

Martı Otelleri

Öneri Yok

Hisse Fiyatı: 0,74 TL

Hakan Aygün

hakan.aygun@akyatirim.com.tr

Turizmde toparlanma ve yeniden yapılanma ile güçlenmesi hedefleniyor

Bünyesinde Martı Grubu Otel İşletmeleri (MARTI TI) ve Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (MRGYO TI) şirketleri bulunan Martı Grubu, Mayıs başından beri analistler ve basın ile turizm sektörüne ilişkin beklentilerini ve orta vadeli stratejilerini paylaştı. 1967 yılında kurulan ve 1989 yılında hisseleri halka arz edilen Martı Otel BIST'te işlem gören ilk turizm şirketi ve şu anda işlem gören dokuz turizm şirketinden biri konumunda bulunuyor.

Şirketlerin ortaklık yapısı: Martı Otel hisselerinin %31,03'ü Emre Narin ve %14,92'si Oya Narin'e ait bulunurken, %54'lük kısmı da halka açık olarak BIST'te işlem görüyor. Martı GYO'nun ise %47,85'i Martı Otel mülkiyetinde bulunurken, geri kalan %52,15 hissesi borsada işlem görüyor.

Martı Otel'in son üç yıldır finansal zarar açıkladığı, hisse senedinin ise ortalama günlük 5 milyon TL'nin altında işlem hacmine sahip olduğu dikkat çekiyor. 89 milyon TL piyasa değeri ile yılbaşına göre %15 gerileyen Martı hisseleri, böylece getiride BIST-100'ün %5 altında kalmış görünüyor. Ayrıca hisselerin uzun süredir nominal değerinin altında işlem gördüğü dikkat çekiyor.

Turizm sektöründe büyüme şirketin istikrarı için önemli. Kamuoyu ile paylaşılan stratejik hedeflerin başarıya ulaşması halinde gerek finansal performansta gerekse buna bağlı olarak hisse senedi performansında olumlu bir eğilim gözlemlenebilir. Bunun sağlanması için öncelikle turizm sektöründe 2017'de gözlenen toparlanmanın kalıcı olmasının gerekli olduğunu düşünüyoruz. Martı Otel ziyaret notumuzda şirketin sektöre dair beklentilerine ve stratejik planlarına dikkat çekmek istiyoruz:

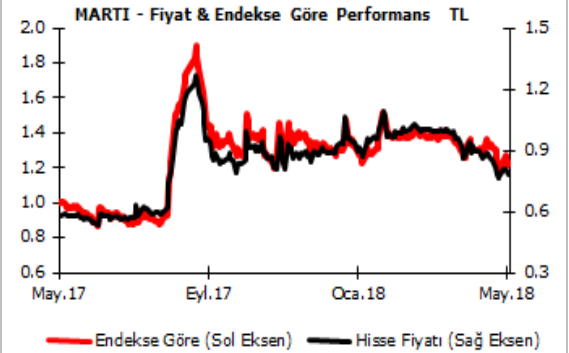
Borçluluğun azaltılması ve büyüme fırsatları. Martı Grubu'nun borçluluğunun artmasında ve kârlılığının zayıflamasında 2011 yılında 25 milyon avro yatırım ile kurulan ve finansman dâhil gruba 50 milyon dolarlık yük getiren 5 yıldızlı Martı İstanbul Oteli önemli rol oynadı. İşletme 2016 yılında sektörün istikrarsız seyri nedeniyle düşük doluluk oranları, gerileyen oda fiyatları ve finansman yükü nedeniyle kâr edemedi ve kapatılmak zorunda kaldı. Martı, 2017'den itibaren turizmde gözlenen canlanmanın kendisi için yeni bir fırsat penceresi oluşturacağı beklentisi ile beş yıllık bir plan çerçevesinde özellikle bu otel girişimi nedeniyle üstlenilen banka borçlarını azaltmayı ve gelirlerini artırmayı planlıyor.

Martı Grubu'nun gelecek dönem stratejisini üç temel başlıkta planladığını görüyoruz: (i) sermaye artışı ile finansal yapının güçlendirilmesi (ii) aktif satışı ile nakit ve sermaye katkısı sağlanması ve (iii) yeni yatırımlarla yatak kapasitesinin ve kârlılığın güçlendirilmesi.

Hisse Verileri

| | |
|---------------------------------|--------------------|
| Hisse Kodu (Reuters, B.berg) | MARTI.IS, MARTI TI |
| Piyasa Değ. (milyon TL) | 88,8 |
| Hisse Adedi (000) | 120,000 |
| Halka Açıklık Oranı | %54,05 |
| İşlem Hacmi (3 ay ort., mln.TL) | 4,6 |
| Net Borç (2017/09, milyon TL) | 521 |
| BIST-100 Endeksi (TL) | 101.138 |

Hisse verileri 24 Mayıs 2018 itibarıyladır.



Hisse Performansı

| | 1 Hafta | 1 Ay | 3 Ay | 1 Yıl |
|-----------|---------|--------|--------|-------|
| TL | %1.3 | -%14.1 | -%19.4 | %36.2 |
| Göreceli* | %0.7 | -%6.4 | -%10.1 | %23.0 |

* BIST Getiri Endeksi'ne göre

Tahminler (milyon TL)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017/9 |
|-----------|------|------|------|--------|
| Net Satış | 87 | 84 | 42 | 55 |
| VAFÖK | 17 | 10 | 1 | 15 |
| VAFÖK m. | 19,6 | 11,9 | 3,4 | 26,5 |
| Net Kâr | -29 | -46 | -96 | 1 |

| | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|--|
| FD/Satışlar | 7,05 | 6,99 | 15,79 | |
| FD/VAFÖK | 35,95 | 58,65 | - | |
| F/K | - | - | - | |

Ortaklık Yapısı

| | |
|--------------|--------|
| Narin Ailesi | %45,95 |
| Halka Açık | %54,05 |

Turizmde genel görünüm. Turizm sektörü gerek büyümeye gerekse cari dengeye katkısı açısından stratejik bir öneme sahip bulunuyor. Önceki yıllarda 36 milyon kişiye ulaşan yıllık turist girişinin, 2016'da 25 milyona kadar düşmesi 2015 ve 2016 yıllarında sektörde zor günlerin yaşanmasına neden oldu. 2017'den itibaren, turist girişlerinin toparlandığı ve 32 milyonu aştığı görülüyor. Turist sayısındaki azalmaya paralel olarak, turizm gelirleri de 2014'te 34 milyon dolara ulaştıktan sonra, 2016'da da 22,4 milyar dolara kadar geriledi. Geçtiğimiz yıl ki toparlanma turizm gelirlerini ancak 26,5 milyar dolara çıkardı.

Turizmde ilk dört ayın verileri beklentileri güçlendiriyor. 2018'in ilk dört ayında turist sayısının 2017'nin aynı dönemine göre %33 artarak rekor sayılabilecek bir seviyeye 7,8 milyona ulaştı. Bu artış sektörü umutlandırmış görünüyor. Hükümet bu yıl turist sayısının 40 milyonu bulmasını ve turizm gelirlerinin 30 milyar dolara kadar çıkmasını bekliyor.

Rusya'nın önemi dikkat çekiyor. Turizmdeki toparlanma ikili ilişkilerin düzelmesiyle Rusya kaynaklı turist girişlerinin 2017'de önceki yılın beş katı düzeyine çıkmasıyla sağlandı. 2017 verilerine göre Rusya, ülkeye turist girişlerinin %14,5'ini oluştururken, onu Almanya (%11,1) ve İran (%7,7) takip ediyor. Martı Otelcilik için de Rusya menşeli turistler yaklaşık %60 pay ile (tüm BDT payı %71) çok önemli bir ağırlığa sahip bulunuyor. Dolayısıyla gerek ülkelerarası ilişkiler gerekse Rusya para birimi rublenin istikrarlı kalması Martı Grubu'nun faaliyetlerini geliştirmesi açısından büyük önem taşıyor.

Martı bünyesindeki şirket ve tesisler. Martı Grubu'nun mevcut tesisleri, Marmaris ve Antalya'da toplam 2,300 yatak kapasitesi ile faaliyet gösteren 5 turizm tesisinden ve Muğla'daki bir yat limanından oluşuyor. Yat limanının 380 yüzen ve 100 kıyı yat park etme kapasitesi bulunuyor. Tesislerden, Martı Myra ve Martı Marina'nın sahibi grubun diğer halka açık şirketi Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (MRGYO TI) olurken, diğer turizm tesislerinin sahibi Martı Otelcilik (MARTI TI) olarak devam ediyor. Martı GYO Martı Myra ve Martı Marina haricinde bünyesinde ayrıca gelir paylaşımı modeliyle satmayı planladığı Çerkezköy Konut Projesi, üzerinde otel ve devre mülk planlanan 56 bin metrekarelik Bodrum arsası ve Gökova körfezinde otel binası ve restorandan oluşan taşınmazlara sahip bulunuyor. Turizm tesislerin işletmeciliğini Martı Otelcilik yapıyor.

MARTI GRUBU BÜNYESİNDEKİ ÖNDE GELEN TESİSLER

| | Martı Resort | Martı La Perla | Martı Myra | Hemithea | Martı Marina |
|----------------------|-------------------|-------------------|-----------------|---|--------------------|
| Açılış tarihi | 1969 | 1988 | 1995 | 2012 | 1996 |
| Sınıf | ***** | **** | ***** | *** | Yat Limanı |
| Ana hissedar | Martı Otelcilik | Martı Otelcilik | Martı GYO | Martı Otelcilik | Martı GYO |
| İşletmeci | Martı Otelcilik | Martı Otelcilik | Martı Otelcilik | Martı Otelcilik | Martı Otelcilik |
| Yer | İçmeler, Marmaris | İçmeler, Marmaris | Tekirova, Kemer | Orhaniye, Marmaris | Orhaniye, Marmaris |
| Kapasite | 584 yatak | 394 yatak | 1.209 yatak | Park kapasitesi: 100 yat (karada) 380 yat (denizde) | 62 yatak |

Toparlanma ile birlikte VAFÖK artışı bekleniyor. Finansal verilere bakıldığında, marina hariç turistik tesislerin doluluk oranlarının 2014 – 2015 yıllarında %70'in üzerinde seyrettiği, ancak sektördeki daralma sonucunda 2016'da ortalama doluluğun %50'nin altına gerilediği gözleniyor. Martı Grubu, turizm sektöründeki toparlanma ile birlikte beş yıllık süreçte mevcut tesislerin doluluk oranının %75'in üzerine çıkacağını tahmin ediyor. Doluluk oranlarının ve birim oda fiyatlarının sektördeki durgunluk nedeniyle gerilemesinin yanı sıra, asgari ücret düzenlemelerinin de emek yoğun bir sektör olan turizmde kârlılık üzerinde baskı oluşturduğu söylenebilir. Bu faktörlere bağlı olarak Martı Otelcilik'in FAVÖK tutarı 2016 yılında -0.5 milyon dolara kadar geriledi ve turizmdeki toparlanma ile birlikte 2017'de 4,5 milyon dolar oldu. Şirket, artan doluluk oranları ve kısmen toparlanan oda fiyatları ile birlikte mevcut tesislerin FAVÖK toplamının 2018'de 7,2 milyon dolar olmasını ve 2022 yılında 12,7 milyon dolara ulaşmasını hedefliyor.

Borçluluğun azaltılması hedefleniyor. FAVÖK'teki düzelme beklentisine rağmen, yaklaşık 15 milyon dolarlık kısmi kısa vadeli olmak üzere toplam 120 milyon dolarlık banka borcunun getirdiği faiz yükü Martı'nın kârlılığı önündeki en önemli engellerden biri olarak görülüyor. Şirket banka borcunun ilk etapta 60 milyon dolara kadar düşürülmesini sağlayacak şekilde (i) 2018 yılı içerisinde yapılacak bir bedelli sermaye artışı ile ödenmiş sermayesinin 120 milyon TL'den 170 milyon TL'ye yükseltilmesini ve (ii) 12 ay içerisinde Martı Marina'nın satışının gerçekleştirilmesini hedefliyor. Martı grubu tarafından 45 yıllığına kiralanan marinanın kara tarafındaki arazi Martı Grubu'nun mülkiyetinde bulunuyor. Ayrıca Bodrum – Marmaris arası bölgede tek marina olması ile de öne çıkan tesis için 116 milyon TL düzeyinde bir değer biçiliyor. Ancak, yönetim muhtemel bir ortak ile varılacak anlaşma sonucu satış bedelinin bu tutarın üzerine çıkabileceğini düşünüyor.

Ortak otel işletmeciliği projesi: Yönetim tarafından verilen bilgiye göre Martı Grubu Nisan ayı ortalarında önemli danışmanlık şirketlerinden Londra merkezli Servotel ile ortak girişim imkânlarının araştırılması ve uluslararası üne sahip bir otel markası altında turizm işletmeciliği yapılması konusunda anlaşma imzaladı. Olası bir ortaklıkta Martı isminin korunması, Martı Grubu'nun işletmeci olarak katkı sağlaması ve sermaye yatırımı tarafında önemli bir yükü karşılamaması amaçlanıyor. Bu kapsamda hedef olarak belirlenen Lara, Kundu, Belek, Marmaris, Bodrum ve Kuzey Ege sahil şeridinde mevcut otel yapılarından anlaşma sağlananların satın alınması ya da kiralanması ile beş senede yatak kapasitesinin 10 bin yatağa çıkarılması gibi bir hedef güdüyor.

Bodrum projesi de katkı sağlayacak. Grubun üzerinde durduğu diğer bir proje ise Martı GYO tarafından Bodrum'daki arsa üzerinde uzun dönemli devre mülk ve 100 odalı bir otel inşası ve işletmeciliğini içeriyor. 50 milyon dolarlık bir yatırım bütçesi ile sonuçlandırılması planlanan proje için uluslararası gruplarla görüşmeler sürdürülüyor.

Borçların azaltılması ve ortaklıkla birlikte Borç/FAVÖK oranı önemli ölçüde rahatlayacak: Grup tüm bu planlamalar neticesinde beş yıl içerisinde banka borçları 60 milyon dolara gerilemiş buna karşılık artan yatak kapasitesi ile birlikte FAVÖK tutarı yıllık 25 milyon dolara ulaşan (13 milyon doları mevcut tesislerden) bir şirket yapısı oluşturmayı hedefliyor. Planlamaların başarıya ulaşması durumunda hem 2017 sonunda FAVÖK'ün 27 katına ulaşan borçlar yarı yarıya azalmış olacak, hem de FAVÖK 2017 sonuna göre 5,5 katına çıkmış olacaktır. Bu durumda Borç/FAVÖK oranı 2.4 seviyesine gerilemiş olan şirkete dönük yatırımcı algısının da olumlu yönde değişmesi beklenebilir.

Turizm tahsisli arazilerde kiralama süresinin artışı önemli fırsat. Şirketin değerlemesine katkı sağlayacak bir diğer konu da torba yasayla kabul edilen düzenlemeyle turizm tahsisli arazilerde kira süresinin 49 yıla çıkarılmış olmasıdır. Bu düzenleme turizm şirketlerinin aktif değerlerini artıracak ve bu sayede arazilerin teminat değeri de artacağından şirketler daha kolay borçlanma imkânlarından faydalanabilecektir. Yasal düzenlemenin Martı için de önemli avantajlar sağladığını düşünüyoruz.

| GELİR TABLOSU (milyon TL) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2016/9 | 2017/9 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| Satış Gelirleri | 97 | 87 | 84 | 42 | 41 | 55 |
| Satışların Maliyeti | -69 | -60 | -72 | -41 | -36 | -31 |
| Brüt Kâr (Zarar) | 28 | 27 | 12 | 1 | 5 | 24 |
| Faaliyet Giderleri | -29 | -25 | -28 | -17 | -14 | -24 |
| Faaliyet Kârı (Zararı) | -1 | 2 | -17 | -16 | -9 | 1 |
| Diğer faaliyetlerden gelirler/giderler | 17 | 14 | 8 | 3 | 5 | -13 |
| İştirak kârı/zararı | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net finansman gelirleri / giderleri | -68 | -56 | -56 | -65 | -59 | 7 |
| Vergi öncesi kâr | -53 | -40 | -64 | -78 | -63 | -5 |
| Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/Gideri | 9 | 6 | 5 | -33 | 9 | 4 |
| Azınlık hissedarlar payı (-) | -4 | -5 | -13 | -15 | -17 | -2 |
| Net Kâr | -41 | -29 | -46 | -96 | -37 | 1 |
| Amortisman | 14 | 15 | 27 | 18 | 12 | 14 |
| FAVÖK | 12 | 17 | 10 | 1 | 4 | 15 |
| Nominal Yıllık Artışlar | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2016/9 | 2017/9 |
| Satış Gelirleri | 18% | -10% | -4% | -49% | -48% | 35% |
| Brüt Kâr | 40% | -2% | -58% | -88% | -68% | 389% |
| Faaliyet Kârı | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. |
| FAVÖK | a.d. | 42% | -42% | -86% | -70% | 301% |
| Net Kâr | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. |
| Kâr Marjları | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2016/9 | 2017/9 |
| Brüt Kâr Marjı | 28.7% | 31.2% | 13.8% | 3.2% | 12.1% | 43.9% |
| Faaliyet Kârı Marjı | a.d. | 2.5% | a.d. | a.d. | a.d. | 1.2% |
| FAVÖK Marjı | 12.4% | 19.6% | 11.9% | 3.4% | 8.9% | 26.5% |
| Net Kâr Marjı | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | 1.3% |
| BİLANÇO (milyon TL) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2016/9 | 2017/9 |
| Dönen Varlıklar | 105 | 108 | 56 | 76 | 71 | 92 |
| Nakit ve nakit benzerleri | 4 | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Finansal yatırımlar | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 5 |
| Ticari alacaklar | 20 | 40 | 25 | 12 | 19 | 5 |
| Diğer k.v. alacaklar | 42 | 28 | 8 | 48 | 36 | 67 |
| Stoklar | 14 | 8 | 4 | 2 | 3 | 4 |
| Diğer dönen varlıklar | 24 | 28 | 17 | 11 | 10 | 10 |
| Duran Varlıklar | 378 | 890 | 751 | 694 | 805 | 761 |
| Ticari alacaklar | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Diğer alacaklar | 0 | 0 | 66 | 37 | 52 | 15 |
| Yatırım amaçlı gayrimenkuller | 46 | 54 | 38 | 34 | 44 | 39 |
| Maddi duran varlıklar | 277 | 755 | 580 | 596 | 635 | 674 |
| Diğer duran varlıklar | 54 | 80 | 66 | 28 | 74 | 33 |
| TOPLAM VARLIKLAR | 483 | 998 | 806 | 771 | 876 | 853 |
| Kısa vadeli yükümlülükler | 185 | 309 | 212 | 224 | 200 | 191 |
| Kısa vadeli finansal borçlar | 92 | 171 | 58 | 104 | 54 | 96 |
| Kısa vadeli ticari borçlar | 18 | 43 | 52 | 27 | 38 | 21 |
| Diğer kısa vadeli borçlar | 11 | 25 | 49 | 49 | 65 | 43 |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler | 64 | 69 | 52 | 44 | 42 | 32 |
| Uzun vadeli yükümlülükler | 201 | 185 | 315 | 384 | 402 | 449 |
| Uzun vadeli finansal borçlar | 199 | 183 | 313 | 364 | 399 | 431 |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler | 2 | 2 | 2 | 20 | 3 | 18 |
| ÖZKAYNAKLAR | 97 | 504 | 279 | 162 | 274 | 213 |
| Ana ortaklığa ait özkaynaklar | 26 | 291 | 105 | 14 | 89 | 42 |
| Kontrol gücü olmayan paylar | 71 | 213 | 174 | 149 | 185 | 170 |
| TOPLAM KAYNAKLAR | 483 | 998 | 806 | 771 | 876 | 853 |

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2018