

18 Ocak 2018

1. Amaç

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Şubat 2013 tarih ve 5/145 sayılı ilke kararına dayanılarak, TSKB A.Ş. tarafından Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin hazırladığı Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. (Trabzon Limanı, Şirket) halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

2. Şirket hakkında özet bilgi

Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. 20 Kasım 2003 tarihli işletme hakkı devri sözleşmesine göre Türkiye Denizcilik İşletmelerine ait Trabzon Limanının 30 yıllık süreyle işletme hakkına sahip bir firmadır. İşletme hakkı devir süresi 20 Kasım 2033 tarihinde sona erecek ve liman varlıkları bedelsiz olarak devredilecektir. Bu kapsamda şirketin ana faaliyeti liman işletmeciliği kapsamında gerçekleştirilen tüm işlemlerdir. Trabzon Limanı sahası üzerinde verilen başlıca hizmetler boşaltma, yükleme, terminal, pilotaj, römorkaj, ardiye, geçici depolama, barınma, konteyner içi yükleme-boşaltma, tartı, su-elektrik, atık, yolcu hizmetleri, açık-kapalı alan kiralamaları olarak sayılabilir.

Limanın Kapasite Bilgileri

Elleçleme	10.000.000 ton/yıl
Depolama	5.000.000 ton/yıl
Gemi kabul	2.500 adet/yıl
Konteyner elleçleme	350.000 TEU/yıl
Konteyner depolama	300.000 TEU/yıl

Kaynak: İzahname

Trabzon Limanı Türkiye dış ticaretinde ikinci sırada yer alan Rusya Federasyonu ile önemli bir elleçleme hacmi gerçekleştirmektedir. Liman faaliyetlerinde özelleştirme öncesinde ve sonrasında Rusya'nın Sibiryası Bölgesinden ithal edilen kömür önemli bir yer tutmaktadır. Son yıllarda limanda elleçlenen kömür hacmi ortalama 1,3mn ton seviyesindedir. Kömür ithalatının yanında Trabzon Limanında Soçi Limanına Ro-Ro seferleri ile gerçekleştirilen yıllık ortalama 300.000 ton yaş sebze meyve ihracatı liman gelişiminde önemli rol oynamıştır. 2014 yılında Soçi kentinde gerçekleştirilen kış olimpiyatları nedeniyle Soçi Limanı'nın ticari yüklere kapanması sonrası Ro-Ro seferleri sona ermiştir.

Trabzon Limanı ağırlıklı olarak boşaltma limanı olarak faaliyet göstermektedir. Bu durumun en önemli nedeni bölge ve hinterlandının konut ve sanayisinde kullanılan kömürün Trabzon Limanı üzerinden ithal edilmesidir. Kömür ithalatı geçmişten bu yana Trabzon Limanının yük hacminde yüksek ve istikrarlı bir hacim oluştursa da özellikle 2014 yılında sonra artış gösteren transit yük hacmi (tarım ürünleri) limandaki yükleme hacminin de artmasını sağlamıştır. Limanda elleçlenen yükler incelendiğinde ithal edilen kömür ve transit ticarete konu tarım ürünleri dışında liman için önem arz eden diğer bir yük madendir. Geçmiş dönemlerde Trabzon Limanının kuzey ve doğusunda bulunan maden yataklarında çıkartılarak Trabzon Limanı'na taşınan ve buradan dökme ve konteyner olarak ihraç edilen çeşitli maden yükleri (çinko, krom vb.), bölgedeki maden şirketlerinin faaliyetlerinde aksamalar nedeniyle azalmıştır. Bu durum 2014-2016 yılları arasında hem dökme hem de konteyner elleçleme hacimlerini olumsuz yönde etkilemiştir. Bununla birlikte 2017/09 itibarıyla maden yüklerinin elleçleme hacimlerinde, daha önce de hizmet verilen maden şirketlerinin faaliyetlerini artırması sonucu artış meydana gelmiştir.

18 Ocak 2018

Elleçlenen Yük Hacminde Kömürün Payı (%)

	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Kömür	58.0	51.4	43.5	41.2	43.9
Diğer Yükler	42.0	48.6	56.5	58.8	56.1
Toplam	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Kaynak: İzahname

Trabzon Limanı'nda 2016 yılında 2,9mn ton yük elleçlemesi gerçekleşmiştir. Bu itibarla Türkiye'de elleçlenen toplam yük hacminin %0,7'si Trabzon Limanı üzerinden geçmektedir. 2011 yılından bu yana Trabzon Limanı'nda elleçlenen toplam yük hacmi istikrarlı bir şekilde Türkiye limanlarında elleçlenen toplam yük hacminin ortalama %0,7'sini oluşturmaktadır.

Elleçlenen Yükler

Ton	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Boşaltma	1,891,513	2,173,450	2,226,446	1,604,611	1,695,805
Yükleme	336,090	498,466	692,501	526,381	555,979
Toplam	2,227,603	2,671,916	2,918,947	2,130,992	2,251,784

Kaynak: İzahname

Trabzon Liman sahası içinde bulunan Trabzon Serbest Bölgesi'nin işletmecisi Transbaş Trabzon Serbest Bölge İşletmecisi A.Ş.'nin payları 2008 yılında Albayrak Grubu tarafından satın alınmıştır. Serbest bölge işletmesinin Grup şirketine geçmesi, liman ve serbest bölge işbirliğini daha etki hale getirmiştir.

Trabzon Limanı'nda artan yolcu trafiğine gerektiği gibi hizmet sağlamak amacıyla modern bir yolcu salonu inşa edilmiştir.

Trabzon Limanı Albayrak Grubu şirkettir. Albayrak Grubu taahhüt ve gayrimenkul başta olmak üzere, hizmet, sanayi, lojistik, medya sektörlerinde faaliyet göstermektedir. Önemli markaları 2012 yılında halka açılan Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş., Ereğli Tekstil, Platform Taşımacılık, Varaka kağıt, TVnet kanalı ve Yeni Şafak Gazetesidir. Albayrak Grubu 2003 yılında Trabzon Limanı'nın 30 yıllık işletme hakkını almıştır. Trabzon Liman İşletmeciliği'nin en büyük iki ortağı Albayrak Turizm ve Ereğli Tekstil'dir.

Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup, halka arz sonucunda şirkete doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Şirketin 21mn lira olan sermayesinde %56,73 paya ve 11,9mn lira nominal değerli hisseye sahip Albayrak Turizm 6,3mn lira nominal değerli hisse satışı yapacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı tamamen halka arzda ortak satışı gerçekleştirecek Albayrak Turizm tasarrufunda olacaktır. Şirketin halka açıklık oranı %30 olacaktır.

Ortaklık Yapısı

	Halka arz öncesi		Halka arz sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)
Albayrak Turizm	11,914,000	56.73	5,614,000	26.7
Ereğli Tekstil	8,400,000	40.00	8,400,000	40.0
Diğer	686,000	3.27	686,000	3.3
Halka Arz	0	0.0	6,300,000	30.0
Ortak Satışı	0	0.0	6,300,000	30.0
Toplam	21,000,000	100.0	21,000,000	100.0

18 Ocak 2018

3. Finansal Bilgiler

Trabzon Limanı'nın 30 Eylül 2017 itibarıyla bilanço büyüklüğü 135,2mn lira seviyesindedir. Şirketin dönen varlıkları ağırlıklı olarak Albayrak Turizm'e finansman amacıyla verilen tutarlardan kaynaklanan alacaklar ile yine Albayrak Turizm'den alınarak finansal borçlara teminat olarak verilen çeklerden oluşmaktadır. Şirketin duran varlıkları ana ortağı olan Albayrak Turizm'e finansman amacıyla ödenen tutarlardan kaynaklanan alacaklar ile maadi duran varlıklar ve maddi olmayan duran varlıklardan oluşmaktadır. Şirketin 30 Eylül 2017 itibarıyla kısa vadeli finansal borçları 13,3mn lira, uzun vadeli finansal borçları 13,4mn liradır. Söz konusu banka kredileri ana ortak Albayrak Turizm'e finansman sağlamak amacıyla kullanılmış ve kısa vadeli borcun büyük kısmına teminat olarak alınan çekler gösterilmiştir.

Şirketin 30 Eylül 2017 itibarıyla dönen varlıkları 18mn lira, kısa vadeli yükümlülükleri 47,2mn lira olup, net işletme sermayesi -29,3mn lira seviyesindedir. Ancak kısa vadeli yükümlülükler altında yer alan ertelenmiş gelirler kaleminin 11,3mn liralık kısmının tamamına yakını şirketin yüksek iş hacmine sahip olduğu Transbaş Trabzon Serbest Bölge İşletmecisi A.Ş.'den alınan avanslardan oluşmaktadır. Söz konusu bakiye bu şirkete verilecek hizmetlere mahsup edilecektir. Ayrıca ana ortağı Albayrak Turizm 80,4mn lira tutarındaki ticari olmayan borcunu halka arzdan elde edeceği gelir ile SPK Pay tebliğ Md 5/6 ile belirlenen sınırlamalara uygun hale getirecektir. Bu gelişmeler sonucunda şirketin işletme sermayesinin yeterli hale geleceği düşünülmektedir.

Şirketin çıkarılmış sermayesi 30 Eylül 2017 itibarıyla 15mn lira olup, 29 Kasım 2017 tarihinde "Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler" kaleminden karşılanmak üzere 6mn lira artışla 21mn liraya yükseltilmiştir.

Şirket 2015 yılında römorkör ve fuel oil tankları olmak üzere 7,3mn lira, 2016'da mobil vinç için 10,4mn lira, 2017'nin ilk dokuz aylık döneminde kapalı ambar ve konteyner istifleme aracı için 2,7mn liralık yatırım yapmıştır. 2016'daki 10,4mn liralık yatırım dışındakiler özkaynakla karşılanmıştır.

Trabzon Limanı'nın net satışları 2015'te %19,4, 2016'da %1,5, 2017/09 döneminde ise %48,4 büyüme göstermiştir. Şirketin gelirleri yabancı para cinsindedir. Dolar cinsinden bakıldığında satışları 2015 ve 2016'da %4 ve %8,7 azalmış ve 2017'nin ilk dokuz aylık döneminde ise %21 artmıştır. 2017'nin ilk dokuz aylık döneminde net satışları 53,3mn lira seviyesindedir. Şirketin brüt kar marjı son 2015 ve 2016'da sırasıyla %66,3 ve %56,3, 2017/09'da %61,2 olmuştur. Şirketin finansman gelirlerinin tamamına yakını Albayrak Turizm'e finansman amacıyla verdiği bakiyelere işletilen faiz geliri ve yine bu şirkete finansman sağlamak amacıyla finans kuruluşlarından kullandığı kredilere ödenen faizlerin Albayrak Turizm'e yansıtılmasıyla elde edilen gelirlerdir. Trabzon Limanı'nın net dönem karı ise 2016'da 21,5mn liradan 20,3mn liraya geriledikten sonra 2017'nin ilk dokuz aylık döneminde 23,1mn liraya yükselmiştir.

Şirket yönetimi 2017-2021 döneminde ilgili mevzuat çerçevesinde hesaplanan dağıtılabilir net dönem karının asgari %70'ini pay sahiplerine nakit olarak dağıtmayı öngörmektedir. Kar dağıtım politikası 25 Aralık 2017 tarihinde yapılan Genel Kurul'da onaylanmıştır.

18 Ocak 2018

Trabzon Limanı Bilanço (TL)	31 Aralık 2015	31 Aralık 2016	30 Eylül 2017
Dönen Varlıklar	26,162,890	27,265,438	17,964,240
Nakit vb	104,982	734,264	121,809
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1,425,187	1,526,176	1,725,911
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	23,480,721	22,712,124	13,622,175
Stoklar	49,282	147,067	153,752
Peşin Ödenmiş Giderler	460,471	456,673	497,055
Diğer Alacaklar	38,037	155,358	8,898
Diğer Dönen Varlıklar	604,210	1,533,776	1,834,640
Duran Varlıklar	57,467,064	75,359,400	117,261,291
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	16,203,860	22,456,908	66,794,818
Maddi Duran Varlıklar	26,967,340	38,373,985	36,178,673
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	14,295,864	13,956,570	13,981,952
Peşin Ödenmiş Giderler	0	396,089	0
Diğer Duran Varlıklar	0	175,848	305,848
TOPLAM AKTİFLER	83,629,954	102,624,838	135,225,531
Kısa Vadeli Yükümlülükler	25,280,117	31,302,408	47,232,811
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	9,134,989	9,291,605	13,274,861
Ticari Borçlar	1,997,090	3,973,530	4,038,774
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kaps.Borçlar	1,487,853	1,827,337	1,745,725
Ertelenmiş Gelirler	211,685	6,820,986	11,624,796
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	16,908	2,238,249	2,537,514
KV Karşılıklar	507,981	692,495	692,495
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	5,913,375	1,812,122	5,361,696
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	6,010,236	4,646,084	7,956,950
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,351,615	17,983,706	31,035,306
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	13,448,055
Ticari Borçlar	0	6,594,155	5,870,927
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kaps.Borçlar	2,466,808	3,523,051	4,347,697
Ertelenmiş Gelirler	0	146,664	73,332
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	750,513	381,449	307,634
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	2,134,294	7,338,387	6,987,661
ÖZ SERMAYE	52,998,222	53,338,724	56,957,414
Ödenmiş Sermaye	15,000,000	15,000,000	15,000,000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	447,419	447,419	447,419
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	9,651,041	11,699,269	13,736,931
Tanımlanmış Fayda Planlarından Aktüeryal Kazanç	-595,663	-1,052,544	-1,073,422
Geçmiş Yıllar Karları	7,027,259	6,935,125	5,794,593
Net Dönem Karı	21,468,166	20,309,455	23,051,893
TOPLAM PASİFLER	83,629,954	102,624,838	135,225,531
Kaynak: İzahname			

18 Ocak 2018

Trabzon Limanı Gelir Tablosu (TL)	2015	2016	2017/09
SATIŞ GELİRLERİ	50,166,340	50,895,021	53,278,912
Satışların Maliyeti (-)	-16,908,482	-22,234,220	-20,650,132
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	33,257,858	28,660,801	32,628,780
Faaliyet Giderleri (-)	-2,228,955	-2,905,234	-2,430,462
Genel Yönetim Giderleri	-2,222,921	-2,855,950	-2,412,521
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-6,034	-49,284	-17,941
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	31,028,903	25,755,567	30,198,318
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Giderleri	-5,711,602	-5,114,922	-4,321,297
Faaliyet Karı veya Zararı	25,317,301	20,640,645	25,877,021
Yatırım Faaliyetlerinden K/Z	58,999	-398,621	33,264
Finansman Gelirleri	1,918,726	2,829,270	2,434,708
Vergi Öncesi Kar/Zarar	27,295,026	23,071,294	28,344,993
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	-5,826,860	-2,761,839	-5,293,100
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-5,913,375	-3,016,683	-5,361,696
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	86,515	254,844	68,596
Dönem Karı	21,468,166	20,309,455	23,051,893
Kaynak: İzahname			

4. Halka arz bilgileri

Halka Arz Tarihi	: 18 - 19 Ocak 2018
Halka Arz Şekli	: Ortak Satışı
Yöntem	: Sabit fiyat ile talep toplama
Fiyat	: 15,50 TL
Aracılık Şekli	: En iyi gayret aracılığı
Ödenmiş Sermaye	: 21.000.000 TL
Halka Arz	: 6.300.000 TL
Ortak Satışı	: 6.300.000 TL
Halka Arz Oranı	: %30
Piyasa Değeri	: 325,5 milyon TL (86,5 milyon dolar)
Halka Arz Büyüklüğü	: 97,7 milyon TL (26,0 milyon dolar)

18 Ocak 2018

Fiyat istikrarı : Planlanmıyor.

Satmama Taahhüdü : 1 yıl (Payların işlem görmeye başladığı tarihten itibaren bir yıl süreyle bedelli sermaye artırımını yapılmaması, yeni bir satış veya halka arz yapılmamasına karar verilmiştir)

BIST kodu : TLMAN

Tahsisatlar :

Yatırımcı Grubu	Tahsisat (TL)	Halka arz içindeki payı
Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	5,670,000	90%
Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	630,000	10%
Toplam (Ek satış hariç)	6,300,000	100%

Teşvikler :

Yurtiçi Bireysel Yatırımcı kategorisinde halka arz sonuçlarının açıklandığı gün itibarıyla hesaplarında 50 adet pay ve üzeri olan yatırımcılara Deniz Yatırım'ın halka arzda talepte bulunarak alacağı paylardan bir adet pay verilecektir. Bu paylar şirket paylarının BIST'te işlem görmeye başladığı güne kadar yatırımcıların hesaplarına aktarılacaktır.

Yatırımcılar halka arzdan satın aldıkları şirket paylarının tamamını veya bir kısmını Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süreyle hesaplarında tutmaları durumunda 30 gün içerisinde hesaplarında gün sonunda bulunan en düşük şirket payı üzerinden hesaplanmak üzere %2 bonus pay almaya hak kazanacaklardır.

Geri Alım Taahhüdü : Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı gün dahil olmak üzere 10 işlem günü süreyle her gün açılış seansında halka arz fiyatından Deniz Yatırım aracılığı ile Halka Arz Eden adına 420.000 adet günlük geçerli alım emri girilecektir. Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında kullanılacak azami kaynak; halka arz büyüklüğünün 2/3'ü'ne karşılık gelen 65,1mn lira olacaktır. 10 iş günü içinde halka arz fiyatı o gün için Borsa'da geçerli taban fiyatın altında kalıyor ise Halka Arz Eden'in o iş günü için 420.000 adet günlük emir girme yükümlülüğü tamamlanmış sayılır.

5. Değerleme çalışması hakkında

Trabzon Limanı halka arzında 1 TL nominal değerli payın satış fiyatı 15,50 TL olarak belirlenmiştir. Fiyat tespitinde Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemleri incelenmiştir.

Çarpan analizi yönteminde aşağıda belirtilen çarpanlar kullanılmaktadır.

- FD/FAVÖK (firma değeri/FAVÖK) çarpanı
- F/K (fiyat/kazanç) çarpanı
- FD/Net Satış (firma değeri/net satış) çarpanı

Trabzon Limanı paylarının değerinin tespit edilmesinde çarpan analizi yöntemine yer verilmemiştir. Bu durumun nedenleri benzer şirketlerin işletmekte oldukları limanların işletme hakkı sürelerinin birbirlerinden ve Trabzon Limanı'ndan farklı olmasıdır.

18 Ocak 2018

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine göre bir şirketin değeri söz konusu şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında indirgeme oranı olarak “ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti” kullanılmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti şirketin özkaynak ve borç maliyetlerinin hesaplanarak ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır.

İşletme hakkı süresi : Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. 20 Kasım 2003 tarihli işletme hakkı devri sözleşmesine göre Türkiye Denizcilik İşletmelerine ait Trabzon Limanının 30 yıllık süreyle işletme hakkına sahiptir. Söz konusu devir sözleşmesinin bitiş tarihi 20 Kasım 2033 olarak kabul edilmiş ve İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında yer verilen nakit akımları söz konusu tarihte sonlandırılmıştır.

Para Birimi: Şirketin müşterilerine sunduğu hizmetlerden elde ettiği tüm gelirler ABD doları cinsinden belirlenmiş tarifeye dayalıdır. Bu nedenle şirket değerinin belirlenmesi için oluşturulan modelde yer alan projeksiyonlar ve şirket değeri dolar bazındadır.

Gelirler: Trabzon Limanı'nın gelir kalemleri yüklere verilen hizmetler, gemilere verilen hizmetler ve açık-kapalı alan kiralamaları olarak üç grupta incelenmektedir.

Giderler: Şirketin satışların maliyeti ve genel yönetim giderleri toplamı içinde en büyük bölümü (yaklaşık %50) personel giderleri oluşturmaktadır.

Esas faaliyetlere ilişkin diğer gelirler: 2014-2017/9 dönemleri arasında esas faaliyetlere ilişkin diğer gelirler ağırlıklı olarak ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkı gelirleri ile erken ödeme iskonto gelirlerinden oluşmaktadır. Erken ödeme iskonto gelirleri şirketin SGK tahakkuklarını düzenli ödemesinden dolayı 5084 nolu kanun kapsamında faydalandığı “sigorta primi işveren paylarında teşvik” istisnasından kaynaklanmaktadır.

Esas faaliyetlere ilişkin diğer giderler: Ağırlıklı olarak bağış ve yardımlar, ticari işlemler kur farkı giderleri ve vergi ceza-zamplarından oluşmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında kullanılan varsayım ve öngörüler şirket yönetimi tarafından şirketin geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek dönemlere ilişkin beklentileri yansıtabilecek şekilde oluşturulmuştur.

İndirgenmiş nakit analizine göre Trabzon Limanı'nın şirket değeri 106,8mn dolar karşılığı 406,1mn lira olarak tespit edilmiştir. Buna göre birim pay değeri 19,34 lira olarak hesaplanmaktadır. Bu değer üzerinden %19,8 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim değeri 15,50 lira olarak belirlenmiştir. Bu değer ve 2017 tahmini FVAÖK rakamı olan 12,1mn dolar üzerinden FD/FVAÖK çarpanı 6,9x olmaktadır.

18 Ocak 2018

Projeksiyonlar	➔															
Milyon Dolar	2014	2015	2016/09	2016	2017/09	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	19.2	18.4	12.3	16.8	14.8	20.0	20.6	21.2	21.9	22.5	23.2	23.8	24.6	30.2	31.1	28.5
Limn 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	0.2	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
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	4.4	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%
Limn 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 Kar	13.7	13.4	7.9	10.9	10.6	14.4	14.9	15.3	15.9	16.3	16.8	17.2	17.8	22.0	22.6	20.8
Brüt Kar Marjı - Amortisman hariç	71.0%	73.0%	64.0%	65.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	73.0%	73.0%	73.0%
Brüt Kar Marjı - Kira ve Amortisman hariç	61.0%	68.0%	63.0%	64.0%	71.0%	71.0%	71.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%
Faaliyet Giderleri	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
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir	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
Esas Faaliyetlerden Diğer Gider	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
Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar	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
FVAÖK Marjı	62.0%	57.0%	47.0%	49.0%	59.0%	60.0%	68.0%	68.0%	68.0%	68.0%	68.0%	68.0%	68.0%	68.0%	68.0%	68.0%
FVAÖK - 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
FVAÖK Marjı - Bağış ve Yardımlar Hariç	65.0%	65.0%	54.0%	56.0%	64.0%	66.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%	70.0%	70.0%	70.0%
Amortisman	1.4	1.2	1.0	14.0	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 Karı	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 Kar Marjı	54.0%	50.0%	39.0%	41.0%	49.0%	50.0%	58.0%	58.0%	59.0%	63.0%	64.0%	64.0%	64.0%	66.0%	66.0%	66.0%

Kaynak: Deniz Yatırım

Değerleme

İndirgeme Oranı	9.75%	10%	10.25%
Hedef Firma Değeri (mn dolar)	105.9	104.2	102.5
Net Borç (mn dolar)	-2.6	-2.6	-2.6
Hedef Şirket Değeri (mn dolar)	108.5	106.8	105.1
Hedef Şirket Değeri (mn TL)		406.1	
Halka Arz Şirket Değeri (mn TL)		325.5	
Halka Arz Fiyatı (TL)		15.5	
Yukarı Potansiyel		25%	

Kaynak: Deniz Yatırım

6. Değerlendirme

Fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi için kullanılan benzer şirket yöntemlerine dair hesaplamalar kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.

Trabzon Limanı'nın değerlemesinde faaliyet süresi belli ve finansal verileri öngörülebilir bir şirket olduğu için indirgenmiş nakit akımları analizinin kullanılmış olmasını uygun bulmaktayız.

Şirketin gelir tahmini için kullanılan %3 büyüme varsayımını makul ve temkinli bulmaktayız. Fakat 2017'nin ilk dokuz aylık döneminde %65'e gerilemiş olan brüt kar marjının 2024'e kadar %72, 2024 sonrasında %73 olarak varsayılmasını iyimser olarak değerlendirmekteyiz. Benzer şekilde 2014'te %62, 2015'te %57 ve 2016'da %49 seviyesinde olan ve 2017'nin ilk dokuz aylık döneminde %64'e yükselmiş olan FVAÖK marjının 2018 ve sonrasında %69-%70 olacağı varsayımını da iyimser olarak görmekteyiz.

18 Ocak 2018

Analizde indirgeme oranı olarak %9,75 - %10,00 - %10,25 değerleri alınmış ve %10 değeri değerlemeye esas olarak alınmıştır. Bu oran makul görünmekle birlikte yatırımcılara gösterge olması ve riskin ortaya koyulması açısından bandın daha geniş tutulmasının faydalı olacağı düşüncesindeyiz.

7. Sonuç

Sonuçta fiyat tespit raporunda kullanılan şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değerini bulmaya dayanan indirgenmiş nakit akımları yöntemini şirket değeri açısından kabul edilebilir bir sonuca ulaşılmasında isabetli bir seçim olarak görmekteyiz. Halka arz fiyatının makul sınırlarda olduğunu düşünmekteyiz.

TSKB

Ekonomik Arařtırmalar M¼d¼rl¼ę¼

research@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO 81

FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE

tel: (90) 212 334 50 50 faks: (90) 212 334 52 34

2018 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. her hakkı mahfuzdur.

Bu doküman Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin yatırım bankacılığı faaliyetleri kapsamında, kişisel kullanıma yönelik olarak ve bilgi için hazırlanmıştır. Bu dokümana dayalı herhangi bir işlem yapılması tarafımızdan öngörülen bir husus değildir. Belirtilen görüşler sadece bizim güncel görüşlerimizdir. Bu raporda yer alan bilgileri makul bir esasa dayalı olarak güncelleştirirken, bu konuda mevzuat, uygunluk veya diğer başka nedenlerle amaca uygunluk tam olarak sağlanamamış olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağılı kuruluşları veya çalışanları, burada belirtilen senetleri ihraç edenlere ait menkul kıymetlerle ilgili olarak bir pozisyon almış olabilir veya alabilir; menkul kıymetler üzerinde opsiyonları olabilir veya ilgili diğer bir yatırıma girebilir; bu menkul kıymetleri ihraç eden firmalara danışmanlık yapmış, hisselerinin halka arzına aracılık veya yüklenim taahhüdünde bulunmuş olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağılı kuruluşları bu raporda belirtilen herhangi bir şirket için yatırım bankacılığı da dahil olmak üzere önemli tavsiyeler veya yatırım hizmetleri sağlıyor veya sağlamış olabilir.

Bu raporun ilgili olduğu yatırım fiyatı veya değeri, direkt veya indirekt olarak, yatırımcıların menfaatlerine ters düşebilir. Döviz kurlarındaki herhangi bir değişimin yatırımın değeri veya fiyatı veya bu yatırımdan sağlanan gelir üzerinde olumsuz bir etkisi olabilir. Geçmişteki performans her zaman gelecekteki performansın kılavuzu olacak demek değildir. Yatırım geliri dalgalanma gösterebilir.

Bu rapor kamuya açık bilgilere dayalıdır. Doğru veya tamam olmayan hiçbir beyan yapılmamıştır. Bu rapor söz konusu menkul kıymetlerin alınması veya satılması için bir teklif, yorum ya da yatırım tavsiyesi değildir veya bu menkul kıymetlerin alınıp satılmasına yönelik bir teklif için de bir istek veya zorlama değildir. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve kendisiyle bağlantılı olan diğerleri bahsedilen şirketlerin menkul kıymetleriyle ilgili pozisyon alabilirler veya bu menkul kıymetlerle ilgili işlem yapabilirler, ayrıca bu şirketler için yatırım bankacılığı hizmetleri de verebilirler.

Herhangi bir yatırım kararı yatırımcının tamamıyla kendi kişisel seçimine dayanmalıdır. Bu rapordaki bilgiler herhangi bir yatırım tavsiyesi olmayıp, raporda yer alan firmalara yatırım yapılmasından ötürü Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. hiç bir sorumluluk kabul etmez.

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.



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
www.tskb.com.tr

T: +90 212 334 50 50 F: +90 212 334 52 34

E: info@tskb.com.tr   