

## Şirket Ziyaret Raporu

19 Ağustos 2024

**Şirket Özeti:** 1987 yılında kurulan şirketin başlıca gayrimenkulleri bir büyük tatil köyü ve bir marinasıdır. Şirketin ayrıca, Gökova körfezi Ayın Koyu'nda 5 otel ünitesi ve 1 restoran binasından oluşan taşınmazları ve üzerinde çeşitli projeler geliştirmeyi planladığı arsaları bulunmaktadır. Turizm ve konut alanlarında faaliyet göstermek üzere kurulmuş olan şirketin hisseleri 24.09.2010'dan beri BIST'te işlem görmektedir ve şirketin en büyük ortağı %27,48 pay ile Martı Otel İşletmeleri'dir.

**Martı Myra Tatil Köyü:** Tekirova-Kemer bölgesinde yer alan 553 oda-1,209 yatak kapasiteli ve 1995 yılından beri faaliyette olan tesis, 89,250 m<sup>2</sup> arsa üzerinde 30 otel bloğu, bir VİP otel bloğu ve tamamlayıcı yapılarıyla toplam 58.446 m<sup>2</sup> kapalı alana sahiptir. Otel bloklarının tamamı 3 katlı olarak inşa edilmiş, gelişen süreçte 11 adedi kat ilavesi ile 4 kata yükseltilmiştir. Denize sıfır tesis, Phaselis ve Olympos antik şehirlerinin arasında, Antalya Havaalanı'na 70 km, Antalya Merkezi'ne 60 km, Kemer'e ise 15 km uzaklıktadır. Bu arazinin üst hakkı, Devlet tarafından 2069'a kadar Martı GYO'ya tahsis edilmiştir. Tesis, yapılan yenileme çalışmalarına paralel olarak 11 ay hizmet verebilecek şekilde düzenlenmiştir. Martı Myra Tatil Köyü, hasılat kira esasına göre, aynı zamanda şirket ortağı da olan Martı Otel İşletmeleri tarafından işletilmektedir. 01.04.2024 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporuna göre ekspertiz değeri TL4,983 milyardır (27.04.2023: TL2,309 milyar, 31.03.2022: TL0,947 milyar).

**Martı Marina:** Martı GYO'nun Hisarönü Koyu'nda bulunan marinası, Marmaris, Orhaniye, Keçibükü mevkiindedir ve arazinin mülk sahibi Martı GYO'dur. Yüzölçümü 16.455 m<sup>2</sup> olan arsa üzerine kurulu ve 1996'dan beri faaliyette bulunan marina, 1999 tarihinde Bay Marina İşletmesi'nden satın alınmıştır. Marina, Marmaris'e 25 km, Uluslararası Dalaman Havalimanı'na 115 km uzaklıktadır. Marinanın kapasitesi yüzen 380, karada 100 yattır. Martı Marina, hasılat kira esasına göre, aynı zamanda şirket ortağı da olan Martı Otel İşletmeleri tarafından işletilmektedir. Martı Marina'nın bulunduğu deniz üzerindeki 68.203 m<sup>2</sup> alan ise 2058 yılına kadar Devlet'ten üst hakkı ile kiralanmıştır. 01.04.2024 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporuna göre ekspertiz değeri TL1,924 milyardır (27.04.2023: TL0,926 milyar, 31.03.2022: TL0,457 milyar).

**Martı Giova:** Martı GYO, Muğla ili, Marmaris ilçesi, Karaca köyü, Ayın Koyu'nda toplam 89,230 m<sup>2</sup> yüzölçümlü dokuz adet taşınmaza sahip bulunmaktadır. Bu arazi, Marmaris merkeze yaklaşık 30 km ve Uluslararası Dalaman Havalimanı'na yaklaşık 100 km mesafededir. Ayın Koyu daha çok, mavi tur yapan teknelerin uğrak yeri konumundadır. Ayın koyu 1. derece doğal sit alanı ilan edilmiştir. Martı Grubu, otelin izinlerini bu bölge sit alanı ilan edilmeden önce aldığı için, mevcut yapıyı kullanabilmektedir, ancak bu bölgede ve bu arazide herhangi başka bir inşaat veya turizm yatırımı yapılamamaktadır. Söz konusu taşınmazların üzerinde, 5 adet otel ünitesi ve 1 adet restoran binası bulunmaktadır. 70 yatak kapasitesi ile 11 odalı 5 blok ve bir restoran binasından oluşan yapıların yenilenmesinin tamamlanarak tesisin hizmete açılması planlanmaktadır. 01.04.2024 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporuna göre ekspertiz değeri TL0,315 milyardır (27.04.2023: TL0,133 milyar, 31.03.2022: TL0,067 milyar).

## Ö/Y

## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

Hisse Bilgileri		GAYRİMENKUL YATIRIM ORT.	
		MRGYO.TI / MRGYO.IS	
Sektör			
Bloomberg / Reuters Kodu			
Fiyat (TL/hisse)		5,01	
Hedef Fiyat (TL/hisse)		-	
Potansiyel Getiri		-	
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)		3,63-9,42	
Piyasa Değeri (milyon TL)		1.885	
Firma Değeri (milyon TL)		2.745	
Fiili Dolanım PD (milyon TL)		1.187	
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)		376	
Dolaşımdaki Paylar		%63	
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)			
En Son		%0,6	
3 Ay Önce		%0,4	

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	7.452	9.191	13.190	14.395
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	38.683	52.909	76.986	84.250
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	5,01-5,27	5,01-6,31	5,01-6,68	3,63-9,42

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%17	-%19	-%8	-%36
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%5	-%15	-%13	-%50

## Ortaklık Yapısı

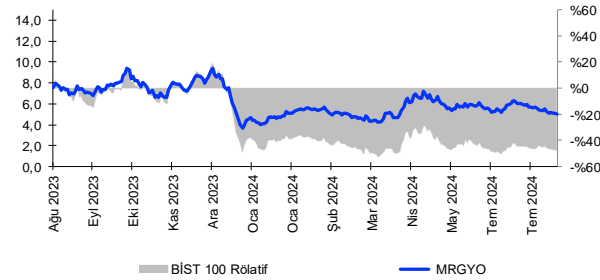
Martı Otel İşletmeleri	%27,5
Hisse Geri Alım	%0,5
Diğer	%72,0

## Şirket Özeti

Merkez ofisi İstanbul'da bulunan şirketin faaliyet konusu, SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştigal etmek ve esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktır.

## Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



\* 16/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

(TLmn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	7	18	24	26	13	34	78
FAVÖK	2	10	15	19	-2	7	46
Net Kar	-57	-75	19	9	217	1.410	1.283
Brüt Kar Marjı	85,6%	90,1%	91,9%	91,3%	78,6%	88,8%	91,7%
FAVÖK Marjı	22,9%	57,6%	62,8%	75,5%	-11,5%	19,3%	59,3%
Net Kar Marjı	-769,8%	-430,0%	78,9%	33,9%	1620,2%	4097,6%	1640,6%
F/K (x)	-1,5	-1,2	4,1	23,6	1,4	0,5	1,5
PD/DD (x)	0,3	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3
FD/FAVÖK (x)	167,7	36,7	29,0	32,1	- 437,9	181,4	61,3
FD/Satışlar (x)	38,5	21,1	18,2	24,2	50,3	34,9	36,3
Özsermaye Karlılığı	-20,1%	-25,9%	5,8%	2,0%	22,2%	57,4%	23,9%
Temettü Verimi (Brüt)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Dr. Emre Akyol, CFA

Araştırma Direktörü

emre.akyol@gedik.com

+90 216 453 00 00

**Tekirdağ-Çerkezköy Arsaları:** Tekirdağ İli, Çerkezköy İlçesi, Gazi Mustafa Kemalpaşa Mahallesi'nde bulunan arsaların toplam yüzölçümü 38.676 m<sup>2</sup>'dir. Narin Park ismi verilen proje alanı; konumu itibarı ile şehrin içerisinde, bölgenin en önemli ulaşım yollarına cepheli ve çevre yolu bağlantısına 500 metre mesafede bulunmaktadır. Planlanan proje, konut, alışveriş merkezi ve çeşitli sosyal yaşam ünitelerini kapsamaktadır. 01.04.2024 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporuna göre arsaların toplam ekspertiz değeri TL0,724 milyardır (27.04.2023: TL0,434 milyar, 31.03.2022: TL0,219 milyar).

**Martı Aphrodisias Otel Projesi:** Aydın Karacasu ilçesinde bulunan ve GYO mülkiyetinde olan 38.280 m<sup>2</sup> alanda, 50 oda ve 100 yataktan oluşan butik otel projesine ait tüm idari işlemler tamamlanmış olup, inşaat ruhsatı alınma aşamasına gelinmiştir. İşlemlerin tamamlanması akabinde yatırıma geçilmesi planlanmaktadır. Yılda yaklaşık 300.000 turist ağırlayan arkeolojik bölgede ilk otel olma özelliğini taşıyacaktır. 01.04.2024 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporuna göre arsaların toplam ekspertiz değeri TL0,026 milyardır (27.04.2023: TL0,017 milyar, 31.03.2022: TL0,009 milyar).

**Mali Sonuçların Analizi:** Şirketin finansal yılı 1 Nisan-31 Mart tarihleri arasındadır. Şirketin fonksiyonel para birimi Euro olduğu için açıklanan mali sonuçlar enflasyon muhasebesi içermemektedir. Son açıklanan, 1 Nisan 2023 - 31 Mart 2024 hesap dönemine ait 12 aylık sonuçlara göre şirketin net satış gelirleri yıllık olarak %127 artarak TL78,2 milyon olarak gerçekleşmiştir. Şirketin gelirlerinin tamamı, aynı zamanda şirket ortağı da olan Martı Otel İşletmeleri'nden alınan kira gelirlerinden oluşmaktadır. Dönem içerisinde satışların maliyeti %67 artarak TL6,5 milyon olurken faaliyet giderleri %10 artışla TL26,9 milyona yükselmiştir. Böylelikle FAVÖK %59,3 marjla TL46 milyon olarak gerçekleşmiştir (FY22: TL7 milyon). Şirketin halen TL860 milyon tutarında net finansal borcu bulunmaktadır (FY22: TL497mn). Şirketin ana ortağı olan halka açık Martı Otel İşletmeleri'nin konsolide finansal borcu da TL3,5 milyardır ve net Borç/FAVÖK'ü 20,2x seviyesindedir. Martı GYO finansal borcu üzerinden FY23'te TL385 milyon finansal gider yazmıştır. Şirketin net finansal borcunun FAVÖK'e oranı 18,5x gibi oldukça yüksek bir seviyede bulunmaktadır. Nitekim şirket, 23.02.2021 tarihinde Denizbank ile "Borç Yeniden Yapılandırma Sözleşmesi" imzalamıştır. Bu şekilde şirketin o dönemki ABD\$46,7 milyon tutarındaki finansal borcu 9 yıllık bir vade için yeniden yapılandırılmıştır. 2021'de yapılan bedelli sermaye artırımından sağlanan TL220 milyon seviyesindeki nakit kaynak da büyük ölçüde borç geri ödemesi için kullanılmıştır. FY23 içerisinde yatırım amaçlı gayrimenkullerdeki değer artışı gelir tablosuna TL1,54 milyar olarak yansımıştır (FY22: TL1,44 milyar) ve net kara önemli katkı sağlamıştır. Böylelikle, FY22'de TL1,41 milyar seviyesinde olan net kar FY23'te TL1,28 milyar olarak gerçekleşmiştir (Martı GYO'nun detaylı finansal sonuçları için lütfen sayfa 4, şekil 3'e bakınız).

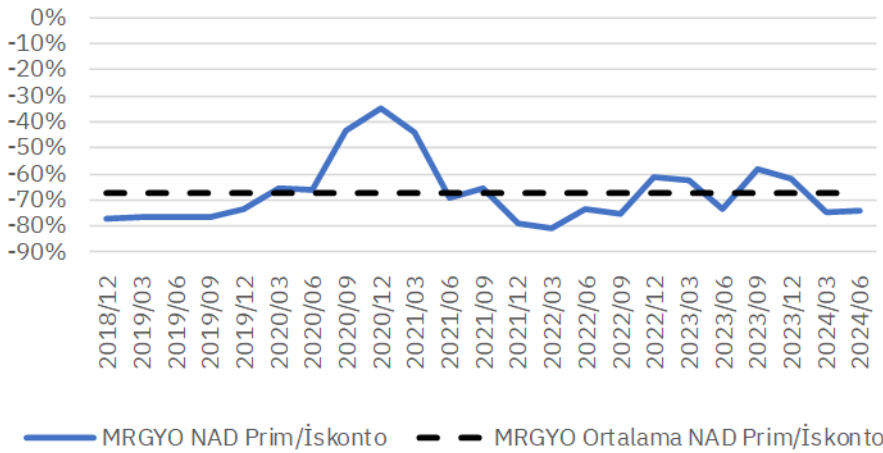
**Şirketin hisse fiyatının Net Aktif Değeri'ne (NAD) kıyasla mevcut iskontosu, tarihsel iskonto seviyelerine oldukça yakın durumdadır.** 01.04.2024 tarihli son açıklanan ekspertiz raporlarına göre şirketin yatırım amaçlı gayrimenkul portföyünün toplam değeri TL8,0 milyar seviyesindedir (27.04.2023: TL3,8 milyar, 31.03.2022: TL1,7 milyar). Buradan yola çıkarak şirketin Net Aktif Değeri'ni TL7,3 milyar olarak hesaplamaktayız. Dolayısıyla şirketin hissesi, Net Aktif Değeri'ne kıyasla %74 iskontolu işlem görmektedir (sayfa 3, şekil 1); BIST'teki sektör hisseleri ise halen ortalama %46 iskontoludur. Şirketin hissesi son 10 yılda da Net Aktif Değeri'ne göre ortalama %72 iskonto ile işlem görmüştür (sayfa 3, şekil 2). Dolayısıyla hissenin mevcut NAD iskontosu, son 10 yıllık ortalama iskonto seviyesine oldukça yakındır. Geçmişten gelen finansal borcun ve finansal giderlerin şirketin faaliyet gelirlerine kıyasla ciddi seviyelerde olmasının, şirketin hissesinin geçmişten bugüne yüksek NAD iskontosu seviyelerinde işlem görmesinin temel sebebi olduğu kanaatindeyiz.

Şekil 1: Martı GYO'nun Net Aktif Değeri (NAD) MRGYO	Toplam Değer (TLmn)
Nakit ve Benzerleri	1
Stoklar	0
K/V Ticari Alacaklar	77
U/V Ticari Alacaklar	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Portföyü	8.028
Martı Myra Tatil Köyü	4.983
Martı Marina	1.924
Martı Giova	315
Martı Tekirdağ Çerkezköy	724
Antalya, Kemer, Çamyuva Arsa	55
Aydın, Karacasu, Işıklar Arsa	26
Diğer Varlıklar	103
<b>Toplam (a)</b>	<b>8.209</b>
K/V Finansal Borçlar	101
U/V Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	20
U/V Finansal Borçlar	740
K/V Ticari Borçlar	7
U/V Ticari Borçlar	0
Diğer Yükümlülükler	56
<b>Toplam (b)</b>	<b>905</b>
<b>Net Aktif Değer (a-b)</b>	<b>7.304</b>
Piyasa Değeri (TLmn)	1.885
Hisse Sayısı (mn)	376
Hisse Başına Net Aktif Değer (TL)	19,41
Hisse Fiyatı (TL)	5,01
<b>NAD Prim / (İskonto)</b>	<b>-%74</b>

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü, Şirket Mali Tabloları, Ekspertiz Raporları

Şekil 2: Martı GYO'nun Tarihsel NAD Prim/İskonto Oranları

### MRGYO Tarihsel NAD Prim/İskonto



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü, Şirket Mali Tabloları, Ekspertiz Raporları

## Şekil 3: Martı GYO'nun Finansal Tabloları

Gelir Tablosu (milyon TL)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	7	18	24	26	13	34	78
Satışların Maliyeti (-)	1	2	2	2	3	4	6
Brüt Kar	6	16	22	23	11	31	72
Faaliyet Giderleri (-)	5	6	7	4	12	24	27
Faaliyet Karı	2	10	15	19	-2	6	45
FAVÖK	2	10	15	19	-2	7	46
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, net	-51	-36	26	-32	275	1.443	1.356
Finansal Gelirler, net	-18	-64	-38	7	-72	-51	-118
Vergi Öncesi Kar	-57	-75	19	9	217	1.410	1.283
Vergi Gideri (-)	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	-57	-75	19	9	217	1.410	1.283
Azınlık Hakları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar (Ana Ortaklık Payı)	-57	-75	19	9	217	1.410	1.283
Pay Başına Kazanç	-0,52	-0,69	0,17	0,08	0,66	4,27	3,89
Pay Başına Temettü	-	-	-	-	-	-	-

Büyüme Oranları	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Satış	45,7%	135,9%	36,2%	6,8%	-47,5%	156,9%	127,4%
FAVÖK	-293,5%	492,6%	48,6%	28,4%	-108,0%	-530,9%	600,1%
Net Kar	-45,6%	31,8%	-125,0%	-54,1%	2407,6%	549,7%	-9,0%

Bilanço (milyon TL)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	51	106	129	153	162	134	93
Duran Varlıklar	457	486	608	842	1.766	3.903	8.116
Toplam Varlıklar	508	592	737	996	1.928	4.037	8.209
K/V Yükümlülükler	64	84	380	471	100	134	159
U/V Yükümlülükler	156	214	1	32	366	456	746
Özkaynaklar	288	294	356	492	1.462	3.447	7.304
Net Borç / (Nakit)	203	279	357	414	371	497	860

Nakit Akış Tablosu (milyon TL)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Vergi Öncesi Kar	-57	-75	19	9	217	1.410	1.283
Amortisman	0	0	0	0	0	1	2
İşletme Sermayesi Δ (-)	-23	54	17	-10	-4	-41	3
Vergiler (-)	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım Harcamaları (-)	0	0	0	0	5	1	6
Temettü Ödemeleri (-)	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Arttırımı (-)	0	0	0	0	220	220	220
Borçlanma Δ	20	76	77	81	-35	150	309

Finansal Göstergeler	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Özsermaye Karlılığı	-20,1%	-25,9%	5,8%	2,0%	22,2%	57,4%	23,9%
FAVÖK Marjı	22,9%	57,6%	62,8%	75,5%	-11,5%	19,3%	59,3%
Net Kar Marjı	-769,8%	-430,0%	78,9%	33,9%	1620,2%	4097,6%	1640,6%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,7	1,0	1,0	0,8	0,3	0,1	0,1
Net Borç / FAVÖK (x)	119,0	27,7	23,8	21,5	-241,5	75,0	18,5
KV Borçlar / Toplam Borçlar	24,2%	23,9%	100,0%	100,0%	14,8%	19,2%	14,1%
Sermaye / Toplam Varlıklar	56,7%	49,6%	48,4%	49,5%	75,8%	85,4%	89,0%
Cari Oran (x)	0,8	1,3	0,3	0,3	1,6	1,0	0,6
Nakit Kar Payı Ödeme Oranı	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

### **YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.