

TRABZON LİMAN İŞLETMECİĞİLİ 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

Trabzon Limanı, T.C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın açtığı ihale ile 20 Kasım 2003 tarihinde Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. (Şirket) tarafından 30 yıllığına 20,2 milyon USD karşılığında devralınmıştır. Şirket, Liman devralındıktan sonra Liman'a yaklaşık olarak 45 milyon USD tutarında altyapı ve makine - ekipman yatırımı yapmıştır. Trabzon Limanı, gerçekleştirilen yatırımlar sonucunda yıllık 10 milyon ton elleçleme ve 5 milyon ton depolama kapasitesine sahip olmuştur.

Trabzon Limanı'nda temel olarak; boşaltma-yükleme hizmetleri, yüklere yönelik terminal hizmetleri, gemilere verilen hizmetler, kiralama hizmetleri ve yolcu hizmetleri verilmektedir. Şirket; genel kargo, dökme katı, dökme sıvı, dolu-boş konteyner, tekerlekli-paletli araçlar ve canlı hayvan gibi birçok yükü elleçlemektedir.

Trabzon Limanı sahasında; 21 adet kapalı ambarda 23.585 m2 üzerinde 85.000 ton depolama kapasitesi mevcuttur. Ambarlara ek olarak; 240.000 m2 üzerinde 400.000 ton açık depolama kapasitesi de bulunmaktadır. Bunun dışında; Şirket'in 2015 yılında yaptığı 1,2mn USD yatırım ile inşa edilen akaryakıt tankları, 6.000 m3 ton depolama kapasitesine sahiptir.

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermaye (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Albayrak Turizm Seyahat İnşaat Ticaret A.Ş.	A*	2.800.000	56,73%	2.800.000	26,73%
Ereğli Tekstil Turizm Seyahat San. Ve Tic. A.Ş.	B	9.114.000		2.814.000	
Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.	B	8.400.000	40,00%	1,40	40,00%
Ahmet Albayrak	B	1,40	0,00%	114.345	0,00%
Bayram Albayrak	B	114.345	0,54%	114.331	0,54%
Nuri Albayrak	B	114.331	0,54%	114.331	0,54%
Kazım Albayrak	B	114.331	0,54%	114.331	0,54%
Mustafa Albayrak	B	114.330	0,54%	114.330	0,54%
Muzaffer Albayrak	B	114.331	0,54%	114.331	0,54%
Halka Arz	B	-	-	6.300.000	30,00%
TOPLAM	A	2.800.000	100,00%	2.800.000	100,00%
	B	18.200.000		18.200.000	
	Toplam	21.000.000		21.000.000	

*A grubu payların oyda imtiyazı mevcut olup A grubu 1 adet pay 15 (on beş) oy hakkına sahiptir.

1. Faaliyet Gösterilen Sektör - Trabzon Limanı Hakkında Bilgi

- ❖ Türkiye, 2016 yılında Dünya ticaret dengesi içerisinde 142 milyar USD ihracat ile 26. sırada, 199 milyar USD ithalat ile 20. sırada yer almaktadır. Bu rakamlara göre; Türkiye'nin 2016 yılı dış ticaret rakamı toplamı 341,1 milyar USD seviyesindedir.
- ❖ Denizyolu taşımacılığı, Dünya'da taşınan yükler kapsamında %84'lük paya sahip olup taşımacılık sektörü içerisinde ilk sırada yer almaktadır. Bu gelişmeler neticesinde; Türkiye'nin denizyolu ile gerçekleştirdiği dış ticaret rakamı 198,8 milyar USD seviyesinde olup ülkenin toplam dış ticaretinin %58,3'lük kısmını gerçekleştirmektedir. Türkiye, Dünya denizyolu ticaretinde yaklaşık %4'lük pazar payına sahiptir.
- ❖ Trabzon Limanı'nın, boşaltma-yükleme hizmetleri kapsamında; 2014 yılından bu yana elleçlenen toplam yük hacminin %90'ından fazlasını dökme katı yükler oluşturmaktadır. Liman, 2002 yılında 1 milyon ton seviyesindeki elleçleme hacmini 2017 yılında 3 milyon tona çıkartarak %7,7 yıllık ortalama bileşik büyüme kaydetmiştir. Liman'da elleçlenen yüklerin yaklaşık 1,3 milyon tonu kömüre ait olmaktadır. Liman'ın transit yük hacminin büyük bölümünü oluşturan tarım ürünleri ise yaklaşık 1,1 milyon ton ile ikinci sırada yer almaktadır.
- ❖ Aşağıdaki tablolarda şirketin sahip olduğu makine ve araçlar listelenmiştir. Ayrıca güncel kapasiteler de gösterilmiştir.

Sahip Olunan Araçlar	Adet
Çok Amaçlı Liebherr Vinçler	2 Adet
Reach Stacker	3 Adet
Paletli Lastikli Mobil Vinçler	6 Adet
Loader	8 Adet
Forklift	9 Adet
Rıhtım Vinçleri	10 Adet
Römorkör	3 Adet
Marinbot	2 Adet
Kılavuz Motoru	1 Adet

Kapasite Konusu	Kapasite - Yıl
Elleçleme	10 mn ton
Depolama	5 mn ton
Gemi Kabul	2.500 adet
Konteyner Elleçleme	350 bin TEU
Konteyner Depolama	300 bin TEU

- ❖ Aşağıdaki tabloda Trabzon Limanı'nda elleçlenen yük hacmi bulunmaktadır.

İşlem - Mn Ton	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Boşaltma	1,89	2,17	2,23	1,60	1,70
Yükleme	0,34	0,50	0,69	0,53	0,56
Toplam	2,23	2,67	2,92	2,13	2,25
Gelir - Mn USD	8,1	9,6	10,1	7,2	8,2

- ❖ Trabzon Limanı'nın terminal hizmetleri çerçevesinde; yükleme öncesi veya boşaltma sonrası liman sahası üzerinde yüklere ilişkin tüm hareketler bu hizmetler içerisinde değerlendirilmektedir.

Terminal Hizmetleri	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Gelir-Mn USD	1,0	1,4	1,6	1,2	2,0

- ❖ Trabzon Limanı'nda gemilere verilen hizmetler dâhilinde; pilotaj, römorkaj, barınma, elektrik-su, atık alım hizmetleri yer almaktadır. Şirket'in, gemilere verilen hizmetlerinden elde edilen gelirlerin en büyük kısmı **pilotaj, römorkaj ve barınma gelirlerinden** sağlanmaktadır. Ayrıca Şirket, Liman dışında yer alan akaryakıt tesislerine petrol taşıyan tankerlere de pilotaj ve römorkaj hizmeti sağlamaktadır.

Gemi - Adet	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Yük Gemileri	597	549	588	412	418
T.C. Bayraklı	181	187	206	155	138
Yabancı Bayraklı	416	362	382	257	280
Tanker	76	91	96	73	59
T.C. Bayraklı	43	45	52	35	31
Yabancı Bayraklı	33	46	44	38	28
TOPLAM	673	640	684	485	477
Gelir-MN USD	2,2	2,2	2,3	1,7	1,7

- ❖ Trabzon Limanı'nda kiralama hizmetleri kapsamında; Liman sahasında bulunan 21 kapalı ambarın 18'i kiralanmış/ardiye/geçici depolama hizmetine tahsis edilmiştir. Geriye kalan 3 ambar ise Şirket bünyesinde değerlendirilmektedir.

Kapalı ambarlarda 23.585 metrekare üzerinde 85.000 ton, açık ambarlarda 240.000 metrekare üzerinde ise 400.000 ton depolama kapasitesi bulunmaktadır. Öte yandan Şirket, artan iş hacmine cevap verebilmek amacıyla 5.500 metrekarelik kapalı ambar ve 4.000 metrekarelik açık ambar yatırımına devam etmektedir.

Aşağıdaki tabloda görülen Kira Gelirleri'nde Kira Geliri'nin yüksek olduğu dönemlerde Alman Ordusu'nun Afganistan'da bulunan askeri ekipmanlarını ülkeye geri getirirken Trabzon Limanı'nın kira hizmetlerinden yararlanmıştı. Günümüzde ise Türk Akımı projesinde kullanılan boru vb. parçalar Trabzon Limanı'nda elleçlenmekte ve depolanmaktadır. İşgal edilen metrekare cüzzı bir kısmı kapladığı için (1.920 metrekare) Kira Geliri bu aşamada düşüktür ancak dönemsellik gereği yıllara sari olarak fazlaca değişkenlik gösterebilir.

Gelir-Mn USD	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Kira	5,0	2,4	0,2	0,2	0,4
Ardıye	0,6	0,6	0,4	0,3	0,2
Geçici Depolama	0,3	0,4	0,4	0,3	0,8
Toplam	5,9	3,4	1,0	0,8	1,4

2. Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka Arz Hakkında Bilgi				
Halka Arz	Çıkarılmış Sermaye	21.000.000 TL	Halka Arz Fiyatı	15,50 TL
	Ortak Satış	6.300.000 TL	Halka Arz Büyüklüğü	97.650.000 TL
	Halka Açıklık Oranı	30,00%	Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	325.500.000 TL
Arz Yöntemi	En İyi Gayret ve Sabit Fiyat İle Talep Toplama			
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel %90			
	Yurt İçi Kurumsal %10			
Ortaklar Tarafından Verilen Taahhütler	Ortaklar sahip oldukları payları 1 yıl boyunca satmama ve Şirket, 1 yıl bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdünde bulunmuştur.			
	Albayrak Turizm, "Günlük Geri Alım Emri" kapsamında aldığı payları 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında satmama taahhüdünde bulunmuştur.			
	Albayrak Turizm, Şirket'e olan ticari olmayan borçlarını izahnamede belirtilecek esaslara göre kapatacağını taahhüt etmiştir.			
Talep Toplama Tarihi	18-19 Ocak 2018			

- ❖ Şirket, gerçekleştireceği halka arz faaliyetinde halka arz yöntemini "En İyi Gayret ve Sabit Fiyat İle Talep Toplama" olarak belirlemiştir. Gerçekleştirilecek olan tahsisatların %90'ı yurt içi bireysel yatırımcıya, %10'u ise yurt içi kurumsal yatırımcıya sağlanacaktır. Gerçekleştirecek halka arz sonucunda Şirket'in halka açıklık oranı %30 olacaktır.
- ❖ Şirket'in çıkarılmış sermaye değeri 21.000.000 TL olmaktadır. Belirlenen halka arz fiyatı, hisse başına 15,50 TL olup Şirket'in halka arz büyüklüğü 97.650.000 TL olacaktır. Halka arz sonrasında Şirket'in oluşacak piyasa değerinin 325.500.000 TL olması beklenmektedir.

3. Halka Arza İlişkin Teşvikler

- ❖ Günlük Alım Emri Taahhüdü uygulaması kapsamında 10 işlem günü boyunca her gün halka arz fiyatından 420.000 adet alım emri girilecektir. Halka arzdan sonra halka arz gelirinin 2/3'ü kaynak (65,1mn TL) olarak bloke edilecektir. Girilen emirler iptal edilmeyecektir.
- ❖ Halka arzdan pay alıp 1 ay süreyle elde tutan yatırımcılara 30 gün boyunca sahip oldukları en düşük Şirket pay bakiyesi üzerinden %2 bonus pay verilecektir.
- ❖ Küçük tasarrufları ödüllendirmek amaçlı 1 Pay da Bizden teşviği kapsamında; halka arzda en az 50 adet ve üzeri talepte bulunmuş ve talebin dağıtımına dahil edilmesi sonucunda en az 1 adet pay satın almaları durumunda bu yatırımcılara, her bir hesap başında Deniz Yatırım tarafından 1 adet ilave pay verilecektir.

Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Hazırlamış ve KAP’ta yayınlamış olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) yöntemi kullanmıştır. Şirket’in halka arz fiyatı hesaplanırken “Çarpan Analizi” yönteminin kullanılmama sebebi, benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin liman işletme hakkı sürelerinin birbirlerinden ve Trabzon Limanı’ndan farklı olmasıdır.

100% İNA Yöntemi olan ağırlıklandırılan değerleme çalışmasında Firma Değeri 106,8mn USD karşılığı olan 406,1mn TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 21mn TL olan şirketin birim pay değeri 19,34 TL’ye tekabül etmektedir. Halka arz iskontosu (19,8%) sonrasında ise halka arz birim pay değeri 15,50 TL olarak hesaplanmaktadır.

1. Çarpan Analizi

Aşağıda “değerlemede kullanılmayan ancak sadece gösterimi yapılan” Çarpan Analizi yöntemine göre tespit edilmiş rasyolar sunulmuştur. Aşağıda gösterildiği gibi, PD/Net Kâr rasyosunda 44,9x çıkan Piraeus Port Authority, 386,3x olarak tespit edilen Global Ports Holding PLC ve net zararı bulunduğu için -63,8x olarak tespit edilen Puertos y Logistica SA çarpanları aykırı değer olarak kabul edilerek hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Milyon USD - 26.12.2017	Ülke	İşletme Hakkı Bitişi	PD	FD	FAVÖK	Net Kâr	FD/FAVÖK	PD/Net Kâr
Piraeus Port Authority (PPA GA)	Yunanistan	2052	467,0	500,4	35,1	10,4	14,3	a.d
Luka Koper (LKPG SV)	Slovenya	2043	503,4	622,0	91,4	56,3	6,8	8,9
Thessaloniki Port Authority SA (OLTH GA)	Yunanistan	2051	297,9	255,1	31,3	20,0	8,2	14,9
Dong Nai Port JSC (PDN VN)	Vietnam	Süresiz	48,9	54,0	6,4	3,7	8,4	13,2
South Port New Zealand Ltd (SPN NZ)	Yeni Zelanda	Süresiz	110,6	116,4	11,1	6,0	10,5	18,4
Puerto Ventanas SA (VENTANA CI)	Şili	Süresiz	322,7	483,2	39,4	20,5	12,3	15,7
Bintulu Port Holdings Bhd (BPH MK)	Malezya	Bintulu: 2022+30 yıl opsiyon Samalaju: 2057+20 yıl opsiyon Antalya: 2028	676,5	924,7	96,2	35,1	9,6	19,3
Global Ports Holding PLC (GPH LN)	Çeşitli	Bar: 2043	386,3	690,4	78,4	1,0	8,8	a.d
Eurokai GmbH & Co KGaA	Çeşitli	12 farklı liman farklı sürelerle Central Port: 2031+10 yıl opsiyon	705,6	797,3	75,8	45,6	10,5	15,5
Puertos y Logistica SA	Şili	Puerto Lirquen: Süresiz	223,2	495,0	34,7	-3,5	14,3	a.d
Median							10,1x	15,5x
Ortalama							10,4x	15,1x
Ağırlıklı Ortalama							9,9x	9,9x

PD: Piyasa Değeri

FD: Firma Değeri

FAVÖK: Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kâr

Yabancı piyasalarda işlem gören ve Trabzon Liman İşletmesi ile benzeri faaliyetler sürdüren şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değeri 10.1x, PD/Net Kar çarpanlarının medyan değeri ise 15.5x olarak bulunmuştur (FD/FAVÖK çarpanı için üst sınır 15.0x, PD/Net Kar çarpanı için üst sınır 20.0x olarak dikkate alınmıştır).

2. İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

Aşağıdaki tabloda Şirket’in 2014-2017/09 dönemleri arasında gerçekleşen, 2017-2033 yılları arasında ise tahmini gelir tablosu dolar cinsinden sunulmuştur.

Milyon USD	2014	2015	2016/09	2016	2017/09	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	19,2	18,4	12,2	16,8	14,8	20,0	20,6	21,2	21,8	22,5	23,2	23,9	24,6	30,2	31,1	28,5
Liman Hizmet Gelirleri	14,2	16,0	12,1	16,6	14,4	19,5	20,0	20,6	21,3	21,9	22,6	23,2	23,9	29,4	30,3	27,7
12 Aylık Değişim		12,8%		3,7%	19,4%	17,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Kira Gelirleri	5,0	2,4	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
12 Aylık Değişim		-51,6%		-90,3%	122,5%	129,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Satışların Maliyeti	5,5	5,0	4,0	5,9	4,2	5,6	5,7	5,9	6,0	6,2	6,4	6,6	6,8	8,2	8,5	7,7
Personel Giderleri	2,9	2,8	2,5	3,3	2,6	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,9	5,1	4,6
12 Aylık Değişim		-2,7%		16,8%	2,3%	1,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Liman Hizmet Giderleri	2,6	2,2	1,9	2,6	1,6	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7	3,3	3,4	3,1
12 Aylık Değişim		-13,7%		17,7%	-15,0%	-16,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Brüt Kâr (Amortisman Hariç)	13,7	13,4	7,8	10,9	10,6	14,4	14,9	15,3	15,8	16,3	16,8	17,3	17,8	22,0	22,7	20,7
Brüt Kâr Marjı (Amortisman Hariç)	71%	73%	64%	65%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	73%	73%	73%
Brüt Kâr Marjı (Kira+Amortisman Hariç)	61%	68%	63%	64%	71%	71%	71%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
Faaliyet Giderleri (Amortisman Hariç)	0,9	0,8	0,7	1,0	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,2	1,1
Diğer Gelirler	1,5	0,6	0,5	0,7	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
Diğer Giderler	2,4	2,7	1,9	2,4	1,7	2,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
FAVÖK	11,9	10,5	5,7	8,3	8,7	12,1	13,9	14,3	14,8	15,2	15,7	16,1	16,6	20,6	21,3	19,4
FAVÖK Marjı	62%	57%	47%	49%	59%	60%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%
FAVÖK (Bağış ve Yardımlar Hariç)	12,5	12,0	6,6	9,4	9,5	13,1	14,2	14,6	15,1	15,5	16,0	16,5	17,0	21,1	21,7	19,9
FAVÖK Marjı (Bağış ve Yardımlar Hariç)	65%	65%	54%	56%	64%	66%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	70%	70%	70%
Amortisman	1,4	1,2	1,0	1,4	1,5	2,0	2,0	2,0	1,9	0,9	0,8	0,9	0,9	0,6	0,6	0,5
Esas Faaliyet Kârı	10,4	9,3	4,8	6,8	7,2	10,0	11,9	12,4	12,9	14,3	14,8	15,3	15,8	20,0	20,7	18,9
Esas Faaliyet Kâr Marjı	54%	50%	39%	41%	49%	50%	58%	58%	59%	63%	64%	64%	64%	66%	66%	66%
FAVÖK	11,9	10,5	5,7	8,3	8,7	12,1	13,9	14,3	14,8	15,2	15,7	16,1	16,6	20,6	21,3	19,4

İndirgeme Oranı hesaplaması aşağıda sunulmuştur.

$$\text{Özsermaye Maliyeti} = \text{Risksiz Getiri Oranı} + (\text{Beta} \times \text{Risk Primi}) = \text{İndirgeme Oranı}$$

$$\text{Özsermaye Maliyeti} = 5,79\% + (0,8 \times 5,00) = 9,79\%$$

Yukarıda görüldüğü şekilde, 9,79% olarak hesaplanan indirgeme oranı yukarı yuvarlanarak (bu işlem şirket değerini azaltır) 10.00% olarak alınmıştır. İndirgenmiş Nakit Oranları aracılığıyla yıllara sari olarak hesaplanana **İndirgeme Katsayısı**’na ise aşağıdaki Serbest Nakit Akımları tablosunda yer verilmiştir.

Aşağıdaki tabloda gelecek yıllar için hazırlanmış olan tahmini gelir tablolarından, tahmini Sabit Kıymet Yatırımları’ndan ve Kurumlar Vergisi’nden oluşan **Serbest Nakit Akımları** yer almaktadır.

Milyon USD	4Ç17T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T (*)
Esas Faaliyet Kârı	2,8	11,9	12,4	12,9	14,3	14,8	15,3	15,8	16,3	16,8	17,6	18,2	18,8	19,4	20,0	20,7	18,9
FAVÖK	3,3	13,9	14,3	14,8	15,2	15,7	16,1	16,6	17,2	17,7	18,2	18,8	19,4	20,0	20,6	21,3	19,4
Sabit Kıymet Yatırımları	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,2	0,1
Liman Hizmet Gelirlerine Oranı	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,5%	0,5%
Kurumlar Vergisi	0,5	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,6	3,7	3,3
Vergi Oranı	20,0%	22,0%	22,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Serbest Nakit Akımı	2,8	11,2	11,5	11,8	12,2	12,6	13,0	13,4	13,8	14,2	14,6	15,0	15,5	16,0	16,5	17,4	16,0
İndirgeme Katsayısı	0,976	0,888	0,807	0,733	0,667	0,606	0,551	0,501	0,455	0,414	0,376	0,342	0,311	0,283	0,257	0,233	0,215
İndirgenmiş Nakit Akımları	2,8	10,0	9,3	8,7	8,2	7,6	7,1	6,7	6,3	5,9	5,5	5,1	4,8	4,5	4,2	4,1	3,4

İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı 104,2

(*) 20.11.2033 tarihine kadar (Sözleşme)

Aşağıdaki tabloda Eylül 2017 itibariyle şirket bilançosunda bulunan Net Borç/Nakit tablosu yer almaktadır.

Milyon USD	Eylül 17
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	0,03
İlişkili Taraflardan Alacaklar (-)	22,6
Uzun ve Kısa Vadeli Borçlar	7,5
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	0,7
Çalışanlara Sağlanan Faydalar	0,5
Ertelenmiş Gelirler	3,3
İlişkili Olmayan Taraflara Borçlar	2,3
Dönem Kârı Vergi ve Yükümlülüğü	1,5
Diğer Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,2
Net Borç	-2,6

İlişkili Taraflardan Alacaklar: Şirket'in Ana Ortağı Albayrak Turizm'e finansman sağlamak amacıyla verilen tutarlardır. Söz konusu alacaklar halka arz izahnamesinde yer alacak esaslar çerçevesinde tahsil edilecektir.

Uzun ve Kısa Vadeli Borçlar: Şirket'in Ana Ortağı Albayrak Turizm'e ödediği temettü avansları ve finansman amacıyla verilen tutarların finanse edilmesi amacıyla kullanılmış banka kredilerinden oluşmaktadır.

İlişkili Taraflara Borçlar: Tamamına yakını Şirket ortaklarından Ereğli Tekstil'e olan temettü borçlarıdır.

Ertelenmiş Gelirler: Tamamına yakını Şirket'in ilişkili taraflarından olan ve Trabzon Serbest Bölgesi'ni işleten Transbaş Trabzon Serbest Bölge İşletmecisi AŞ'den alınan avanslardan oluşmaktadır.

İlişkili Olmayan Taraflara Borçlar: Şirket'in borç senedi ile almış olduğu sabit kıymetlerden kaynaklanmaktadır. Söz konusu borç kısa ve uzun vadeli senetlerden oluşmaktadır.

Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü: Şirket'in 30.09.2017 itibariyle elde ettiği ticari kâr üzerinden ödemekle yükümlü olduğu Kurumlar Vergisi tutarıdır.

Diğer Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler: Tamamına yakını Şirket'in yapılandırma ile taksitlendirilmiş Kurumlar Vergisi ve Katma Değer Vergisi borçlarından oluşmaktadır.

Tüm tutarlar toplandığında Şirket'in borcu olmadığı, 2.6mn USD potansiyel nakit varlığı olduğu görülmektedir.

Firma Değeri (Mn USD)	104,2
Net Borç (Mn Dolar)	-2,6
Şirket Değeri (Mn USD)	106,8

Sonuç olarak Trabzon Liman İşletmesi'nin Şirket Değeri İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'ne göre 106,8 milyon USD karşılığı **406.1 milyon TL** (26/12/2017 tarihli TCMB USD/TL alış kuru 3,8029 TL) olarak tespit edilmiştir. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 21 milyon TL olan Şirket'in birim pay değeri 19,34 TL bulunmuştur. Bu değer üzerinden uygulanan %19,8 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri **15,50 TL** olarak belirlenmiştir.

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgiler anlaşılır ve yeterlidir. Değerleme için kullanılan yöntemler ise ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır.
- Piyasa Çarpanları Yöntemi'nde, benzer şirketlerin faaliyet yıllarının farklı oluşundan dolayı Şirket değerinin hesaplamasında değerlemeye alınmamasını makul buluyoruz. İlgili çarpanlar değerlemeye alınmış olsaydı;
 - Medyan FD/FAVÖK oranı 10,5x olduğu için 2017 Eylül bilançosu üzerinden yıllıklandırılmış FAVÖK (45.6mn TL) ile yapılan değerleme şirket değerini olumlu yönde (artış) etkileyecekti.
 - Medyan PD/Net Kâr oranı 15,5x olduğu için 2017 Eylül bilançosu üzerinden yıllıklandırılmış net kar (30.3mn TL) ile yapılan değerleme şirket değerini olumlu yönde (artış) etkileyecekti.
- İNA yönteminde; **Net Satışların** dolar bazında her sene 3% artırılmasını atıl kapasite kullanımından dolayı kapasite problemi olmadığını varsayarak, **Kira Gelirleri**'nde muhafazakar tutum sergilenmesini dönemsellik ve bilinmezlik içerdiği için makul buluyoruz.
- İNA yönteminde FAVÖK hesabında **Diğer Gelirler ve Diğer Giderler**'in de FAVÖK'ün içine dahil edildiğini görüyoruz. Operasyonel olmayan kur farkı gelir/giderleri, bağış ve yardımlar, vergi cezaları gibi kalemlerden oluşan bu ana kalemler dip toplamda bakıldığında, Deniz Yatırım'ın değerlemeye aldığı FAVÖK değerini, dolayısıyla hesaplanan şirket değerini olumsuz yönden (azalış) etkilemektedir. Bu durumun da; İNA'da varsayılan gelecek dönem tahminlerinin muhafazakar olduğunu düşünmemizden dolayı halka arz pay değerini daha da iskontolu kıldığını düşünüyoruz.
- İNA yönteminde benzer şirketler **Beta'sı** olarak kullanılan 0.8x'i hem benzer şirketlerin baz alınmasından dolayı hem de BIST şirketlerinin 2 yıllık beta medyanların (0,72x) ve ortalamalarına (0,70x) yakınsadığı için makul buluyoruz.
- Beklenen 4Ç17 verileri doğrultusunda **brüt kâr marjında** yaklaşık olarak %73,0'e ulaşılacağı düşünülmektedir. 9A17 kümüle verilerine baktığımızda ise bu oranın %71,6 olduğunu görüyoruz. 3Ç16'da ise bu oranın yaklaşık %67,4 olduğunu görüyoruz. 4Ç17 verilerinde optimistik bir tutum sergilenmemiş ise (halka arz toplantısında mevsimsellikten ötürü bu oranın makul olduğu ve gelecek yıllarda da sürdürülebileceği söylendi) gelecek yıllarda kullanılan %72 - %73 aralığındaki brüt kâr marjını geçmiş yıllar verileriyle de uyduğu için makul bulmamıza karşın bir risk unsuru olarak görüyoruz ve göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz.
- **Net Borç** tarafına baktığımızda:
 - **İlişkili Taraflardan Alacaklar:** İlişkili taraf fonlamasından kaynaklanan alacakların net borç hesabına eklenmesini ve izahnamede belirtildiği şekilde ödenecek olmasını makul buluyoruz.
 - **Uzun ve Kısa Vadeli Borçlar:** Hem finansman amacıyla kullanılmasından dolayı (Şirket için kullanılsaydı bile) hem de ilişkili taraf fonlaması amacıyla borçlanılmasından dolayı net borç hesabına eklenmesini makul buluyoruz.
 - **İlişkili Taraflara Borçlar:** İlişkili tarafa olan temettü borçlarının net borç hesabına eklenmesini makul buluyoruz.
 - **Ertelenmiş Gelirler:** Denetim Raporu'nda gördüğümüz şekliyle Şirket tarafından yükleme, boşaltma, aktarma vb. hizmetlere istinaden alınmış peşin tahsilatların (Fiyat Tespit Raporu'nda verilen bilgiye göre tamamına yakını ilişkili taraf olan Transbaş Trabzon Serbest Bölgesi'nden alınan avanslar) operasyonel olduğunu ve finansman amacı olmadığını görüyoruz ve bir Net İşletme Sermayesi kalemi olduğunu düşünüyoruz. Dolayısıyla net borç hesabına eklenmesini makul bulmuyoruz. Fiyat Tespit Raporu'nda gördüğümüz bu işlem şirket değerini 3.3mn USD olumsuz (azalış) etkilemektedir.
 - **İlişkili Olmayan Taraflara Borçlar:** Borç senedi ile alınmış sabit kıymetlere ilişkin borçlar olduğu için net borç hesabına eklenmesini makul buluyoruz.
 - **Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü:** İNA'nın konusu olması sebebiyle net borç hesabına eklenmesini makul bulmuyoruz. Fiyat Tespit Raporu'nda gördüğümüz bu işlem şirket değerini 1.5mn USD olumsuz (azalış) etkilemektedir.

- **Diğer Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler:** Yapılandırılmış vergi yükümlülüğü olması sebebiyle net borç hesabına eklenmesini makul buluyoruz.

Sonuç: Piyasa Çarpanları Analizi'nin %0, İNA yaklaşımının %100 ağırlığa sahip olduğu Fiyat Tespit Raporu'na göre; %19,8 iskonto uygulanarak, 15.50 TL pay başına halka arz fiyatı ile halka arz edilmesi planlanan Şirket'in halka arz fiyatını "makul" buluyoruz.

Bilanço

Bilanço - Varlıklar (Milyon TL)	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Dönen Varlıklar	28,2	26,2	27,3	18,0
Nakit ve Nakit Benzerleri	0,1	0,1	0,7	0,1
Ticari Alacaklar	5,2	1,4	1,5	1,7
İlişkili Taraflardan	3,3	0,3	0,0	0,0
İlişkili Olmayan Taraflardan	1,9	1,1	1,5	1,7
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	22,7	23,5	22,7	13,6
Stoklar	0,1	0,0	0,1	0,2
Peşin Ödenmiş Giderler	0,1	0,5	0,5	0,5
Diğer Alacaklar	0,0	0,0	0,2	0,0
Diğer Dönen Varlıklar	0,0	0,6	1,5	1,8
Duran Varlıklar	46,1	57,5	75,4	117,3
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	7,6	16,2	22,5	66,8
Maddi Duran Varlıklar	20,8	27,0	38,4	36,2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15,1	14,3	14,0	14,0
Peşin Ödenmiş Giderler	2,7	0,0	0,4	0,0
Diğer Duran Varlıklar	0,0	0,0	0,2	0,3
Toplam Varlıklar	74,3	83,6	102,6	135,2

Bilanço - Kaynaklar (Milyon TL)	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Kısa Vadeli Yükümlülükler	18,0	25,3	31,3	47,2
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	4,3	9,1	9,3	13,3
Ticari Borçlar	3,7	2,0	4,0	4,0
Çalışanlara Sağlanan Fayda Kapsamında Borçlar	1,1	1,5	1,8	1,7
Ertelenmiş Giderler	0,4	0,2	6,8	11,6
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	0,1	0,0	2,2	2,5
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	0,5	0,5	0,7	0,7
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	5,6	5,9	1,8	5,4
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,3	6,0	4,6	8,0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,4	5,4	18,0	31,0
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0,0	0,0	0,0	13,4
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	0,7	0,0	6,6	5,9
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	1,8	2,5	3,5	4,3
Ertelenmiş Gelirler	0,0	0,0	0,1	0,1
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0,9	0,8	0,4	0,3
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,0	2,1	7,3	7,0
Özkaynaklar	50,9	53,0	53,3	57,0
Ödenmiş Sermaye	15,0	15,0	15,0	15,0
Sermaye Düzeltmesi Farkları	0,4	0,4	0,4	0,4
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	7,6	9,7	11,7	13,7
Tanımlanmış Fayda Planlarından Aktüeryal (Kayıp)/Kazanç Fonu	-0,3	-0,6	-1,1	-1,1
Geçmiş Yıllar Karları	5,8	7,0	6,9	5,8
Net Dönem Karı	22,3	21,5	20,3	23,1
Toplam Kaynaklar	74,3	83,6	102,6	135,2

Gelir Tablosu

Gelir Tablosu - Milyon TL	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Satışlar	42,0	50,2	50,9	35,9	53,3
Liman Hizmet Gelirleri	31,0	43,6	50,2	35,4	51,8
Kira Gelirleri	11,0	6,6	0,7	0,5	1,5
Satışların Maliyeti (-)	15,1	16,9	22,2	15,8	20,7
Brüt Kar	26,9	33,3	28,7	20,1	32,6
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genel Yönetim Giderleri (-)	2,0	2,2	2,9	2,1	2,4
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3,3	1,5	2,1	1,6	1,7
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	5,3	7,3	7,2	5,5	6,0
Esas Faaliyet Karı	22,9	25,3	20,6	14,0	25,9
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Giderler	3,0	0,1	-0,4	-0,4	0,0
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	25,8	25,4	20,2	13,5	25,9
Finansman Gelirleri	4,0	3,2	4,2	3,7	5,1
Finanman Giderleri (-)	2,5	1,2	1,4	0,8	2,7
Vergi Öncesi Kar	27,3	27,3	23,1	16,4	28,3
Cari Dönem Kurumlar Vergisi (-)	5,6	5,9	3,0	3,1	5,4
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri (-)	0,6	0,1	0,3	-0,2	0,1
Net Dönem Karı	22,3	21,5	20,3	13,1	23,1
FAVÖK	26,0	28,5	25,0	16,8	31,4
FAVÖK - Bağış Yardım Hariç	27,3	32,6	28,5	19,4	34,1

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 İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.