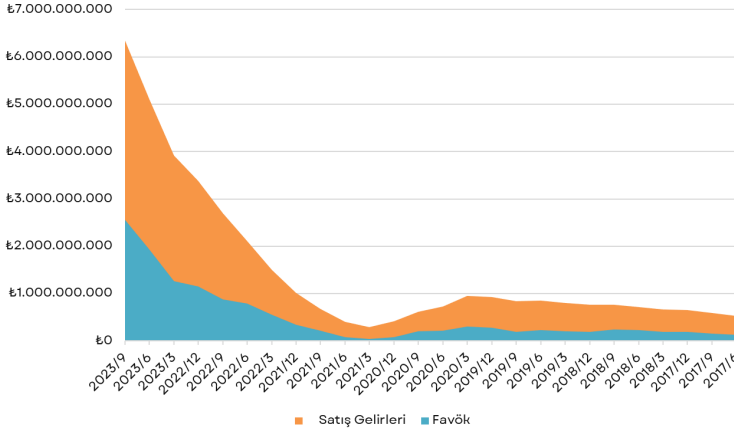
Kaynak ; Şirket Genel Kurul
Sunumu, Finansalları, Marbaş
Hesaplamaları

Sayfa 3/7 - Bu çalışma arka sayfada yer alan çekince bildirimini ile bir bütündür.

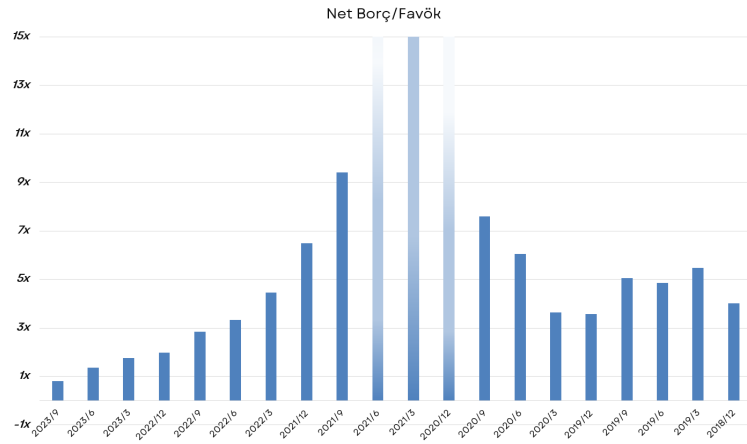
Net Holding

15 Aralık 2023

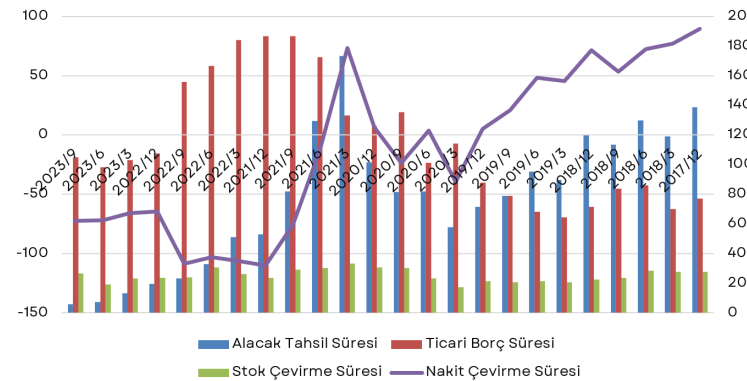
Önemli grafikler ve notlar;



Net Holding, operasyonel olarak **turizm sektörüne yoğunlaşmış** ve gelirlerini sahip olduğu **otel&casino'lerden (KKTC ve Doğu Avrupa)** sağlamaktadır. 2020 yılında Covid-19 pandemisi sebebiyle yaşanan otel&casino gelirlerindeki(\$) düşüş, **2022'de yeniden yakalanmıştır**.

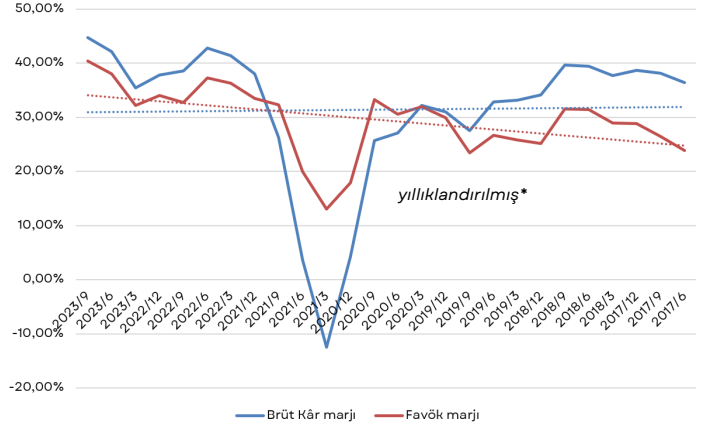


Net Holding'in elinde tuttuğu **352 adet Bitcoin** nakit hesaba dahil edildiğinde, **net borç seviyesi ~56mn\$'a, net borç/favök seviyesi 0,64x'e gerilemektedir**.

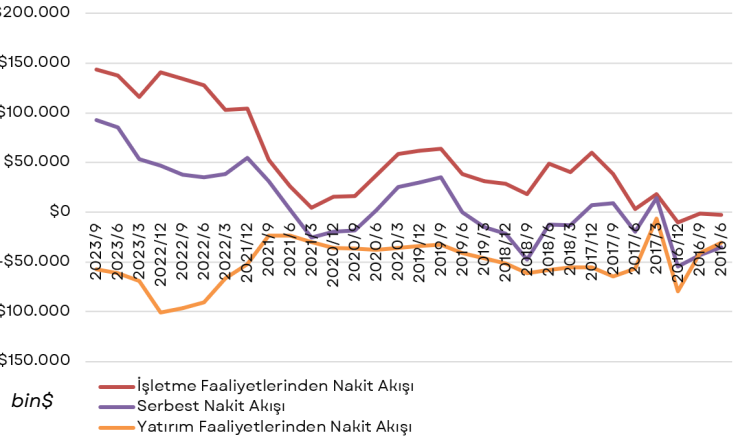


Şirketin işletme sermayesi yönetimi geçmişe göre olumlu değişim içerisindedir. Nakit çevirme süresi 3.çeyrek itibarıyla **-70 günler** seviyesinde olup bu durum **şirketin ürettiği gelirin nakit akışına dönüşmesini sağlamaktadır**. 2024 yılında da yurt içi ve yurt dışı finansman şartlarının zor olacağı düşünüldüğünde, **güçlü nakit üretim kabiliyetini kıymetli buluyoruz**.

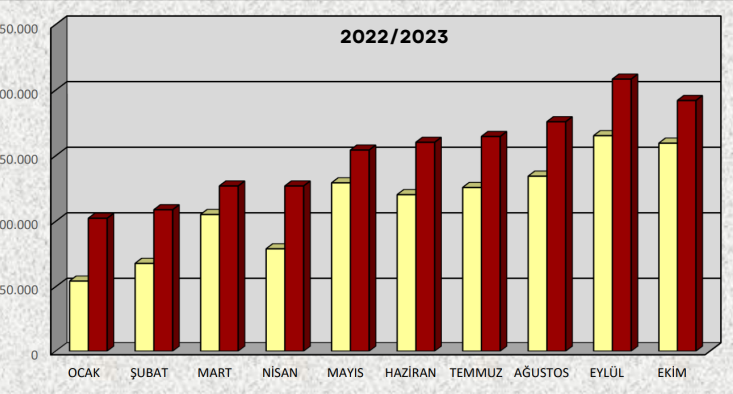
Kaynak; Fintables, Şirket Faaliyet Raporu, KKTC Turizm Planlama Dairesi



Otel ve Casino yatırımları, **başlangıçta büyük yatırım gerektirmekte ve büyük oranda sabit giderlere sahip operasyonlar** olarak göze çarpmaktadır. Hizmet verilen müşteri (doluluk oranları) sayısı arttıkça **kârlılık gelişimi** yaşanmaktadır.



Şirket pandemi dönemi sonrası, **2022 ve 2023'te faaliyetlerinden güçlü nakit akışı kaydetmiştir**. Aynı süreç içerisinde devam eden yatırımlar kaynaklı sermaye harcamaları da geçmişe kıyasla yüksek gerçekleşmiştir.



Hava ve deniz yolu ile gelen yolcu sayısının aylara göre dağılımı (KKTC uyruklular hariç)*
Net holding, gelirlerini ve kârlılığını yüksek oranda KKTC'deki otel&casinolarından elde etmektedir. **Bu sene KKTC'ye gelen toplam yolcu sayısı ilk on ayda geçen seneye kıyasla %33 artış göstermiştir. (Türkiye'den gelenler YoY %39 artış)**
Adaya kara kapılarından ile geçişlerde ise geçen yıla paralel seyir gözlemlenmiştir.

Net Holding

15 Aralık 2023

Değerleme

- Net Holding'i Amerikan doları bazında Hedef Net Aktif Değer ve emsal şirket çarpanları ile değerlendiriyoruz.** Şirketin gelir/giderlerinin yüksek oranda(%80+) yabancı para cinsi olması sebebiyle değerlendirme modellerini bu şekilde kurguladık. Piyasa yaklaşımı tarafında **emsal şirketlere eşit oranlarda ağırlık vererek 2024T Firma değeri/Favök ve Fiyat/Nakit Akışı çarpanı üzerinden adil değer saptarken, hedef net aktif değer yaklaşımında şirketin gelir yaratan ve yaratmayan varlıklarını ayrı ayrı değerlendiriyor**, ardından net aktif değer çıktısına ulaşıyoruz. Emsal şirket yöntemine toplamda %30, Hedef net aktif değer yöntemine ise %70 ağırlık verdik. Model hakkında özetle;
- Emsal şirketler göz önüne alındığında, çoğu **birden fazla ülkede faaliyet gösteren ve jeopolitik risk unsuru daha düşük olan bölgelerde** faaliyet göstermeleri sebebiyle emsal çarpan hedefine **%30'luk iskonto** uyguluyoruz. Bu oran Net Holding'in geçmiş dönemlerdeki göreceli iskontosu ile uyumlu olup, yaşanabilecek jeopolitik gelişmelere (olumlu ya da olumsuz) duyarlıdır.
- Emsal çarpan olarak **Firma değeri/Favök ve Fiyat/Nakit Akışı çarpanlarını seçmemizin nedeni**, kıyaslanan şirketlerin görece piyasa faizleri düşünüldüğünde makul fiyatlandığını düşündüğümüz çarpanlarıdır. Ayrıca Net Holding'in raporlama para biriminin Türk lirası olması, net döviz açık pozisyonu da düşünüldüğünde kurun volatil olduğu dönemlerde net zarar yazmasına sebep olmaktadır.
- Emsal şirket değerlemesinin şirketlere özgü büyüme ve risk profilini yansıtmıyor oluşu, değerlendirme modelindeki ağırlığını %30 ile sınırlamamıza neden olmaktadır. **Bizce Net Holding, faaliyetlerinden güçlü nakit üreten oluşu, halihazırda zengin ve geniş arazi portföyü, Milas projesinin uzak gelecekteki potansiyel getirisi ve belki de en önemlisi K.K.T.C'de faaliyet gösteriyor oluşu ile gelecekte olumlu gelişmelere açık pozisyonadadır.** Online bahisin son yıllarda kazandığı popülerite ve pazar payı, ek olarak şirketin gelir/kârlılığının çok yüksek oranda K.K.T.C. faaliyetlerinden sağlıyor oluşu uzun dönem operasyonlarını ve gelirlerini daha volatil kılabilir, bu durum da şirketin emsallerinden ayıran dezavantajı olarak nitelendirilebilir.

Emsal Değerleme

	24T FD/FAVÖK	24T F/K	24T Fiyat/Nakit Akışı	Ağırlık
Las Vegas Sands Corp.	9,68	16,70	8,87	11%
Ceasars Entertainment	8,38	29,07	7,08	11%
MGM Resorts International	3,90	17,83	7,67	11%
SJM Holdings	10,71	26,24	8,61	11%
Galaxy Entertainment Group	11,39	14,81	12,72	11%
Melco Resorts and Ent.	8,01	12,27	3,08	11%
Bloomery Resorts Corp.	7,63	10,46	7,06	11%
Wynn Resorts	8,30	18,36	5,43	11%
Sun International Ltd.	5,92	11,00	7,78	11%
Ağırlıklı Ortalama	8,21	17,42	7,59	100%
Medyan	8,30	16,70	7,67	
Net Holding	3,52	-	2,79	
Ağır. Ort. Göre Prim/İskonto	-57,15%	-	-63,22%	
Potansiyel	133,38%	-	171,90%	
Hedef Değer (%30 iskonto)*	£46,46	-	£54,13	

13.12.2023 kapanış verileri dikkate alınmıştır.

Kaynak ; Bloomberg

Net Holding

15 Aralık 2023

Net Aktif Değer

Net Holding Net Aktif Değer (bin\$)	Faaliyet Alanı	İştirak oranı	Değerleme Yöntemi	24T Atfedilen Düzeltilmiş Değer (bin\$)	Segmente Uygulanan İskonto	24T Atfedilen İskontolanmış Düzeltilmiş Değer (bin\$)
Gelir Sağlayan Varlıklar*	Turizm (Otel&Casino), Yayıncılık ve Diğer Gelir Sağlayan İştirakler	En önemli iştirak şirketi Merit Kıbrıs Turizm Limited (%93,98)	İndirgenmiş Nakit Akımları	\$838.370	0%	\$838.370
KKTC Arazileri	KKTC'de ileride projelendirilebilecek araziler	%90+	2022 Yıl Sonu Ekspertiz değeri (\$)	\$144.083	50%	\$72.041
Devam Eden Projeler	(KKTC Konut Projesi)	%90+	2023 Yıl Sonu Ekspertiz değeri (\$)	\$174.710	30%	\$122.297
Türkiye'deki Diğer Gayrimenkul Projeleri	Türkiye'de halihazırda bulunan diğer araziler	%90+	2024 Yıl Sonu Ekspertiz değeri (\$)	\$71.227	50%	\$35.614
Net Milas Turizm **	(Ağaoğlu ile yapılacak olan arsa karşılığı %19 gelir paylaşımı)	%19 Hasılat Paylaşımı	Ağaoğlu 300mn\$ alım opsiyonu	\$300.000	80%	\$60.000
Net Finansal Borç***	\$56.163					
Diğer Varlık/Yükümlülükler****	-\$180.236					
Toplam NAD	\$891.923					
Holding İskontosu*****	30%					
Hedef NAD	\$624.346					
Ödenmiş Sermaye	563.875.937					
12A USDTRY Beklentisine göre Hedef Değer ₺*****	₺44,29					

*Şirketin gelir sağlayan varlıkları, iştirak oranınca düzeltilip dolar bazında indirgenmiş nakit akımları ile değerlendirilmiştir. Model varsayımları arasında sermaye maliyeti %12, terminal büyüme %3, terminal dönemin değere katkı seviyesi %60,2, terminal dönem FD/FAVÖK çıkış çarpanı 7,6'dır. Model 2030 yılına kadar Marbaş öngörülleri ile, sonrasında Gordon büyüme modeli değer saptamasına dayanmaktadır.

Şirketin son yaptığı açıklama özelinde, **Milas arazisindeki proje ile ilgili Ağaoğlu grubu ÇED kararının olumlu sonuçlandığını paylaşmıştır. Projenin 2006 yılından beri süregelmesi, başlangıç tarihinden itibaren 8 yıllık inşaa süreci içermesi ve **birçok belirsizlik barındırması sebebiyle %80 iskontolu olarak aktif değere dahil edilmiştir**. Net Holding'in finansallarında ilgili arazi yer almamaktadır. **Şirket hasılat paylaşımı yolu ile yaklaşık 9mn m² arazi paylaşımında bulunmuş, yalnızca %19 gelir paylaşımına dahil olup herhangi bir giderden sorumlu değildir**. Baz alınan 300mn\$ değer, ilgili değerlendirme şirketinin değer varsayımının oldukça altında olup, Ağaoğlu'nun arsanın satım alım opsiyona dayanmaktadır.

***Net Finansal Borç elde tutulan **~352 adet Bitcoin** nakit pozisyon kabul edilerek hesaplanmıştır.

****Diğer varlık/yükümlülükler içerisinde büyük oranda **ertelenmiş vergi yükümlülüğü** yer almaktadır.

*****Holding iskontosu, Borsa İstanbul'da işlem gören diğer holdinglerin **ortalama son 3 yıllık tarihsel iskontoları baz alınarak %30 olarak** belirlenmiştir.

*******2024 yıl sonu USDTRY kur tahmini 40₺** olarak baz alınarak hedef fiyat saptanmıştır.

Nihai Değer

Hedef NAD değerlememiz sonucunda bulduğumuz 12 aylık hisse başı hedef değer 44,29₺ iken, emsal şirket çarpanları yöntemi ile hesapladığımız 12 aylık hisse başı hedef değer FD/FAVÖK için 46,46₺, F/Nakit Akışı için 54,13₺'dir. Yöntemlere verdiğimiz ağırlık (%70-%15-%15) doğrultusunda hesapladığımız 12 aylık hisse başı hedef değer ise 46,10₺'dir.

14.12.2023 tarihi itibarıyla hissenin kapanış fiyatı 20,62₺ olup %123 yukarı potansiyel taşımaktadır.

Değerleme Yöntemi	Hisse Başı Değer	Ağırlık	Hedef Değer €
2024 FD/FAVÖK	₺46,46	15%	₺46,10
2024T F/Nakit Akışı	₺54,13	15%	
Net Aktif Değer	₺44,29	70%	

Marbaş Menkul Değerler Araştırma - arastirma@marbasmenkul.com.tr

YASAL UYARI

Bu rapor, bir veya daha fazla sermaye piyasası aracı veya bunları ihraç eden ortaklıklar ve kuruluşlar ile piyasa eğilimleri hakkında, belirli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olmamak kaydıyla, Marbaş Menkul Değerler A.Ş. müşterilerine ve/veya dağıtım kanallarına yönelik olarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş.'nin anlaşmalı olduğu dışarıdan hizmet sağlayıcı kuruluş tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Marbaş Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Marbaş Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü tazammum etmediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Hiçbir şekil ve surette ve her ne nam altında olursa olsun, her türlü gerçek ve/veya tüzel kişinin, gerek doğrudan gerek dolayısı ile ve bu sebeplerle uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, velhasıl her ne nam altında olursa olsun uğrayabileceği zararlardan hiçbir şekil ve surette Marbaş Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamayacak ve hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Marbaş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. çalışanlarından talepte bulunulmayacaktır.

