

“

**JCR  
Eurasia Rating,**

periyodik gözden  
geçirme sürecinde

**Net Holding A.Ş. ve  
Konsolide Yapısı'nın  
ve Mevcut Tahvil  
İhraçları'nın Nakit  
Akımları'nın**

Uzun ve Kısa Vadeli  
Ulusal Notlarını  
**'A (Trk)'**  
ve  
**'A-1 (Trk)'**  
olarak teyit etti,  
notlara ilişkin  
görünümleri ise  
**'Pozitif'**  
olarak belirledi.

”

## NOTLAR

	Uzun	Kısa	
Uluslararası	Yabancı Para	BBB-	A-3
	Türk Parası	BBB-	A-3
	Görünüm	YP Negt.	Negt.
	İhraç Notu	TP Negt.	Negt.
Ulusal	Ulusal Not (Trk)	A	A-1
	Görünüm	Pozt.	Pozt.
	İhraç Notu (Trk)	A	A-1
Desteklenme Notu	2	-	
Ortaklardan Bağımsızlık Notu	B	-	

Sektör: Turizm/Şans Oyunları  
Rapor Tarihi: 01/11/2018

## Analistler

Gökhan İYİĞÜN  
+90 212 352 56 73

[gokhani@jcrer.com.tr](mailto:gokhani@jcrer.com.tr)

Diñcer SEMERCİLER  
+90 212 352 56 73

[dincer.semerciler@jcrer.com.tr](mailto:dincer.semerciler@jcrer.com.tr)

## Basın Açıklaması İstanbul – 01 Kasım 2018

JCR Eurasia Rating, periyodik gözden geçirme sürecinde “Net Holding A.Ş. ve Konsolide Yapısı” (Grup ya da şirket) ile Mevcut Tahvil İhraçlarına İlişkin Nakit Akımları'nı yüksek düzeyde yatırım yapılabilir seviyede değerlendirerek Uzun Vadeli Ulusal Notu'nu ‘A(Trk)’, görünümünü ise ‘Pozitif’ olarak teyit etti. Diğer taraftan, Uzun Vadeli Uluslararası Yabancı Para ve Uzun Vadeli Uluslararası Yerel Para Notları ‘BBB-’ olarak teyit edilmiş olup görünümüne ise Japan Credit Rating Agency Ltd’in 14 Ağustos 2018 tarihli değerlendirmesi doğrultusunda ‘Stabil’den, ‘Negatif’e revize edilmiştir.

1974 yılında bir grup turist rehberi tarafından İstanbul'da kurulan ve 1985'te şans oyunları işletmeciliği sektörüne adım atarak 1989 yılında halka açılan ilk şirketlerden biri olan Net Holding, 2000 yılı sonrası girdiği önemli dönüşüm süreci kapsamında istikrarlı büyümesini sürdürmüş ve Merit markası altında KKTC ve Balkanlar'da toplamda 9 otel ve 9 casino'ya ulaşmıştır. 2017 yılında tamamlanan Merit Crystal Cove otelinin kapasite artırımını, Merit Royal Casino'sunun slot alanının genişletilmesi ve Girne'de yapımı devam etmekte olan 630 yataklı Merit Royal Garden Hotel ile KKTC pazarında mevcut durumda elinde bulundurduğu 8 otel ve 5 casinoyla sektör liderliğini konsolide etmiştir. Bunun yanı sıra bölgesel şans oyunları operatörü olma vizyonu doğrultusunda, 2016 yılında girmiş olduğu Hırvatistan ve Karadağ casino pazarlarına ilaveten, mevcut mali yılın ikinci yarısında Bulgaristan'ın Svilengrad şehrinde Merit Grand Mosta otel ve casino'sunu devreye almış ve ikisi Karadağ ve biri Hırvatistan ve Bulgaristan olmak üzere toplamda 4 casino ve 1 otel ile Balkanlar'daki faaliyetlerine devam etmektedir. Halka açık Net Turizm hisselerinin devralınarak Net Holding altında birleştirilme süreci 2017'nin son çeyreğinde tamamlanmış olup, iştirak sayısı ve faaliyet giderlerinin azaltılması ile sermaye yapısı ve şeffaflığın güçlendirilmesine olanak sağlamıştır. Grubun ana gelir kaynağını teşkil eden casino işletmeciliği ve lüks konaklama sektörlerine ilaveten, arazi/gayrimenkul geliştirme, lüks araç kiralama ve yayıncılık alanlarındaki faaliyetler devam ettirilmektedir.

Turizm sektöründe 2016 yılında gözlemlenen yavaşlama sonrası, geçmiş ve mevcut mali yılda gözlemlenen toparlanma ve izlenen operasyonel verimlilik odaklı politikalara paralel olarak, KKTC ve Karadağ operasyonlarının güçlü katkısı ile konsolide satış gelirleri ve FAVÖK rakamlarını önemli oranda arttıran firmanın, Hırvatistan pazarındaki performansı ilk faaliyet yılında beklentilerin bir miktar altında kalmasına rağmen Balkan pazarında sermaye gideri yoğun olmayan iş modelinin benimsenmesi ve yatırım harcamalarının üst limitlerle sınırlandırılması ve Karadağ pazarının konsolide FAVÖK'e beklentilerin üzerinde katkı yapması bu alandaki kayıpları dengelemektedir. Adada bulunan geniş yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü ve maddi duran varlıkların yeniden değerlendirilmesi sonucu aktif büyüklük, özkaynak ve karlılık rakamlarını tamamlayan mali yılda kaydedeğer oranda arttıran firmanın elde ettiği nakit olmayan bir defaya mahsus gelir artışı borç karşılama kapasitesine önemli bir katkı sağlamamıştır. Ancak başta Girne'de inşaatı devam etmekte olan Merit Trio Towers olmak üzere proje gelişimine açık önemli miktardaki gayrimenkul stokunun varlığı firma için önemli bir ilave nakit yaratma kapasitesi barındırmaktadır. Global likidite koşullarında yaşanan daralma ile Türkiye ekonomisindeki volatilité kapsamında ağırlıklı uzun vadeli yabancı para finansal borç yapısı, Türk Lirası'nda yaşanan değer kayıpları ve yükselen borçlanma maliyetlerinin finansman giderleri üzerinde meydana getirdiği artışlar içsel kaynak yaratma kapasitesini baskılamakla birlikte, firmanın döviz ağırlıklı gelir yapısı ve mevsimsellik etkisi nedeniyle yılın ikinci yarısında artan doluluk oranlarının katkısıyla yüksek ciro ve faaliyet kar büyümesini devam ettirmesi beklenmektedir.

Farklı coğrafyalardan gelen sadık uluslararası müşteri profili ile desteklenen ve Türkiye ekonomisindeki gelişmeler maruziyeti sınırlı kalan casino işletmeciliği ve lüks konaklama sektörlerindeki entegre iş modelinin gelir akımlarında yarattığı sürdürülebilirlik, düşük seviyedeki net finansal borçluluk, bölgesel büyüme stratejisinin gelir kaynaklarını çeşitlendirmesi, devreye alınan kapasite artışları ve yeni casino/otel yatırımlarının konsolide ciro ve FAVÖK rakamlarına yapması beklenen katkı, zincir konumunda bulunmasının adadaki rakiplerine kıyasla sağladığı ölçek ekonomisi ile gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik toparlanma ve artan giriş ve lisanslama maliyetlerinin global casino sektöründe meydana getirmesi beklenen konsolidasyon firmanın Uzun Vadeli Ulusal Notu ve görünümünün ‘A(Trk)’ ve ‘Pozitif’ olarak teyit edilmesinin ana unsurlarını oluşturmaktadır. Balkanlardaki casino operasyonlarının firmanın konsolide ciro ve FAVÖK rakamları içerisindeki payı, yatırım maliyetleri ve artan faizlerin karlılık üzerindeki etkisi, KKTC'nin devam etmekte olan uluslararası izolasyonunun kaldırılmasına yönelik olarak atılacak somut adımlar ve Türkiye'nin ülke notuna etki edebilecek global ve yerel siyasal/ekonomik gelişmeler önümüzdeki dönemde izlenecek temel hususlar arasında yer almaktadır.

Halka açıklık oranı yüksek olan grubun nitelikli ortağı olan Sn Besim TIBUK'un firmaya, KKTC turizm ve casino işletmeciliği sektöründeki lider pazar payı, adanın özel sektörü içerisinde taşıdığı stratejik önem ve yarattığı istihdam olanakları ile orta ve uzun vadede KKTC otoritelerinin turizm ve şans oyunları sektörüne sunduğu teşviklerin süreceği beklentisi dikkate alındığında, ihtiyaç halinde finansal güçlerinin yeterliğine bağlı olarak uzun vadeli likidite ve öz kaynak temin edebilecek yeterli arzuya ve ayrıca etkili operasyonel destek sunma deneyimine sahip oldukları yönünde JCR Eurasia Rating'ın kanaati devam etmektedir. Bu kapsamda grubun Desteklenme Notu, JCR Eurasia rating notasyonu içerisinde (2) olarak teyit edilmiş olup, güçlü bir seviyeyi işaret etmektedir.

Bunun yanı sıra, JCR Eurasia Rating olarak, ortaklardan sağlanacak desteğe bakılmaksızın, firmanın birleşme sonrası güçlenen sermaye yapısı, faaliyetlerin fonlanmasındaki yüksek özkaynak seviyesi, bölgedeki marka bilinirliğinin ve yerleşik geniş müşteri portföyünün sağladığı nakit akımları, geçmiş dönemde ulusal ve uluslararası piyasada başarıyla tamamlanan tahvil ihraçları ile halka açık ortaklık yapısının rakiplerine kıyasla şeffaflık ve sürdürülebilirlik açısından sağladığı rekabetçi avantaj ile casino kurulumu ve işletimi alanında uzun faaliyet geçmişinden dolayı edinilmiş know-how dikkate alındığında üstlendiği yükümlülükleri yönetebilecek yeterli deneyim ve altyapıya eriştiği kanaatine ulaşılmıştır. Bu kapsamda, JCR Eurasia Rating notasyonu içerisinde, Net Holding'in Ortaklardan Bağımsızlık Notu, yeterli seviyeyi işaret eden (B) olarak teyit edilmiştir.

Derecelendirme neticeleriyle ilgili daha fazla bilgi şirketimizin <http://www.jcrer.com.tr> adresinden sağlanabilir veya şirketimiz analistlerinden Sn. Gökhan İYİĞÜN ve Sn. Diñcer SEMERCİLER ile iletişim kurulabilir.

**JCR EURASIA RATING**  
Yönetim Kurulu