

HOROZ LOJİSTİK KARGO HİZMETLERİ VE TİCARET A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında

Şirket, uluslararası karayolu taşımacılığı, yurt içi karayolu taşımacılığı, depoculuk, ülke genelinde parsiyel ürün dağıtımı ve e-Ticaret depoculuğu alanlarında hizmet sunmakta olup, üçüncü parti lojistik hizmetler sağlayan bir operatördür.

1998 yılında Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş. unvanıyla kurulan Şirket, 2002 yılında faaliyetlerini tek çatı altında sürdürebilmek için Horoz Denizcilik ve Ticaret A.Ş., Horoz Nakliyat Ticaret ve Sanayi A.Ş., Taner Taşımacılık Ticaret ve Sanayi A.Ş. ve Horoz Uluslararası Taşımacılık A.Ş. şirketlerini devralmak suretiyle birleşmiştir. 2008 yılında ise Horoz Depo Hizmetleri ve Taşımacılık A.Ş. ve Emin Lojistik Hizmetleri A.Ş. ile devralmak suretiyle birleşmiştir.

Şirket bünyesinde genel olarak yurt içi karayolu taşımacılığı, depolama, dağıtım ve uluslararası karayolu taşımacılığı faaliyetleri sürdürülmektedir. 2000 yılında taşımacılık sektörünün global oyuncularından SCAC Mediterranee ve SCAC (halihazırda Bollore Logistics) ile birlikte Horoz Bollore Logistics Taşımacılık A.Ş. kurulmuş ve Şirket, bu ortak girişimle birlikte mevcut hizmetlerine ek olarak müşterilerine denizyolu-havayolu nakliye organizatörlüğü, konteyner dahili taşımacılık ve proje kargo taşımacılığı alanlarında hizmet vermeye başlamıştır.

Şirket'in satışları genelde uzun dönemli sözleşmeler kapsamında gerçekleştirilmektedir. Taşımacılık sözleşmelerinde süreler 1-3 yıl gibi daha kısarken, faklı ve karmaşık operasyonel planlamaları ve kurguları içeren dağıtım ve depolama hizmetlerinde sözleşme süreleri 3-5 yıl gibi daha uzundur.

Horoz Lojistik Türkiye geneline yayılmış toplam 98 lokasyonda operasyonel faaliyetlerini sürdürmektedir. Bunların 73 tanesi Şirket'in depolama ve dağıtım operasyonlarını yürüttüğü tesislerdir. Şirket'in yönettiği operasyonel kapalı alan boyutu Mart 2024 itibarıyla 563.967 m²'dir. Bunun; 396.143 m²'si yurt içi dağıtım, 123.321 m²'si depoculuk hizmetleri, 22.250 m²'si mobilyacılık hizmetleri ve geriye kalan 9.029 m²'si e-Ticaret faaliyetleri tarafından işletilmektedir.

Şirket'in merkez ofislerin bulunduğu İstanbul haricinde Bursa, Kocaeli, İzmir, Ankara ve Mersin'de de bölge ofisleri bulunmaktadır. Buna ek olarak Şirket, yurt genelinde sanayi faaliyetlerinin ve mal-ürün sirkülasyonun yoğun olduğu bölgelerde konumlanmış sevkiyat şubeleri ile de yurt içi nakliye operasyonlarını yürütmektedir. İstanbul, Tekirdağ, Kocaeli, Bursa, Manisa, İzmir, Ankara, Aksaray, Kayseri, Osmaniye, Adana ve Hatay Şirket'in kara nakliye operasyonları gerçekleştirdiği başlıca illerdir. Ek olarak Almanya ve Birleşik Krallık'ta iki adet e-ihracat deposu bulunmaktadır.

Horoz Lojistik'in net satışları ilgili dönemler itibarıyla aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Faaliyetler (TL)	2021	2022	2023
Yurt İçi Komple Taşımacılık	582.157.558	674.649.741	670.770.482
Yurt İçi Dağıtım Hizmetleri	1.734.001.878	2.154.588.314	3.130.591.917
Depoculuk Faaliyetleri	468.877.534	432.175.954	671.762.982
Mobilyacılık Hizmetleri	144.562.100	170.498.098	207.689.920
e-ihracat Faaliyetleri	2.934.210	29.282.691	40.955.532
e-Ticaret Depoculuk Faaliyetleri	76.045.716	94.981.310	213.529.881
Uluslararası Karayolu Taşımacılığı	424.701.639	532.945.302	515.959.279
TOPLAM	3.433.280.635	4.089.121.410	5.451.259.993

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Pay halka arzı kapsamında Şirket'in mevcut sermayesinin 72.488.084 TL'den 90.488.084 TL'ye artırılması suretiyle ihraç edilecek 18.000.000 TL nominal değerli paylar ile Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.'nin mevcut ortağı Taner HOROZ'a ait 2.500.000 TL nominal değerli paylar olmak üzere toplam 20.500.000 TL nominal değerli (B) grubu payların satışı gerçekleştirilecektir. Bu payların satılması halinde halka açıklık oranı %22,65 seviyesinde olacaktır.

Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde halka arz edilen toplam payların %20'sine tekabül eden Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.'nin mevcut ortağı Taner HOROZ'a ait 4.100.000 TL nominal değerli (B) grubu paylar halka arza konu edilebilecektir. Ek pay satışının tamamının gerçekleşmesi halinde halka açıklık oranı %27,19 seviyesinde olacaktır.

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		TL	%	TL	%	TL	%
Taner HOROZ	A	16.488.084	22,75%	16.488.084	18,22%	16.488.084	18,22%
	B	56.000.000	77,25%	53.500.000	59,12%	49.400.000	54,59%
Halka Açık Kısım	B	-	-	20.500.000	22,65%	24.600.000	27,19%
Toplam		72.488.084	100,0%	90.488.084	100,00%	90.488.084	100,0%

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Pay halka arzı "Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı" şeklinde ve "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" yöntemiyle gerçekleştirilecektir. Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 (otuz) gün boyunca fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin yapılması planlanmaktadır.

Söz konusu pay halka arzında pay başına halka arz fiyatı 55,00 TL olarak belirlenmiş olup, toplam halka arz büyüklüğü (ek satış dahil) 1,35 milyar TL seviyesinde olacaktır.

Pay Halka Arzı Hakkında Bilgiler	
Halka Arz Edilen Şirket	Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.
BİST İşlem Kodu	HOROZ
Halka Arz Fiyatı	55,00 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı (Ek Satış Planlanmaktadır)
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış (Mükerrer Talep Kontrolü)
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Konsorsiyum Lideri	QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	72.488.084
Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	90.488.084
Halka Arz Edilen Paylar	Sermaye Artırımı: 18.000.000 TL Nominal Ortak Satışı: 2.500.000 TL Nominal Ek Satış: 4.100.000 TL Nominal
Halka Açıklık Oranı	22,65%
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dâhil)	27,19%
Halka Arz Büyüklüğü (TL)	1.127.500.000
Halka Arz Büyüklüğü - Ek Satış Dâhil (TL)	1.353.000.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (TL)	4.976.844.620
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %75 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %25

Dağıtım	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: Eşit Dağıtım Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: Yurt içi kurumsal yatırımcılara verilecek pay miktarına Şirket ve halka arz eden pay sahibi tarafından karar verecektir.
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 (otuz) gün boyunca QNB Finans Yatırım tarafından fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Fiyat istikrarı işlemlerinin kesin olarak yerine getirilebileceğine dair taahhüt bulunmamaktadır. İşlemlere hiç başlanmayabileceği gibi, süre dolmadan da sona erdirilebilir. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde ortak satışına konu tüm payların satılması durumunda brüt halka arz gelirinin %20'siyle sınırlı olmak kaydıyla ve 4.920.000 TL nominal değerli payların karşılığı kaynak olarak kullanılması planlanmaktadır.
Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri	Şirketin, sermaye artışı yoluyla ihraç edeceği yeni payların satışından 990.000.000 TL tutarında brüt (929.396.075 TL net) fon sağlamış olabileceği tahmin edilmektedir. Sermaye artırımından elde edilecek halka arz gelirinin; elektrikli araç alımı ve gerekli altyapı yatırımlarında (%10-%15), güneş enerjisi santrallerinin kurulumunda (%10-%15), e-Ticarete yönelik faaliyetlerin geliştirilmesinde (%20-%25), depoculuk ve lojistik hizmetlerinin geliştirilmesinde (%5-%10) ve Şirket'in işletme sermayesi olarak (%10-%45) kullanılması planlanmaktadır.
Talep Toplama Tarihleri	29 - 30 - 31 Mayıs 2024 (Çarşamba - Perşembe - Cuma)

Değerlendirme

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin KAP'ta Yayınlamış Olduğu Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş. Pay Halka Arzı Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Pay Başına Halka Arz Fiyatına İlişkin Değerlendirme

Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş. pay halka arzı kapsamında QNB Finans Yatırım tarafından pay başına halka arz fiyatının tespiti için hazırlanan fiyat tespit raporunda Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri dikkate alınmıştır. Bunlar; i) Pazar Yaklaşımı, ii) Gelir Yaklaşımı ve iii) Maliyet Yaklaşımı'dır. Değer tespitinde bulunurken; Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak "Piyasa Çarpanları Analizi", Gelir Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak "İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi" kullanılmıştır.

UDS 60.1 kapsamında değerlendirildiğinde; Şirket'in bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olması nedeniyle değerlendirme çalışmalarında Maliyet Yaklaşımı değerlendirme yöntemi kullanılmamıştır.

Horoz Lojistik pay başına halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında; Yurt Dışı Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %35 oranında, Yurt İçi Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %35 oranında ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %30 oranında ağırlık verilerek hesaplama yapılmıştır.

Değerlemeye ilişkin önemli hususlar:

Çarpan analizlerinde kullanılan FAVÖK değeri için 31/12/2023 tarihli finansal tablolar kullanılmıştır. Horoz Lojistik'in finansal tablolarında yer alan 31/12/2023 dönemindeki yıllık FAVÖK'ü 836.888.079 TL tutarındadır. Bu tutar, TMS gereğince Sermaye Piyasası Kurulu'nun Enflasyon Muhasebesi Uygulamasına İlişkin Duyuru kapsamında 31/12/2023 yılsonu mali tabloları itibarıyla uygulamaya giren enflasyon muhasebesine tabidir.

31.12.2023'te sona eren mali dönem	TL
FAVÖK	836.888.079

Çarpan analizlerinde kullanılan net finansal borç, halka açık benzer şirketlerle uyumlu olması ve benzer şirketlerin FAVÖK tutarlarının TFRS kapsamında hazırlanan bağımsız denetim raporları üzerinden hesaplanması nedeniyle, kısa ve uzun vadeli kiralama yükümlülükleri dahil olacak şekilde hesaplanmıştır. İNA Analizinde, faaliyet kiralamalarından kaynaklanan kiralama yükümlülüklerine ilişkin ödemeler nakit akışı hesaplamasında dikkate alındığı için, tutarlılık sağlaması amacıyla kısa ve uzun vadeli faaliyet kiralaması işlemlerinden kaynaklanan kiralama yükümlülükleri net borç hesabına dahil edilmemiş ve TFRS 16 etkisi hariç net finansal borç kullanılmıştır.

Değerlemeye baz oluşturan finansal borç bilgileri aşağıdaki tabloda paylaşılmıştır.

31.12.2023	Bin TL
TFRS 16 Etkisi Dahil Toplam Finansal Borç	1.560.562
Nakit ve Nakit Benzerleri	-56.643
Net Finansal Borç (TFRS 16 Etkisi Dahil)	1.503.919
TFRS 16 Etkisi Hariç Toplam Finansal Borç	469.479
Nakit ve Nakit Benzerleri	-56.643
Net Finansal Borç (TFRS 16 Etkisi Hariç)	412.837

Piyasa Çarpanları Analizi

UDS 20.1 kapsamında; Pazar Yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Bu yaklaşım piyasada en fazla kullanılan değerlendirme yaklaşımı olarak bilinmektedir. Karşılaştırmanın yapılabileceği benzer şirketlerin bulunması, gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıklıkla tercih edilmesi ve değerlendirilen Şirket paylarının halka arz sonrasında Borsa İstanbul'da işlem göreceği olması sebebiyle Pazar Yaklaşımı amacına uygun değerlendirme yaklaşımı olarak düşünülmüştür. Bu yaklaşım kapsamında; Horoz Lojistik ile lojistik sektöründe faaliyet gösteren halka açık uluslararası şirketler ve payları Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören ve Borsa İstanbul Ulaştırma Endeksi'nde yer alan şirketler kıyaslanmıştır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında, Borsa'daki kılavuz emsaller uygulaması çerçevesinde Borsa İstanbul'da ve yabancı borsalarda işlem gören emsal nitelikteki bilgilerden yararlanılmıştır. Borsa'daki kılavuz emsaller uygulaması çerçevesinde Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Fakat, Şirket'in operasyonları ve bulunduğu sektör nedeniyle Firma Değeri / Net Satışlar ve Piyasa Değeri / Defter Değeri çarpanları değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

Horoz Lojistik'in piyasa değeri, FD / FAVÖK çarpanı kullanılarak Yurt dışı benzer şirket çarpanları, Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören şirket çarpanları (banka, sigorta, finansal hizmetler ve gayrimenkul yatırım şirketleri hariç tutularak) ve Borsa İstanbul Ulaştırma Endeksi'nde yer alan şirket çarpanları ayrı ayrı hesaplanmıştır. Yurt içi benzer şirket çarpan değeri; Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören şirket çarpanlarına %50 oranında ve Borsa İstanbul Ulaştırma Endeksi'nde yer alan şirket çarpanlarına

%50 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Yurt dışı benzer şirket çarpan değeri ise nihai piyasa değeri hesaplamasına dahil edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi kapsamında Horoz Lojistik'in 31/12/2023 itibarıyla son bir yıllık FAVÖK'ü 836.888.079 TL tutarındadır. Bu tutar, TMS gereğince Sermaye Piyasası Kurulu'nun Enflasyon Muhasebesi Uygulamasına İlişkin Duyuru kapsamında 31/12/2023 yılsonu mali tabloları itibarıyla uygulamaya giren enflasyon muhasebesine tabidir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Piyasa Çarpanları Analizi kapsamında karşılaştırılabilir yurt dışı benzer şirketler belirlenirken; Şirket gelirlerinin büyük çoğunluğunun lojistik sektörü faaliyetlerinden elde ediliyor olmasına özen gösterilmiştir. Bu koşulları sağlamayan şirketler yurt dışı benzer şirket karşılaştırmasında dikkate alınmamıştır.

FD / FAVÖK çarpanları, yurt dışı benzer şirketlerin firma değerlerinin 31/12/2023 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Değerleme çalışmasında Horoz Lojistik'in 31/12/2023 itibarıyla son bir yıllık FAVÖK'ü olan 836.888.079 TL kullanılmıştır. Yurt dışı benzer şirket çarpanları için CapitalIQ platformu kullanılarak 26/04/2024 tarihli verilerden yararlanılmıştır.

Yurt dışı benzer şirketlere ilişkin bilgilere aşağıdaki tabloda yer verilmiştir. Uç değer niteliği taşıyan şirket çarpanları dikkate alınmamıştır.

Şirket	Firma Değeri (mn)	FAVÖK (mn)	Para Birimi	FD/FAVÖK
Deutsche Post AG	63.902	10.278	Avro	6,22x
Kuehne + Nagel International AG	28.479	2.632	İsviçre Frangı	10,82x
DSV A/S	248.935	22.837	Danimarka Kronu	10,90x
GXO Logistics, Inc.	9.648	1.858	Amerikan Doları	5,19x
Guangzhou Jiacheng International Logistics Co.,Ltd	4.575	259	Çin Yuanı	17,68x
Expeditors International of Washington, Inc.	15.090	1.240	Amerikan Doları	12,17x
C.H. Robinson Worldwide, Inc.	10.022	698	Amerikan Doları	14,35x
NTG Nordic Transport Group A/S	6.857	851	Danimarka Kronu	8,06x
Sinotrans Limited	43.119	5.208	Hong Kong Doları	8,28x
CJ Logistics Corporation	5.229.665	1.051.368	Güney Kore Wonu	4,97x
Old Dominion Freight Line, Inc.	39.466	1.990	Amerikan Doları	19,84x
J.B Hunt Transport Services, Inc.	18.611	7.711	Amerikan Doları	2,41x
Knight-Swift Transportation Holdings Inc.	10.581	1.148	Amerikan Doları	9,21x
Werner Enterprises, Inc.	2.827	453	Amerikan Doları	6,24x
Marten Transport, Ltd.	1.326	207	Amerikan Doları	6,41x
Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft	2.389	284	Avro	8,42x
Heartland Express, Inc.	1.108	313	Amerikan Doları	3,54x
P.A.M. Transportation Services, Inc.	489	97	Amerikan Doları	5,04x
Medyan				8,42x

*Yerel para birimleri ile hesaplanmıştır.

Yurt dışı benzer şirketlerin FD / FAVÖK medyan çarpanı 8,42x olarak belirlenmiş ve bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri 5.543.102.585 TL olarak hesaplanmıştır.

TL	Değer
FAVÖK	836.888.079
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	8,42x
Hesaplanan Firma Değeri	7.047.021.642
Net Finansal Borç (-)	1.503.919.057
Hesaplanan Firma Değeri	5.543.102.585

Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurt içi benzer şirketler belirlenirken; Horoz Lojistik’le benzer alanda faaliyet gösteren yeterli sayıda şirket olmaması nedeniyle Borsa İstanbul Yıldız Pazar’da işlem gören şirketler (banka, sigorta, finansal hizmetler ve gayrimenkul yatırım şirketleri hariç tutularak) ve Borsa İstanbul Ulaştırma Endeksi’nde yer alan şirketler belirlenmiştir. FD/FAVÖK hesaplanırken, 20,0x üzeri ve 5,0x altındaki değerler uç değer olarak kabul edilerek medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Yurt içi benzer şirket çarpan değeri; Borsa İstanbul Yıldız Pazar’da işlem gören şirket çarpanlarına %50 oranında ve Borsa İstanbul Ulaştırma Endeksi’nde yer alan şirket çarpanlarına %50 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanmıştır.

Yurt içi benzer şirket çarpanları için Rasyonet platformu kullanılarak 26/04/2024 tarihli verilerden yararlanılmıştır.

FD / FAVÖK çarpanları, yurt içi benzer şirketlerin firma değerlerinin 31/12/2023 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibariyle elde ettikleri FAVÖK tutarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Horoz Lojistik’in 31/12/2023 itibariyle son bir yıllık FAVÖK’ü 836.888.079 TL tutarındadır. Bu tutar, TMS gereğince Sermaye Piyasası Kurulu’nun Enflasyon Muhasebesi Uygulamasına İlişkin Duyuru kapsamında 31/12/2023 yılsonu mali tabloları itibariyle uygulamaya giren enflasyon muhasebesine tabidir.

BİST Yıldız Pazar Seçili benzer Şirketler ile FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Değer

TL	Değer
FAVÖK	836.888.079
BİST Yıldız Pazar Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	9,59x
Hesaplanan Firma Değeri	8.023.927.315
Net Finansal Borç (-)	1.503.919.057
Hesaplanan Firma Değeri	6.520.008.258

Borsa İstanbul Yıldız Pazar’da işlem gören benzer şirketlerin FD / FAVÖK çarpanı 9,59x olarak belirlenmiş ve bu çarpana göre Şirket’in piyasa değeri 6.520.008.258 TL olarak hesaplanmıştır.

BİST Ulaştırma Endeksi Seçili benzer Şirketler ile FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Değer

TL	Değer
FAVÖK	836.888.079
BİST Ulaştırma Endeksi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	8,96x
Hesaplanan Firma Değeri	7.496.232.382
Net Finansal Borç (-)	1.503.919.057
Hesaplanan Firma Değeri	5.992.313.325

Borsa İstanbul Ulaştırma Endeksi’nde yer alan benzer şirketlerin FD / FAVÖK çarpanı 8,96x olarak belirlenmiş ve bu çarpana göre Şirket’in piyasa değeri 5.992.313.325 TL olarak hesaplanmıştır.

Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören şirket çarpanları değerlemesine %50 oranında ve Borsa İstanbul Ulaştırma Endeksi'nde yer alan şirket çarpanları değerlemesine %50 oranında eşit ağırlık verilerek nihai yurt içi benzer şirketler çarpan değeri 6.256.160.791 TL olarak hesaplanmıştır.

Yurtiçi Benzer Şirketler - TL	Ağırlık	Piyasa Değeri
BİST Yıldız Pazar FD/FAVÖK - Çarpan Değerlemesi Sonucu	50,0%	6.520.008.258
BİST Ulaştırma Endeksi FD/FAVÖK - Çarpan Değerlemesi Sonucu	50,0%	5.992.313.325
Yurtiçi Benzer Şirketler - Çarpan Değeri		6.256.160.791

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Gelir Yaklaşımı yönteminde; varlığın değeri varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Bu kapsamda kullanılan çoğu değerlendirme tahmini nakit akışlarını değerlemenin yapıldığı tarihe indirgeyerek varlığın bugünkü değerini hesaplayan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine dayanmaktadır.

Şirket tarafından sağlanan beş yıllık finansal tahminler analiz edilerek İNA değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, Firma değeri projeksiyon dönemi boyunca nakit akımları ve uç değer ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle (AOSM) indirgenerek hesaplanmıştır. Bulunan Firma değerinden net finansal borç düşülerek de Şirket'in piyasa değeri hesaplanmıştır.

AOSM belirlenirken şu hususlar dikkate alınmıştır:

2024 - 2028 projeksiyon dönemini kapsayan İNA Analizinde kullanılan risksiz getiri oranı için Türkiye Cumhuriyeti Devleti tarafından vadeli 11/02/2026 tarihinde sonlanan Türk Lirası getirisi olan Devlet Tahvili'ne ilişkin oranların 26/04/2024 tarihi itibarıyla geriye dönük olarak bir aylık ortalaması dikkate alınmıştır. Küresel çapta etkili olan enflasyonist ortam sebebiyle 2024 yılı risksiz faiz getiri oranlarının uzun vadede değişkenlik göstereceği düşünülmektedir. Bu şartlar göz önünde bulundurularak küresel ekonominin normalleşmesiyle birlikte faizlerin düşüş eğilimine gireceği varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının düşeceği varsayılmıştır.

Piyasa risk primi genel yaklaşım korunarak %6,0 olarak kabul edilmiştir.

Şirket'in getirisinin Borsa İstanbul getirisine paralel olacağı varsayımıyla kaldıraçlı Beta 1 olarak kabul edilmiştir.

Kurumlar vergisi oranı 2024 yılı için uygulanan oran %25 olarak projeksiyon döneminde sabit kabul edilmiştir.

Şirket'in borçlanma maliyeti olarak elde edilen risksiz getiri oranının üzerine risk primi eklenerek 2024 yılı için %54,2, 2025 yılı için %50,0, 2026 yılı için %43,0, 2027 yılı için %36,0, ve 2028 yılı için %33,2 olarak varsayılmıştır. Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti=Borçlanma Maliyeti*(1-Vergi Oranı)

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Öz Sermaye / (Borç+Öz Sermaye)	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%
Borç / (Borç+Öz Sermaye)	65,1%	65,1%	65,1%	65,1%	65,1%
Vergi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Risksiz Faiz Oranı	38,7%	35,7%	30,7%	25,7%	23,7%
Piyasa Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Özsermaye Maliyeti	44,7%	41,7%	36,7%	31,7%	29,7%
Borçlanma Maliyeti	40,6%	37,5%	32,2%	27,0%	24,9%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	42,1%	39,0%	33,8%	28,6%	26,6%

Şirket tarafından sağlanan varsayımlara göre oluşturulan İNA Analizi ve sonuçları aşağıda belirtilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Mn TL)	2023	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T
Satışlar	5.451	8.578	12.027	15.364	18.722	21.347
Değişim (%)		57,4%	40,2%	27,7%	21,9%	14,0%
Brüt Kar	484	845	1.178	1.661	2.211	2.534
Brüt Kar Marjı (%)	8,9%	9,9%	9,8%	10,8%	11,8%	11,9%
FVÖK	53	222	376	666	1.008	1.182
FVÖK Kar Marjı (%)	1,0%	2,6%	3,1%	4,3%	5,4%	5,5%
Amortisman	784	1.195	1.841	2.362	2.807	3.125
FAVÖK	837	1.417	2.217	3.028	3.815	4.307
Değişim (%)		69,3%	56,5%	36,6%	26,0%	12,9%
FAVÖK Marjı (%)	15,4%	16,5%	18,4%	19,7%	20,4%	20,2%
Vergi		-56	-94	-166	-252	-295
Yatırım Harcamaları		-496	-612	-721	-528	-20
Kira Giderleri		-572	-853	-1.086	-1.278	-1.427
Teşvik Geliri		80	225	145	139	130
İşletme Sermayesi Değişimi		-184	-226	-229	-228	-151
Serbest Nakit Akımları		189	658	970	1.668	2.544
AOSM		42,05%	38,96%	33,79%	28,63%	26,57%
İskonto Faktörü		0,84	0,61	0,48	0,41	0,35
İndirgenmiş Nakit Akımları		158	402	468	691	881
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	2.600					
Uç Büyüme Oranı	5,0%					
Uç Değer	4.070					
Firma Değeri	6.670					
Net Borç (-)	413					
Piyasa Değeri	6.257					

İNA Analizine göre piyasa değeri 6.257.494.061 TL olarak hesaplanmıştır.

Çalışmanın uç büyüme oranı ve AOSM için (-%0,5 - +%0,5) duyarlılık analizine aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

	AOSM Duyarlılık			
Bin TL		0,50%	0,00%	-0,50%
	-0,50%	5.958.955	6.146.337	6.343.090
Devam eden Değer Duyarlılık	0,00%	6.063.731	6.257.494	6.461.148
	0,50%	6.173.364	6.373.927	6.584.945

Değerleme Sonucu

Horoz Lojistik pay halka arzı fiyat tespitinde; Yurt Dışı Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %35 oranında, Yurt İçi Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %35 oranında ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %30 oranında ağırlık verilerek ağırlıklandırılmış piyasa değeri 6.006.990.400 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti (TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Ağırlıklandırılmış Yurtdışı Çarpan Değeri	5.543.102.585	35%	1.940.085.905
Ağırlıklandırılmış Yurtiçi Çarpan Değeri	6.256.160.791	35%	2.189.656.277
İNA	6.257.494.061	30%	1.877.248.218
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri			6.006.990.400

Horoz Lojistik'in 6.006.990.400 TL olarak hesaplanan ağırlıklandırılmış piyasa değerinden hareketle pay başına değeri 82,87 TL olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan pay başına değer üzerinden %33,63 oranında halka arz iskontosu uygulanarak Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş. için **pay başına halka arz fiyatı 55,00 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri - TL	6.006.990.400
Ödenmiş Sermaye	72.488.084
İskonto Öncesi Pay Başına Fiyat - TL	82,87
Halka Arz iskontosu	33,63%
Halka Arz Fiyatı	55,00

Fiyat Tespit Raporu'nda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında ve faaliyetlerine ilişkin detaylı bilgi verildiği, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin açıklamalarda bulunduğu görülmüştür. Değerleme çalışmasına esas teşkil eden değerlendirme yöntemlerinin tercih durumları, nedenleriyle birlikte yeterli bir şekilde açıklandığı görülmektedir.
- Çarpan analizinde; sadece FD/FAVÖK çarpanının kullanımını, belirlenen kriterler neticesinde uç değer niteliği taşıyan şirket çarpanlarının değerlemeye dahil edilmemiş olmasını ve çarpan analizinde medyan kullanılmış olmasını olumlu buluyoruz.
- İNA analizinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında risksiz faiz oranı olarak Türkiye Cumhuriyeti Devleti tarafından vadeli 11/02/2026 tarihinde sonlanan Türk Lirası getirisi olan Devlet Tahvili'ne ilişkin oranların 26/04/2024 tarihi itibarıyla geriye dönük olarak bir aylık ortalaması dikkate alınmış ve ekonominin normalleşmesiyle birlikte faizlerin düşüş eğilimine gireceği varsayımı ile projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının kademli düşeceği varsayılmıştır. Bu öngörülerle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi boyunca değişken olarak hesaplanmasını uygun buluyoruz. Ancak, İNA projeksiyonunda yer verilen tahminlerin farklılaşması durumunda farklı pay değerlerine ulaşılmasının söz konusu olabileceğini belirtmek isteriz.
- Nihai olarak Şirket'in piyasa değeri belirlenirken; Yurt Dışı Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %35 oranında, Yurt İçi Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %35 oranında ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %30 oranında ağırlık verilmesini dengeli bir değerlemeye imkan sağladığını düşünerek yeterli görüyoruz.
- Sonuç:** Değerleme çalışmasında; ağırlıklandırılarak hesaplanan 6.006.990.400 TL tutarındaki halka arz öncesi piyasa değerini makul buluyoruz. Pay başına halka arz değeri üzerinden %33,63 oranında halka arz iskontosu uygulanarak Horoz Lojistik için 55,00 TL olarak belirlenen pay başına halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Özet Finansallar

BİLANÇO (TL)	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
Dönen Varlıklar	751.110.387	1.025.044.768	1.317.154.821
Nakit ve Nakit Benzerleri	32.875.565	44.462.208	56.642.764
Ticari Alacaklar	511.869.658	718.059.177	1.052.437.539
Diğer Alacaklar	44.369.528	106.426.124	20.116.948
Peşin Ödenmiş Giderler	87.329.569	102.195.593	140.938.324
Diğer Dönen Varlıklar	74.666.067	53.901.666	47.019.246
Duran Varlıklar	1.736.576.598	1.797.054.536	2.234.727.930
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	71.111.201	69.508.432	46.178.924
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	119.230.933	112.704.677	118.964.216
Maddi Duran Varlıklar	679.062.144	710.063.645	825.390.648
Kullanım Hakkı Varlıkları	791.545.679	836.422.560	1.219.284.196
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	14.828.306	12.237.354	15.944.772
Ertelenmiş Vergi Varlığı	60.798.335	56.117.868	8.965.174
TOPLAM VARLIKLAR	2.487.686.985	2.822.099.304	3.551.882.751
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.523.125.951	1.629.661.669	1.708.254.662
Kısa Vadeli Borçlanmalar	618.026.622	604.198.897	633.588.189
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	42.534.889	39.894.073	15.355.031
Ticari Borçlar	613.621.579	709.789.020	837.554.428
Çalış. Sağlanan Faydalar Kaps. Borçlar	62.479.607	87.281.716	93.593.162
Diğer Borçlar	141.993.311	125.277.376	47.529.457
Ertelenmiş Gelirler	17.980.268	29.941.483	41.116.758
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	5.214.422	8.525.417	6.109.298
Kısa Vadeli Karşılıklar	21.275.253	24.753.687	33.408.339
Uzun Vadeli Yükümlülükler	548.166.002	542.339.378	1.005.626.678
Uzun Vadeli Borçlanmalar	427.229.081	436.719.047	911.618.601
Ticari Borçlar	0	3.309.409	1.555.766
Diğer Borçlar	92.044.335	15.027.354	32.839.927
Ertelenmiş Gelirler	0	25.512.979	559.484
Uzun Vadeli Karşılıklar	28.892.586	61.770.589	59.052.900
Özkaynaklar	416.395.032	650.098.257	838.001.410
Ana Ortağa Ait Özkaynaklar	390.866.256	625.854.508	837.998.526
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.000	72.488.084
Sermaye Düzeltme Farkları	1.109.016.974	1.109.016.974	765.552.190
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	-474.089.622	-474.089.622	0
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	124.572.292	54.355.516	105.978.830
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	0	0	31.806
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	305.997.974	305.997.974	8.650.881
Geçmiş Yıl Karları /Zararları	-1.053.801.040	-774.631.362	-251.106.875
Net Kar/Zarar	279.169.678	305.205.028	136.403.610
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	25.528.776	24.243.749	2.884
TOPLAM KAYNAKLAR	2.487.686.985	2.822.099.304	3.551.882.750

GELİR TABLOSU (TL)	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
Hasılat	3.433.280.635	4.089.121.410	5.451.259.992
Satışların Maliyeti	-3.282.395.786	-3.804.504.973	-4.967.154.900
Brüt Kar	150.884.849	284.616.437	484.105.092
Genel Yönetim Giderleri	-231.234.873	-260.922.967	-431.273.968
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	46.596.821	46.365.929	82.866.077
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-100.675.760	-63.524.421	-189.696.929
Esas Faaliyet Karı	-134.428.963	6.534.978	-53.999.728
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	51.006.102	0	6.885.889
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	-20.868.547	-206.662
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararındaki Paylar	52.979.201	51.835.907	33.854.376
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	-30.443.660	37.502.338	-13.466.125
Finansman Gelirleri	5.152.525	1.899.995	7.001.913
Finansman Giderleri	-209.787.554	-257.825.915	-282.827.282
Parasal Kayıp Kazanç	479.612.850	536.420.662	493.881.521
Vergi Öncesi Kar	244.534.161	317.997.080	204.590.027
Vergi Gelir/Gideri	33.700.625	-14.060.855	-68.355.622
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kârı / Zararı	278.234.786	303.936.225	136.234.405
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	934.892	1.268.803	169.205
Dönem Net Kârı	279.169.678	305.205.028	136.403.610

Çekince:

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 sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımakta, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan izahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.