

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
TRABZON LİMAN İŞLETMECİLİĞİ A.Ş.

17-01-2018

**“Trabzon Liman İşletmeciliği Anonim Şirketi” Fiyat Tespit Raporu
Değerlendirme Raporu**

İş bu rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği’ nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Deniz Yatırım) tarafından Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. (Trabzon Liman A.Ş., Şirket) için hazırlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’ nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu (Rapor)’ nda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

A- ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

1. Faaliyet Konusu hakkında

Trabzon Liman A.Ş., 2003 yılında kurulmuştur. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı’ nca yapılan ihale sonucu Trabzon Limanı’ nın (Liman) 30 yıllık işletme hakkı 20.11.2003 tarihi itibarıyla 20,2 milyon USD bedel ile Şirket tarafından devralınmıştır.

Şirket’ in ana faaliyeti liman işletmeciliği kapsamında gerçekleştirilen tüm işlemlerdir. Şirket’ in Trabzon Liman sahası üzerinde verdiği başlıca hizmetler; yükleme verilen hizmetler, gemilere verilen hizmetler ve alan kiralalamaları olarak üç ana grupta toplanabilir. Söz konusu üç ana grupta yer alan hizmetler; Boşaltma, Yükleme, Terminal, Pilotaj, Römorkaj, Ardiye, Geçici Depolama, Barınma, Konteyner İçi Yükleme-Boşaltma, Tartı, Su-Elektrik, Atık, Yolcu Hizmetleri ve Açık-Kapalı Alan kiralalamaları olarak sayılabilir.

Şirket’ in elde ettiği gelirler, döviz bazlı olarak hazırlanmış olan tarife üzerinden fiyatlandırılmaktadır.

Liman’ ın kapasite bilgileri aşağıdaki tablodaki gibidir.

Kapasite Konusu	Kapasite
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

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
TRABZON LİMAN İŞLETMECİLİĞİ A.Ş.

13.11.2017 tarihli yönetim kurulu kararıyla Şirketin ödenmiş sermayesi iç kaynaklardan 6.000.000 arttırılarak 21.000.000 TL’ ye çıkarılmıştır. Şirket’ in güncel ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Adı Soyadı	Pay Grubu	(TL)	(%)
Albayrak Turizm Seyahat İnşaat Ticaret A.Ş.	A*	2.800.000	13,33
Albayrak Turizm Seyahat İnşaat Ticaret A.Ş.	B	9.144.000	43,40
Ereğli Tekstil Turizm Seyahat San. ve Tic. A.Ş.	B	8.400.000	40,00
Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.	B	1,40	0,03
Ahmet Albayrak	B	114.345	0,54
Bayram Albayrak	B	114.331	0,54
Nuri Albayrak	B	114.331	0,54
Kazım Albayrak	B	114.331	0,54
Mustafa Albayrak	B	114.329	0,54
Muzaffer Albayrak	B	114.331	0,54
Toplam		21.000.000	100,00

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

Deniz Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’ nda, Şirketin faaliyet alanı, kapasitesi, faaliyet verileri hakkında bilgi verilmiştir. Verilen bilgiler, genel bir değerlendirme yapmaya yetecek ölçüde açık bir şekilde ifade edilmiştir.

2. Finansal Tablolar

Raporda Şirketin ilgili dönemler itibariyle bilanço ve gelir tablolarına yer verilmiştir. Aşağıda özet bilanço ve gelir tablosu kalemleri görülebilir.

BİLANÇO (TL)	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Dönen Varlıklar	26,162,890	27,265,438	17,964,240
Duran Varlıklar	57,467,064	75,359,400	117,261,291
Toplam Varlıklar	83,629,954	102,624,838	135,225,531
Kısa Vadeli Yükümlülükler	25,280,117	31,302,408	47,232,811
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,351,615	17,983,706	31,035,306
ÖZKAYNAKLAR	52,998,222	53,338,724	56,957,414
Ödenmiş Sermaye*	15,000,000	15,000,000	15,000,000
Toplam KAYNAKLAR	83,629,954	102,624,838	135,225,531

*13.11.2017 tarihli yönetim kurulu kararıyla iç kaynaklardan 6.000.000 arttırılarak 21.000.000 TL’ ye çıkarılmıştır.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
TRABZON LİMAN İŞLETMECİLİĞİ A.Ş.

GELİR TABLOSU (TL)	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2016	30.09.2017
Hasılat	50,166,340	50,895,021	35,903,295	53,278,912
Satışların Maliyeti	-16,908,482	-22,234,220	-15,790,270	-20,650,132
Brüt Kar/Zarar	33,257,858	28,660,801	20,113,025	32,628,780
Esas Faaliyet Karı/Zararı	25,317,301	20,640,645	13,978,990	25,877,021
Dönem Karı	21,468,166	20,309,455	13,077,464	23,051,893

B - DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

Değerleme Yöntemleri

Deniz Yatırım, Trabzon Liman A.Ş.’nin paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; değerleme yöntemleri olarak İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Çarpan Analizi yöntemlerini incelemiş, ancak benzer şirketlerin işletmekte oldukları limanların işletme hakkı sürelerinin birbirlerinden ve Trabzon Limanı’ndan farklı olması nedeniyle değerlemede çarpan analizi yöntemine yer verilmemiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Kullanılan varsayımlar;

- Özelleştirme Yüksek Kurulu’ nun kararına istinaden tanzim ve imza edilen İşletme Hakkı Devir Sözleşmesinin bitiş tarihi 20.11.2033 olduğundan, İNA’ daki nakit akımları bu tarihte sonlandırılmıştır.
- Şirket’ in müşterilerine sunduğu hizmetlerden elde ettiği tüm gelirler USD cinsinden belirlendiğinden, İNA projeksiyonları da USD cinsinden yapılmıştır.
- Şirket’in Esas Faaliyet Gelirleri; Liman Hizmet Gelirleri ve Kira Gelirleri olarak iki ana grup altında toplanmıştır. Gelirlerde USD bazında yıllık %3,00 düzeyinde artış öngörülmektedir.
- Satışların Maliyeti; Personel Giderleri ve Liman Hizmet Giderleri olarak iki ana grupta toplanmıştır. Personel giderlerinin USD bazında yıllık %2,75 ile artış göstermesi beklenirken, liman hizmeti giderleri için %3,00 oranında bir artış öngörülmüştür.
- Faaliyet giderleri altındaki personel giderlerinin USD bazında yıllık %2,00, diğer faaliyet giderlerinin ABD enflasyon beklentilerine paralel olarak büyümesi öngörülmüştür.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
TRABZON LİMAN İŞLETMECİLİĞİ A.Ş.

- Sabit kıymet yatırımlarının 2018-2031 döneminde her yıl liman hizmet gelirlerinin %2,00’si, 2031-2033 yıllarında ise %0,50’i olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.
- Kurumlar vergisi oranı, 2017 yılı için %20, 2018-2019-2020 yılları için %22, 2021 yılından sonra %20 olarak öngörülmüştür.
- Risksiz getiri oranı olarak TC Hazinesi tarafından ihraç edilmiş olan 14.02.2034 vadeli USD cinsinden Eurobond’un 26.12.2017 tarihli alış ve satış gelirleri ortalaması olan %5,7885 kullanılmıştır.
- Risk primi olarak % 5 öngörüsünde bulunulmuştur.
- Beta değeri olarak benzer şirketlerin kaldıraçlı Beta değeri 0,80 kullanılmıştır.
- Özsermaye maliyeti % 9,79 olarak hesaplanmış, yukarı yuvarlanarak % 10 olarak dikkate alınmıştır.

Buna göre İNA yöntemiyle Trabzon Liman A.Ş. için 106,8 milyon USD karşılığı 406,1 milyon TL Şirket değeri tespit edilmiştir. Şirketin ödenmiş sermayesi 21 milyon TL olup, birim pay değeri 19,34 TL’ye denk gelmektedir.

C- KULLANILAN YÖNTEMLERE İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELERİMİZ

Değerleme çalışmasında, İNA analizi yanı sıra başka değerlendirme yöntemleri de kullanarak değer tespitinin desteklenmesinin daha faydalı olacağı görüşündeyiz. Benzer şirketlerin işletmekte oldukları limanların işletme hakkı sürelerinin birbirlerinden ve Trabzon Limanı’ndan farklı olması nedeniyle değerlemede çarpan analizi yöntemine yer verilmediği belirtilmiştir. Öte yandan bu şirketlere ilişkin Beta değeri değerlendirilmede kullanılarak bir ikilem oluşturulduğunu düşünüyoruz. Çarpan analizi yönteminin kullanılması uygun görülmediyse, bu şirketlerin beta değeri de kullanılmayabilir ve halka arzlarında genellikle uygulanan 1 beta değeri uygulanabilirdi.

İNA’daki nakit akımlarının, İşletme Hakkı Devir Sözleşmesinin bitiş tarihi olan 20.11.2033’de sonlandırılmasını uygun buluyoruz. Şirket’in müşterilerine sunduğu hizmetlerden elde ettiği tüm gelirler USD cinsinden belirlendiğinden, İNA projeksiyonlarının da USD cinsinden yapılmasını makul buluyoruz.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU TRABZON LİMAN İŞLETMECİLİĞİ A.Ş.

2014 yılında Favök marjı % 62 seviyesinde iken, 2015 yılında bu oran % 57’ ye, 2016 yılında %49’ a gerilemiştir. Yani yıllar bazında marjlarda gerileme olmuştur. 2017/9 aylık dönem itibariyle Favök marjı % 59’ yükselse de, geçmiş dönem verileri ışığında Favök marjının 2018’de %68’e çıkması ve projeksiyon döneminin sonuna kadar bu seviyede kalmasının temel nedenlerinin açıklanması gerektiği görüşündeyiz.

Değerleme çalışmasında net işletme sermayesi değişimi kaleminin kullanılmadığını görüyoruz. İNA yönteminde serbest nakit akımı’ na ulaşmada genellikle yer verilen bu kalemin, neden kullanılmadığına ilişkin bir değerlendirme raporunda bir açıklama bulunması gerektiğini düşünüyoruz.

Bu halka arz ile 6,3 milyon adet payın halka arz edilmesi planlanmaktadır. Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup, halka arz sonucunda Şirket’ e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı tamamen halka arzda ortak satışı gerçekleştirecek Albayrak Turizm Seyahat İnşaat Ticaret A.Ş.’ nin tasarrufunda olacaktır. Albayrak Turizm, Şirket’ e olan 80.416.993 TL tutarındaki ticari olmayan borcunu halka arzdan elde edeceği gelir ile Pay Tebliği md 5/6 sınırlamalarına uygun hale getirmeyi taahhüt etmiştir. Masrafların çıkarılması ile hesaplanacak net halka arz gelirinin 93,5 ile 93,8 milyon TL arasında olması beklenmektedir. Fiyat tespit raporunda bu paragraftaki bilgilere yer verilmemiştir. Özellikle halka arz gelirin kullanımına ilişkin bilgi verilmesinin önemli olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, Deniz Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporuna göre Trabzon Liman A.Ş.’ nin Şirket değeri 106,8 milyon USD karşılığı 406,1 milyon TL olarak belirlenmiştir. Şirketin ödenmiş sermayesi 21 milyon TL olup, birim pay değeri 19,34 TL’ye denk gelmektedir. Bu değer üzerinden uygulanan %19,8’ lik halka arz iskontosu sonrasında 15,50 TL olarak belirlenen halka arz fiyatını makul olarak değerlendiriyoruz.

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.

GENEL MÜDÜRLÜK

Büyükdere Cad. No: 171 Metrocity A Blok Kat: 17 1.Levent/İST.

Tel:+90 212 344 09 00 Faks: +90 212 344 09 13

www.metroyatirim.com.tr

Görüş ve önerileriniz için iletişim adresimiz; info@metroyatirim.com.tr