

Riot Platforms'da aktivist yatırımcılar ciddi bir değer yaratabilir...

Riot Platforms, 2025 senesinde beğendiğimiz hisseler listesinin spekülatif büyüme kısma aldığımız bir Bitcoin madencisi. Hissede kısa sürede yaşanan %20 üzerinde yükseliş sonrasında, aşağıda şirketi neden beğendiğimizi biraz daha detaylandırıyoruz.

- » Kriptopara sektöründeki canlanmayı görerek 2017'de bu alana giren Riot Platforms, hisse satışlarıyla finansman yaratarak seri şirket alımları ile hızla büyüdü ve 1GW üzerinde enerji kapasitesi ve düşük üretim maliyetleriyle ABD'deki en büyük Bitcoin madencilerinden bir tanesi haline geldi.
- » Ancak yöneticilerin karlılığı arka plana atmaları, kendilerine yüksek hisse bazlı maaş ödemeleri yapmaları(2023 senesinde satışların %12'si), verimli olmayan şirket alımları ve hasmane alım girişimlerine(Bitfarms) odaklanmaları, yeni varlık alımları için hisse satışına giderek diğer yatırımcıların payını sulandırmaları yönetim zafiyetini ve hissedarların arka plana atıldığını gösteren dinamikler.
- » Son dönemde WSJ haberine göre önemli bir aktivist değer yatırımcısı olan Starboard Value'nun, şirkette pozisyon alması, bize göre önemli bir gelişme. Starboard şirkette verimliliği artırıp maliyetleri kısarken, yönetim kuruluna da bir çeki düzen vererek, şirketin kafa karıştıran stratejisini tekrar yörungeye sokabilir.
- » Bizim esas olarak ilgilendiğimiz konu, Starboard'un karlılığa yönelik adımları olacak. Ucuz enerji maliyetleri ile Bitcoin üretimi yapan(3,1 c/kWh) Riot, kapasitesinin bir kısmını son dönemin en popüler iş alanı olan veri merkezlerine kiralayarak, yüksek performanslı bilişim faaliyeti gösteren hiper ölçekleyici şirketlerden çok daha fazla kar yaratabilir. Nitekim benzer bir operasyona sahip olan CoreWeave'ın tesislerini veri merkezine dönüştürmek için imzaladığı anlaşma baz alındığında Riot, Corsicana'daki ek kapasite için(600MW) senelik \$400 milyon civarında net kar yaratabilir.
- » Şirketin faaliyetlerinin daha verimli yürütülmesi, yönetimde hissedar dostu adımların atılması, yeni şirket alımlarının yapılmaması, maliyet kesintileri ile karlılığa odaklanılması ve kapasitenin bir kısmının veri merkezlerine kiraya verilmesi durumunda, hissede önemli bir değer ortaya çıkabilir. Şirketin %30 olasılıkla bir veri merkezi ile Core Scientific-CoreWeave anlaşmasının koşullarına yakın bir anlaşma imzalaması durumunda 2026 sonu için hissede \$24 seviyeleri makul bir hedef olabilir.
- » Kar ve nakit akışında toparlanma potansiyelinin yanı sıra şirketin bilançosu da güçlü durumda ve 30 Eylül 2024 itibariyle bilançosunda \$399 milyon net nakdi, 10,427 Bitcoin'i bulunuyor. Bitcoin miktarını bu çeyrekte yaptığı hisseye çevrilebilir bono satışından elde ettiği finansmanla 16,728 seviyesine çıkartan Riot, Trump hükümetinin Bitcoin fiyatlarında yarattığı spekülatif etkiden de fayda görüyor.
- » Bu çerçevede spekülatif beklentiler ve Bitcoin'deki oynaklık kısa vadede hissede de volatilitte yaratsa da, kriptopara odaklı şirketlere yatırım yapmak isteyen risk iştahı yüksek yatırımcılar için Riot Platforms orta vadede cazip bir risk/getiri dengesi sunuyor.



Tıbbi malzemelerden blockchain teknolojisine...

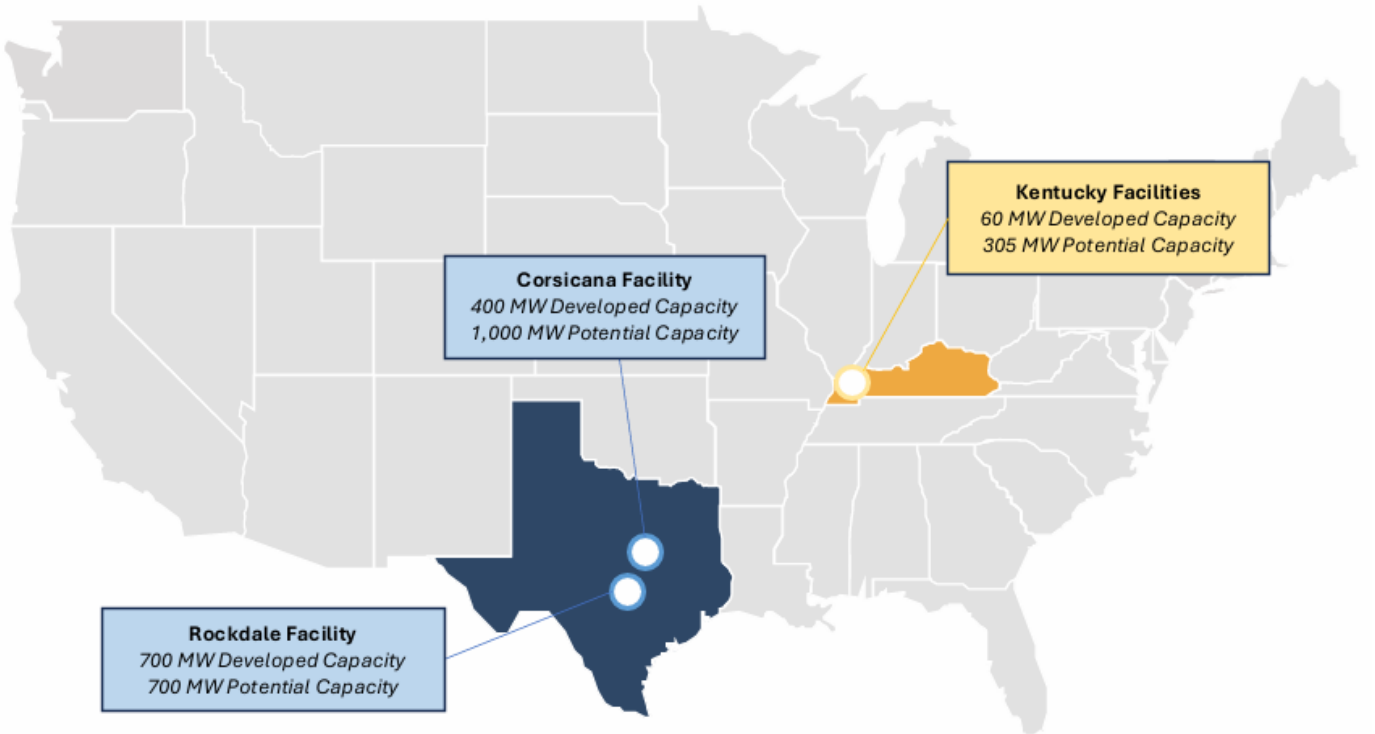
ABD'deki en büyük Bitcoin madencilerinden bir tanesi Riot Platforms, BiOptix adı altında tıbbi teşhis cihazları sektöründe faaliyet gösterirken, 2017 senesinde kriptopara piyasalarındaki canlanmayı görerek odağını bu alana çevirmiş bir şirket. Sektörde şirket alımları ile hızla büyüyen Riot, 2021 senesinin \$651 milyona Whinstone US'i satın alarak, Texas eyaletinde Rockdale şehrinde bulunan ve ülkedeki en büyük Bitcoin madenciliği tesisinin sahibi oldu.

Şirket inorganik büyümesini hisse satışlarından elde ettiği finansman ile sağlayarak 2021 senesinde ESS Metron'u aldı ve böylelikle Bitcoin madencilerinin kullandığı cihaz ve komponentleri üreten bir şirkete sahip oldu. Bu iş kolunu mühendislik segmenti altında toplayan Riot, 2023 senesinde kriptopara piyasalarındaki yavaşlama sonrasında bir kere daha isim değiştirerek, Riot Blockchain yerine Riot Platforms'u tercih etti.

Şirketin agresif büyüme adımları, önemli stratejik varlıklar kazandırdı...

Şirket Rockdale'deki toplam enerji kapasitesi 700MW'lık dev üretim tesisinin yanı sıra, Corsicana'da 400 MW'ını bu sene devreye aldığı ve faz iki genişletme planı sonrasında 2026'da 1GW'a ulaşacak yeni tesisine de yatırım yapıyor. Ayrıca geçtiğimiz çeyrekte Kentucky'de 60MW üretim tesisi olan Block Mining Inc şirketini de alan Riot, bu alımın \$18.5 milyonunun nakit, \$74 milyonunu ise Riot hissesi ile finanse etti. Böylelikle şirket, önümüzdeki senelerde kapasite artışları sonrasında **2,000MW üzerinde bir kapasiteye sahip olabilir**.

Riot kapasitesini hızla genişletirken, Bitcoin madenciliğinde ağdaki işlemleri doğrulamak için kullanılan **hesaplama gücünü ifade eden ve saniyede gerçekleştirilebilen hesaplama sayısını gösteren hash oranını 28 Exahash/saniyeden, bu sene sonunda 35 EH/saniyeye**, sonrasında kapasite artışlarının tamamlanması ile 2026 sonunda 65 EH/s'ye çıkartma hedefinde.



Bu tesisler veri merkezleri için de çok cazip...

Yukarıda gösterilen tesislerin enerji kapasitelerinin oldukça yüksek olması ve özellikle Rockdale'de çok cazip uzun vadeli sabit elektrik kontratlarının yapılmış olması, bu tesisleri sadece Bitcoin madenciliği değil, aynı zamanda son dönemde çok popüler olan ve hızla büyüyen veri merkezleri için de cazip hale getiriyor. Amazon, Meta, Google, Microsoft gibi şirketlerin yapay zeka alanına agresif bir şekilde yatırım yapmaları ve düşük enerji maliyetine ve sürekli enerji kaynağı erişimiğe sahip veri merkezlerine yatırım yapmak istemeleri, bunun için de oldukça yüksek kira bedelleri ödeyebilmeleri, bir çok **Bitcoin madencisinin operasyonlarını durdurarak ellerindeki tesisleri veri merkezi işleticilerine kiraya vermelerine yol açıyor**.

Cazip varlıklara ve büyüme hızına rağmen, şirkette yönetim sıkıntıları var...

Her ne pahasına olursa olsun büyümeyi önceleyen ve seri şirket alımları ile kriptopara ekosisteminde hızla kendisine yer açmaya çalışan şirket, piyasa büyüklüğü anlamında sektörün en önemli şirketlerinden bir tanesi haline geldi. Ancak şirket yöneticilerinin aksiyonlarının hissedarları gözetmediğini ve etik anlamda pek hoş bir görüntü çizmediğini düşünüyoruz. Şirketin hızla aksiyon alabilen, agresif ve girişimci bir yönetim kadrosuna sahip olması olumlu bir dinamik olsa ve hızla büyümesinde önemli rol oynasa da, uzun vadeli strateji anlamında bir kafa karışıklığı olduğunu ve hissedarların çıkarları ile yönetimin çıkarlarının çok uyuşmadığını görüyoruz.

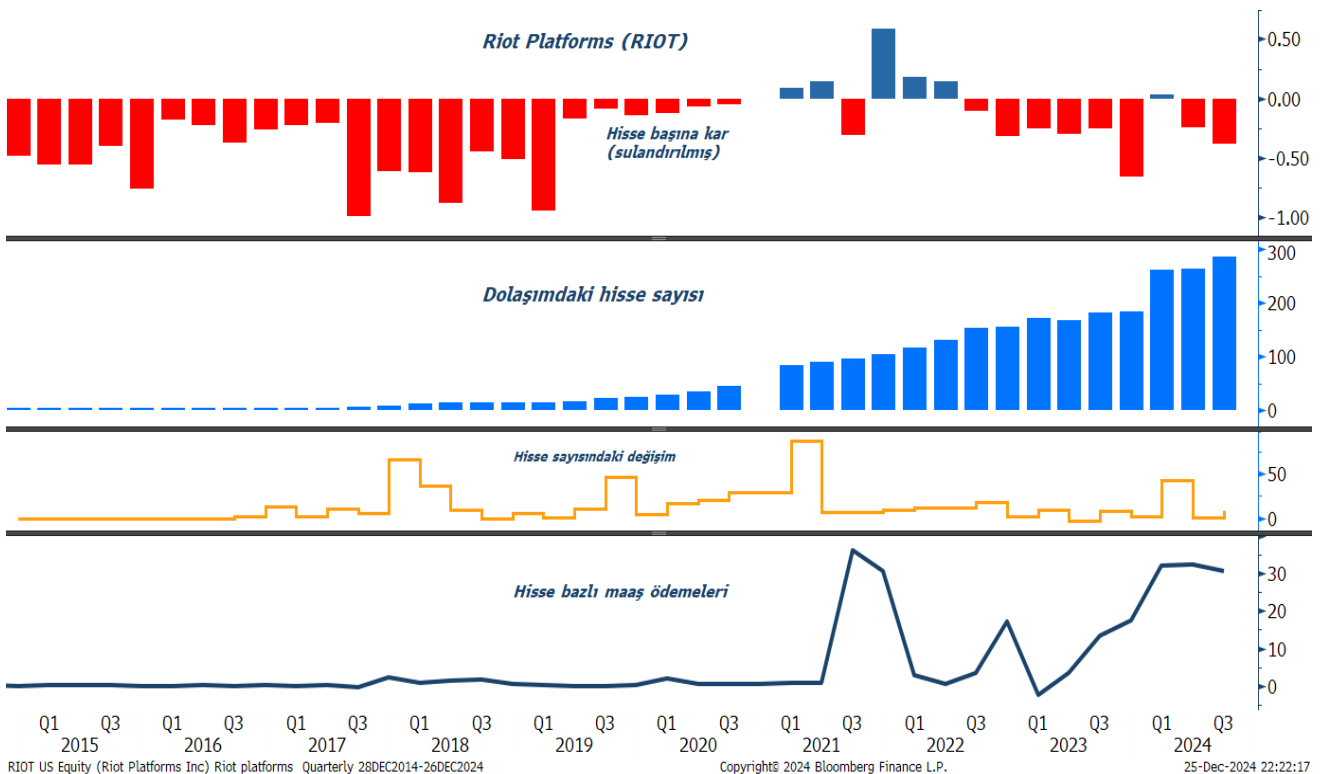
Biz mevcut yönetimi aşağıdaki nedenlerden dolayı beğenmiyoruz...

Bir süredir kriptopara ekosistemindeki hisseler arasında şirketi takip etsek de, aşağıdaki olumsuz dinamikler ışığında, mesafeli yaklaşmayı tercih ediyorduk. Ancak Starboard gibi deneyimli bir aktivistin pozisyon alması bu dinamikleri değiştirebilir.

- ✓ Şirket yöneticilerinin kötü finansal performansa rağmen yüksek kazançlar sağlamaları
- ✓ Her çeyrek yüksek miktarda hisse bazlı maaş giderlerinin mevcut hissedarların payını sulandırması
- ✓ İnorganik büyüme konusundaki agresif adımların şirket alımlarında kayıtsızlığa doğru gitmesi ve son olarak Bitfarms ile girilen düşmanca devralma girişimi
- ✓ Şirketin gerek diğer şirketlere yatırım yapmak veya Bitcoin gibi varlıkları almak konusunda hisse satışına fütursuzca başvurması
- ✓ Kar etmeye yönelik bir motivasyonun olmaması
- ✓ Eldeki varlıkların verimli bir şekilde yönetilmemesi

Nitekim son çeyrek bilançosunu incelediğimizde **%63 satış büyümesine karşılık, satış ve genel yönetim giderlerindeki %130 büyüme dikkat çekici ve biraz daha dikkatli incelediğimizde, buradaki \$37,9 milyonluk artışın yaklaşık %35'ini yine hisse bazlı maaş ödemelerinin oluşturduğunu** ve şirketin 2021 senesinde toplam satışların %32'sini, 2023 senesinde %12'sini hisse bazlı maaş ödemelerine ayırdığını görüyoruz.

Bu ödemelerin şirketin net kar anlamında sürekli olarak ekside kaldığı dönemlerde yapılmış olması ve yönetim kurulunun buna karşın herhangi bir aksiyon almaması dikkat çekici. Aynı zamanda şirketin her türlü varlık alımı için hisse satışına başvurarak hissedarların paylarını sulandırması ve aşağıda görüldüğü gibi dolaşımdaki hisse sayısının sürekli artıyor olması da hoş bir durum değil. Riot son çeyrekte 21 milyon, çeyrek kapanışından bu yana da ek 8 milyon hisse ihracı yaptı.



Karlılık zayıf ancak hızla artıya döndürülebilir...

Üçüncü çeyrekte günde yaklaşık 12 Bitcoin üreten şirket, Bitcoin üretiminde %42 brüt marj yakaladı ve bir Bitcoin üretme maliyeti \$35,376 oldu. Şirketin Bitcoin madenciliği faaliyetleri nispeten ucuz enerji maliyetlerinin (3.1 c/kWh) etkisi ile karlı bir operasyon olurken, aşağıda gösterilen \$51,4 milyon toplam maliyetin \$41,8 milyonluk kısmını enerji giderleri oluşturuyor.

Dolayısıyla Bitcoin'deki ödül yarılanmasına rağmen mevcut fiyatlarda şirketin Bitcoin madenciliği operasyonları makul getiriler sağlayabiliyor. İçerisinde bulunduğumuz dördüncü çeyrekte şirketin satışlarını %69 arttırması beklenirken, biz **şirketin bu çeyrekte üretimini de arttırarak 1,400 Bitcoin'e çıkartabileceğini**, ve gerek hacim, gerekse de fiyatlardaki artışın satışları yukarıya çekeceğini düşünüyoruz.

Şirketin özellikle Rockdale tesisinde makul ve sabit enerji maliyetleri dolayısıyla Bitcoin'deki fiyat artışlarının operasyonel kaldıraç dolayısıyla kar marjlarına yansıtılması önümüzdeki çeyreklerde brüt kar marjının da açılmasına neden olacaktır. Mühendislik iş koluna baktığımızda brüt kar marjının ekside olduğunu ve bu alanın şirkete karlılık anlamında katkı sağlayamadığını görüyoruz.

Aşağıdaki kalemler arasında **enerji tasarruf kredileri altında gösterilen kısım aslında şirketin Texas'taki elektrik dağıtım şirketi ile anlaşarak, gerektiği zamanlarda üretimini durdurarak şebekeyi rahatlatma, gerektiğinde ise elindeki fazla elektriği şebekeye geri satma** yoluyla elde ettiği kazançları ifade ediyor (\$12,4m). Bu taraf dönem dönem şirkete ciddi miktarda kar yaratırken, özellikle kasırgalar veya diğer doğal afetler nedeniyle elektrik ihtiyacının karşılanamadığı ve fiyatların hızla yükseldiği dönemlerde şirket ciddi kazançlar elde edebiliyor. Nitekim sıcak dalgasının vurduğu Ağustos 2023'te şirket sadece bir ayda buradan \$30 milyon üzerinde gelir elde etti.

Riot Platforms, Inc.						
bin USD						
	Üç Aylık			Dokuz Aylık		
	30.Eyl.24	30.Eyl.23	Δ	30.Eyl.24	30.Eyl.23	Δ
Hasılat						
Bitcoin Madenciliği	\$ 67.491	\$ 31.222	116,16%	\$ 194.651	\$ 128.987	50,91%
Mühendislik	12.638	15.536	-18,63%	26.940	50.995	-47,17%
Diğer	4.657	5.133	-9,27%	12.509	21.884	-42,84%
Toplam Hasılat	84.786	51.891	63,39%	234.100	201.866	15,97%
Satışların Maliyeti						
Bitcoin Madenciliği	51.472	24.449	110,53%	123.296	69.995	76,15%
Mühendislik	13.517	13.194	2,45%	27.796	46.939	-40,78%
Diğer	7.948	26.135	-69,59%	22.588	73.929	-69,45%
Toplam SMM	72.937	63.778	14,36%	173.680	190.863	-9,00%
Brüt Kar/Zarar	11.849	-11.887	-	60.420	11.003	449,12%
Brüt Marj	13,98%	-22,91%		25,81%	5,45%	
Faaliyet Giderleri						
Pazarlama, Satış ve Genel Yönetim giderleri	66.936	29.067	130,28%	185.777	61.578	201,69%
Amortisman	60.000	64.569	-7,08%	129.669	190.071	-31,78%
Diğer Faaliyet Giderleri						
Bitcoin değer değişimi	-8.554	25.261	-133,86%	-166.231	-72.733	128,55%
Hedging	24.318	-3.943	-716,74%	-23.398	-11.274	107,54%
Şirket satın alma maliyetleri	3.079	-	-	3.079	-	-
Enerji tasarruf kredileri	-12.417	-49.601	-74,97%	-31.445	-66.146	-52,46%
Diğer	-	5.306	-	-2.419	6.862	-135,25%
Toplam Faaliyet Giderleri	206.299	134.437	53,45%	268.712	299.221	-10,20%
Esas Faaliyet Karı/Zararı (FVÖK)	-121.513	-82.546	47,21%	-34.612	-97.355	-64,45%
Finansman Giderleri	5.175	2.318	123,25%	21.132	3.331	534,40%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/Giderler	-38.082	-	-	-13.620	-	-
Diğer	90	31	190,32%	131	96	36,46%
Toplam Diğer Gelir ve Giderler	-32.817	2.349	-	7.643	3.427	123,02%
Vergi öncesi Kar/Zarar	-154.330	-80.197	92,44%	-26.969	-93.928	-71,29%
Vergi Geliri/Gideri	-32	157	-120,38%	-65	-31	109,68%
Ertelemiş Vergi Geliri/Gideri	-	-	-	-	5.045	-
Toplam Vergi Geliri/Gideri	-32	157	-120,38%	-65	5.014	-101,30%
Net Dönem Karı/Zararı	\$ -154.362	\$ -80	-	\$ -27	\$ -88.914	-99,97%
HB Net dönem karı (GAAP)	\$ (0.54)	\$ (0.44)	-	\$ (0.10)	\$ (0.53)	-
Sulandırılmış AO Hisse Sayısı	286.243.674,00	180.952.689,00	58,19%	261.977.695,00	168.758.240,00	55,24%

Hisse bazlı maaş ödemeleri giderleri şişiriyor

Karlılığa odaklanılmaması ve birikmiş net zararlar

Dolaşımdaki hisselerin artması mevcut hissedarların payını sulandırıyor

Nakit durumu güçlü, 2025'de serbest nakit akışının da artıya geçmesini bekliyoruz...

Şirketin üçüncü çeyrek sonunda \$428 milyon nakdi, duran varlıkları arasında da 10,427 Bitcoin'i bulunuyordu. Geçtiğimiz günlerde hisseye dönüştürülebilir bono ihraç ederek elde ettiği nakitle piyasadan ek Bitcoin alan Riot burada Microstrategy'nin yaptığına benzer bir operasyonla toplam Bitcoin varlığını 16,728'e çıkardı. Bu da güncel fiyatlardan yaklaşık \$1,65 milyarlık Bitcoin varlığı demek oluyor.

Corsicana tesislerine yapılan yatırımın etkisinin azalması ile beraber (toplam arsa bedeli ile beraber \$377 milyon yatırım yapıldı) **şirketin nakit akışındaki yükün azaldığını** görebiliriz. **Biz yönetimin bir süre yeni şirket alımları ve yatırımlara ara vererek, karlılığı ve hissedarlara gelecekte döndürülmek üzere nakit yaratmayı ön plana getirmesinin uygun olacağını düşünüyoruz.** Dolayısıyla önümüzdeki sene için net artı serbest nakit akışına geçilmesi bizim için önemli bir metrik olacak ve şirkette pozisyon alan aktivist fonun da bu yönde isteklerinin olacağını düşünüyoruz.

Nakit akışları (milyar USD)	30.09.2023	31.12.2023	31.03.2024	30.06.2024	30.09.2024	s12A
İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları	-6,17	45,04	-57,85	-42,51	-56,33	-111,66
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışları	-124,93	-182,38	-194,49	-326,20	-205,50	-908,57
Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları	132,03	444,41	343,67	161,38	209,04	1.158,50
Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Artış/Azalış	0,93	307,06	91,33	-207,33	-52,79	138,28
Sermaye harcamaları	-131,30	-185,38	-196,64	-193,20	-123,48	-698,69
Serbest Nakit Akımı	-137,46	-140,35	-254,49	-235,71	-179,81	-810,35
Operasyonel nakit akışı - Net kar	-39,159	34,193	269,63	-41,937	-98,031	
Net işletme sermayesi değişimi	-23,62	-188,25	1,74	8,80	10,43	
Net işletme sermayesi/Satışlar	8,50	11,3	8,7	9,2	7,0	
CAPEX/Amortisman	2,03	2,98	6,08	5,18	2,06	

Önemli bir aktivist Starboard'un şirkette pozisyon alması dönüm noktası olabilir...

Biz **Starboard'un** aşağıdaki aksiyonları alması durumunda **şirkette ciddi bir dönüşüm yaşanabileceğini düşünüyoruz:**

- » Hisse bazlı maaş ödemelerine sınır getirilmesi
- » Karlılığı önceleyen politikaların ön plana çıkarılması ve masrafların kısılması
- » Yönetimin seri olarak hisse bazlı ödemelerle yaptığı ve önemli bir kısmı verimli olmayan şirket alımlarını durdurması
- » Yönetim kuruluna tarafsız yeni üyelerin atanması ve daha net bir vizyonun ortaya konulması
- » Corsicana'da devreye alınacak yeni kapasiteyi veri merkezlerine kiralamak üzerine adımlar atılması, Kentucky'de alınan tesisin de kiraya verilebilmesi için kapasite artışı fizibilitesinin yapılması

Bu konular arasında bize göre en önemli olan son madde. Son dönemde yapay zeka odaklı yatırımlarını hızlandıran **hiper ölçekleyici olarak adlandırdığımız, bir bulut platformu ile büyük bilgi işlem kaynakları sunan dev ölçekli veri merkezi şirketlerinin yeni tesislere olan ihtiyaçları, Bitcoin ödül yarılanması sonrasında kar marjları düşen kriptopara madencileri için fırsatlar ortaya çıkardı.** Bitcoin madenciliği altyapısı için kurulan dev tesislerin özellikle de cazip sabit kontratlı enerji anlaşmalarının olması veya düşük enerji maliyeti olan lokasyonlarda bulunmaları, veri merkezi şirketleri için bulunmaz bir fırsattır.

Bu ortamda bir çok Bitcoin madencisinin düşen karlılığı göz önüne alarak, tesislerini yüksek marjlarla ve yüksek fiyatlarla veri merkezi şirketlerine uzun vadeli kiraladıklarını görüyoruz. Son dönemde veri merkezi ihtiyacı ile yapılan kontratlara baktığımızda, Core Scientific'in 700MW'lık kapasitesi için CoreWeave (Nvidia şirketin yatırımcısı) ile 12 senelik toplam \$8,7 milyarlık yaptığı anlaşma, şirket için Bitcoin üretiminden çok daha cazip ve anlaşma sonrasında şirketin hisse senedinde hızlı yükselişler takip ettik.

Ucuz enerji kontratları veri merkezleri için cazip...

Bitcoin madenciliğindeki en önemli masraf kalemi şüphesiz gelişmiş algoritmalar çalıştıran dev bilgisayarların tükettiği enerji maliyeti. Dolayısıyla bu tesislerin düşük ve sürekli enerji kaynaklarına yakın kurulmuş olması, benzer dinamiklere sahip veri merkezleri için çok cazip.

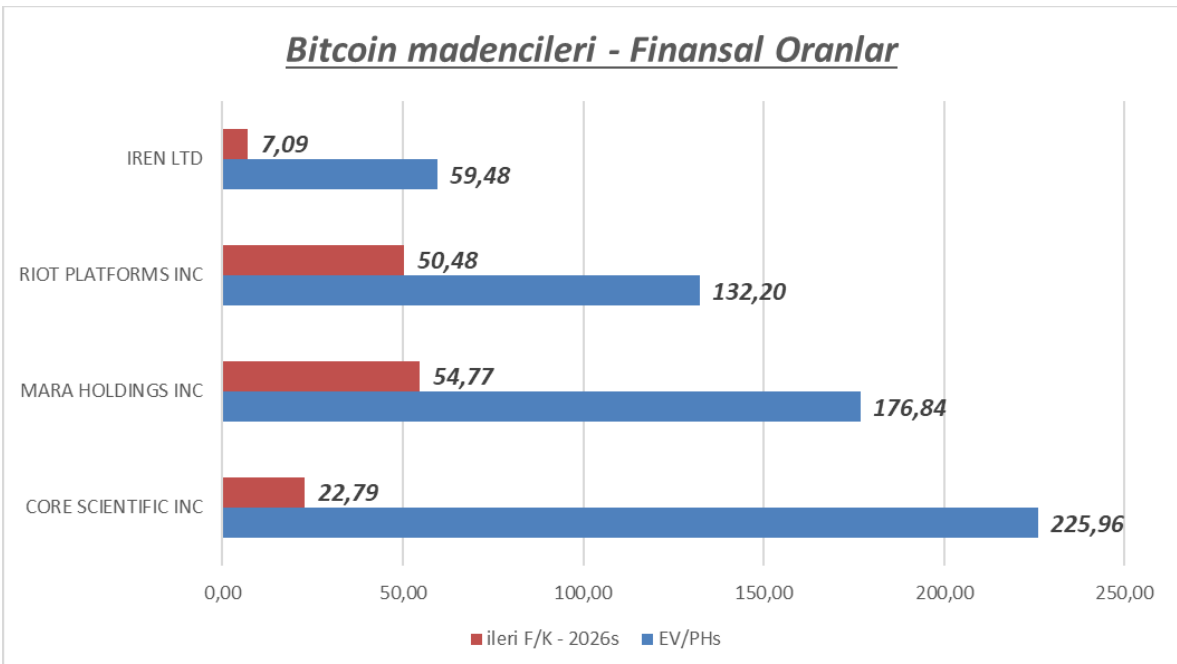
Riot'ın anlaşmasına baktığımızda, şirket 2020 senesinde şirket uzun vadeli PPA anlaşmaları yaparken, 195 MW için 2030'a, 150 MW için 2027'ye kadar sabit fiyatlı anlaşmaları var. Anlaşmaların müeyyidesine göre şirketin spot fiyatların yükseldiği dönemlerde, satın aldığı elektriği ERCOT'a yani Teksas'daki şebekeye satma hakkı da bulunuyor.



Geçtiğimiz aylarda Riot CEO'su Jason Les'in de yapay zeka anlaşmalarına ılımlı baktığı ve iyi bir anlaşma gelirse değerlendirebileceği yönündeki yorumları göz önüne alındığında, biz şirketin de önümüzdeki dönemde bir hiper ölçekleyici şirketle anlaşma yapmasının olası olduğunu ve bunun şirketin karlılığına çok önemli ölçüde katkıda bulunacağını düşünüyoruz. Burada **Jason Les özellikle CoreWeave anlaşmasına dikkat çekerken, bu anlaşmayı cazip bulduğuna ve büyük bir şirketler benzeri bir anlaşmaya sıcak bakacağına değindi.**

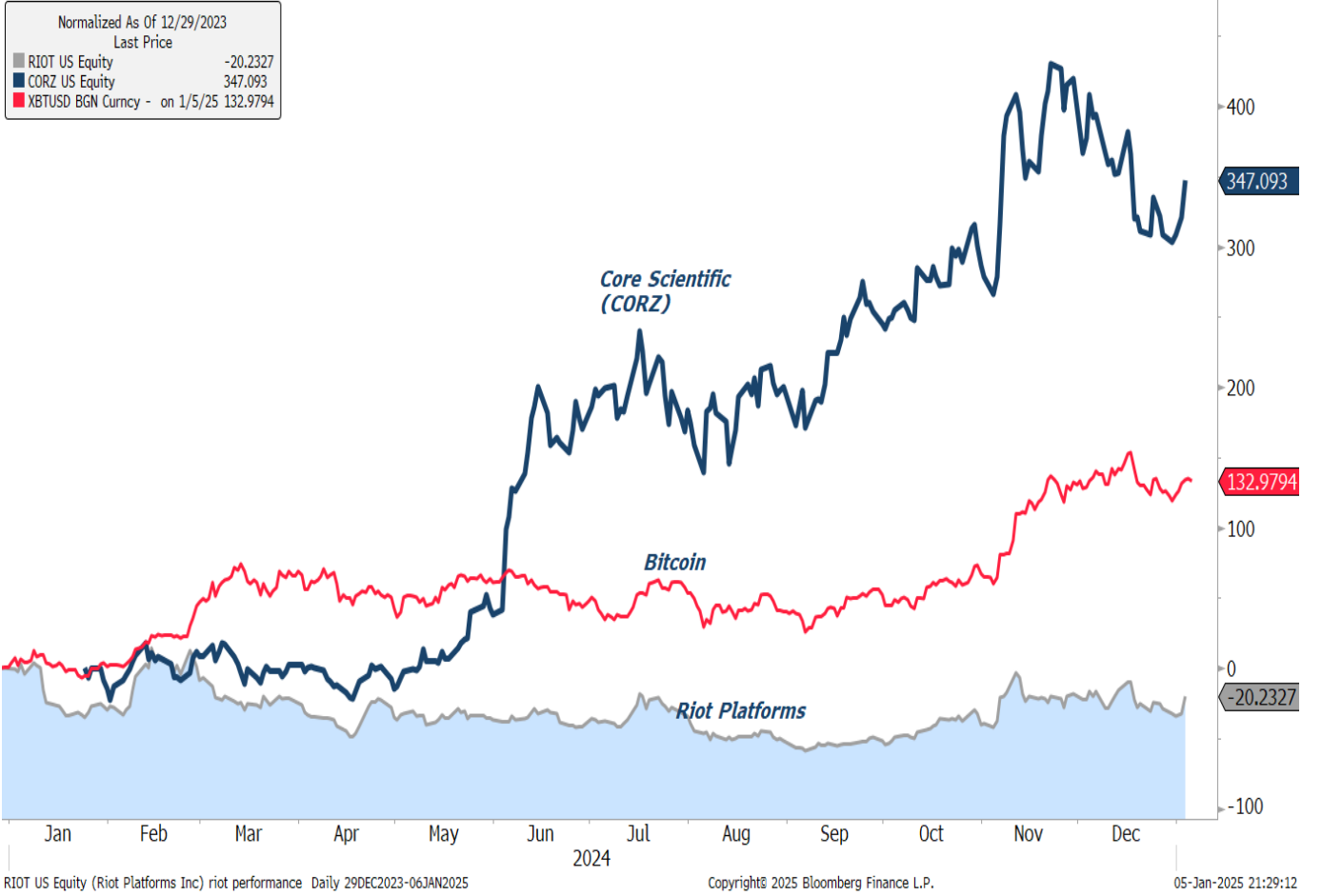
Değerlemeler pahalı ancak optimist senaryolar fiyatlanmamış durumda...

Değerlemelere baktığımızda Riot Platforms'u üç benzer Bitcoin madencisi ile kıyasladığımızda, işlem kapasitesine göre FD/PHs (petahash saniye) değerine göre Riot, benzerleri Mara ve Core Scientific'e göre iskontolu işlem görüyor. 2026 sonu kar tahminlerine göre de 50 F/K ile Riot bir miktar pahalı. Burada şirketin önümüzdeki dönemde kapasitesini arttıracak olması ve bu ek kapasiteyi veri merkezlerine kiralama potansiyeli gibi alternatifler, yatırımcıların şirkete daha yüksek bir çarpan atfetmesine neden oluyor.



Önümüzdeki dönem hissede yükselişi tetikleyebilecek dinamikler...

Riot Platforms hissesi bu seneye hızlı yükselişlerle başlamış olsa da, 2024 başından bu yana %20 geriledi ve benzerlerinin oldukça gerisinde kaldı. Bu süreçte S&P 500 endeksi %25, Bloomberg Bitcoin endeksi %133, Coinbase hissesi %55 yükseldi. Bu kötü performansın arkasında yukarıda bahsettiğimiz nedenlerle yönetime olan güven kaybının olduğunu düşünüyoruz.



Önümüzdeki aylarda aşağıdaki dinamikler hissede toparlanmanın devamına neden olabilir:

- » Kapasite artışı ile Bitcoin üretim hacminin artması ve yarılanmaya rağmen yüksek kalması
- » Bitcoin fiyatlarının \$100,000 etrafında seyretmesi ile operasyonel kaldıraç yardımıyla kar marjının açılması
- » Starboard'un katkısı ile yönetimin karlılığa odaklanması
- » Bitfarms'a yönelik hasmane devralma girişiminin anlaşma ile sonlanması
- » Bir veri merkezi operatörü ile yapılabilecek uzun vadeli cazip koşullarda bir anlaşma

Bitcoin üretiminden yüksek performanslı bilişime geçiş oldukça karlı...

Yukarıda bahsettiğimiz CoreWeave anlaşmasını baz aldığımızda, 700 MW brüt, 500 MW HPC kapasitesi için şirket \$725 milyon senelik gelir ve %75-%80 bandında kar marjı bekliyor. Riot'ın 600 MW'lık bir kapasite için böyle bir anlaşmaya gitmesi bize göre konservatif bir tahminle senelik \$300 milyon civarında bir dip toplam katkısı yaratabilir. Bu da şirketin net kara ve artı serbest nakit akımına geçmesini hızlandıracaktır.

Burada şirketin Corsicana ve Rockdale'deki tesislerini göz önüne aldığımızda, büyük kapasitenin yanı sıra, tesislerin şehir merkezlerine ve birbirlerine yakın olmaları veri merkezleri için de tercih sebebi. Dolayısıyla Riot, ABD'de Amazon, Google, Microsoft gibi devlere cazip gelebilecek kapasitedeki az sayıda tesisin sahibi.

Beklentilerimiz...

Şirketin tesislerinin bir kısmının veri merkezlerine kiraya verilmesinin karlılığı ciddi şekilde etkileyebileceği için, biz iki senaryoya da belli bir ağırlık vererek hisse için makul bir değer seviyesi bulmak istediğimizde:

Riot'ın sadece Bitcoin üretmeye devam etmesi senaryosuna %70 olasılık verirsek; şirketin 2026 sonu hash oran hedefi ile Bitcoin üretimini senelik 10,000 Bitcoin'e çıkarabileceğini, Bitcoin'in ortalama fiyatının önümüzdeki sene \$150,000 olabileceğini, dolaşımdaki hisse sayısındaki artışın daha sınırlı kalarak 400 milyona yükseleceğini ve ek bir şirket veya varlık alımı yapılmayacağını varsaydığımızda, 2026 senesinde Bitcoin madenciliği ve mühendislik bölümlerinden \$1,6 milyar ciro, %12 net kar marjı ile hisse başına \$0,48 kar üretebileceğini düşünüyoruz. Burada Riot'un kapasite artışlarını önemli şekilde tamamlaması ve yönetsel sıkıntıların giderilmesi ile hissenin 2026 sonu hisse başına kar beklentisine göre 40x ileri F/K çarpanı ile işlem görebileceğini düşünüyoruz.

Şirketin kapasitesinin bir kısmını kiraya vermesi senaryosuna %30 olasılık verdiğimizde; 600MW'lık bir kapasite için 2026 senesi ile beraber bir kiralama anlaşması yapılması durumunda, senelik Bitcoin üretimi beklentimizi 7,000'e indirerek diğer varsayımlarımızı aynı tuttuğumuzda, kar marjının Bitcoin üretimi için %11, kiralama tarafı için konservatif davranarak(donanım masraflarının bir kısmını şirketin karşıladığını farz ederek) %50 olduğunu düşündüğümüzde, 2026 sonunda şirketin hisse başına \$1 kar edebileceğini ve yavaşlayan büyüme profili dolayısıyla 35x ileri F/K çarpanı atfedilebileceğini düşünüyoruz.

Bu iki senaryo için beklentilerimize göre ağırlıklı ortalama bir fiyat hedefi hesapladığımızda, **2026 sonu için \$24** seviyesinin makul olabileceğini düşünüyoruz. Bu da hissenin mevcut \$12,3 seviyelerinde, orta vade için cazip bir değerde olduğuna işaret ediyor. **Dolayısıyla risk iştahı çok yüksek olan, kriptopara piyasalarında bir Bitcoin üreticisi üzerinden yatırım yapmak isteyen, Bitcoin'deki fiyat artışlarının önümüzdeki iki sene de devam edeceğini düşünen yatırımcılar için Riot Platforms cazip bir risk/getiri dengesine sahip olabilir.**

Riot Platforms Kasım ayı metrikleri

Metric	November 2024 ¹	October 2024 ¹	November 2023	Comparison (%)	
				Month/Month	Year/Year
Bitcoin Produced	495	505	552	-2 %	-10 %
Average Bitcoin Produced per Day	16.5	16.3	18.4	1 %	-10 %
Bitcoin Held ²	11,425	10,928	7,358	5 %	55 %
Bitcoin Sold	-	-	540	N/A	N/A
Bitcoin Sales – Net Proceeds	-	-	\$19.6 million	N/A	N/A
Average Net Price per Bitcoin Sold	N/A	N/A	\$36,278	N/A	N/A
Deployed Hash Rate – Rockdale ²	15.0 EH/s	15.0 EH/s	12.4 EH/s	0 %	21 %
Deployed Hash Rate – Corsicana ²	13.9 EH/s	13.0 EH/s	-	6 %	N/A
Deployed Hash Rate – Kentucky ²	1.8 EH/s	1.4 EH/s	N/A	28 %	N/A
Deployed Hash Rate – Total ²	30.8 EH/s	29.4 EH/s	12.4 EH/s	5 %	148 %
Avg. Operating Hash Rate – Rockdale ³	11.3 EH/s	10.5 EH/s	8.3 EH/s	7 %	36 %
Avg. Operating Hash Rate – Corsicana ³	12.9 EH/s	11.0 EH/s	-	18 %	N/A
Avg. Operating Hash Rate – Kentucky ³	1.6 EH/s	1.2 EH/s	N/A	30 %	N/A
Avg. Operating Hash Rate – Total ³	25.8 EH/s	22.7 EH/s	8.3 EH/s	13 %	211 %
Power Credits ⁴	\$1.0 million	\$0.3 million	\$0.2 million	N/A	N/A
Demand Response Credits ⁵	\$0.4 million	\$0.7 million	\$1.6 million	N/A	N/A
Total Power Credits	\$1.4 million	\$1.0 million	\$1.8 million	N/A	N/A
All-in Power Cost – Rockdale ⁶	3.8c/kWh	4.0c/kWh	3.8c/kWh	N/A	N/A
All-in Power Cost – Corsicana ⁶	3.8c/kWh	3.6c/kWh	N/A	N/A	N/A
All-in Power Cost – Kentucky ⁶	3.9c/kWh	4.1c/kWh	N/A	N/A	N/A
All-in Power Cost – Total ⁶	3.8c/kWh	3.9c/kWh	3.8c/kWh	N/A	N/A
Fleet Efficiency	22.3 J/TH	23.1 J/TH	27.6 J/TH	-3 %	-19 %



ÇEKİNCE:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.