

Fiyat Analiz Raporu

Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş.

16 Ocak 2018

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. Fıkrasına istinaden PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Deniz Yatırım") Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. ("Trabzon Liman İşletmesi ve/veya Şirket") halka arzı için hazırlamış olduğu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgiler doğru kabul edilmiş ve bu bilgilerin doğruluğu konusunda herhangi bir inceleme yapılmamıştır. İşbu rapor; Deniz Yatırım'ın hazırlamış olduğu Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

1. Şirket

Trabzon Liman İşletmesi, 2003 yılında kurulmuştur. Aynı yıl Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nca Trabzon limanının 30 yıllık işletme hakkı yapılan ihalede 20,2 milyon ABD Doları ("USD") bedel ile Şirket'e geçmiştir.

1.1. Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay Grubu	TL	%
Albayrak Tur. Sey. İnş. Tic. A.Ş.	A*	2.800.000,00	13,33%
Albayrak Tur. Sey. İnş. Tic. A.Ş.	B	9.114.000,00	43,40%
Ereğli Tekstil Tur. Sey. San. ve Tic. A.Ş.	B	8.400.000,00	40,00%
Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.	B	1,40	0,00%
Ahmet Albayrak	B	114.345,00	0,54%
Bayram Albayrak	B	114.331,00	0,54%
Nuri Albayrak	B	114.331,00	0,54%
Kazım Albayrak	B	114.331,00	0,54%
Mustafa Albayrak	B	114.329,60	0,54%
Muzaffer Albayrak	B	114.331,00	0,54%
Toplam		21.000.000,00	100,00%

*A grubu payların oyda imtiyazı olup A grubu 1 adet pay 15 oy hakkına sahiptir.

1.2. Faaliyetleri

Trabzon Liman İşletmesi, liman işletmeciliği kapsamındaki tüm faaliyetleri yürütmektedir.

Başlıca Hizmetler

Yüklere Verilen Hizmetler

Gemilere Verilen Hizmetler

Alan Kiralamaları

Bu üç başlık altında verilen hizmetler:

Boşaltma, Yükleme, Terminal, Pilotaj, Römorkaj, Ardiye, Geçici Depolama, Barınma, Konteyner İçi Yükleme – Boşaltma, Tartı, Su – Elektrik, Atık, Yolcu Hizmetleri ve Açık – Kapalı Alan Kiralamaları

Verilen hizmetlere ilişkin kapasite ilgileri aşağıdaki gibidir:

Kapasite Konusu	Kapasite (Yıllık)
Elleçleme	10.000.000 ton
Depolama	5.000.000 ton
Gemi Abul	2.500 adet
Konteyner Elleçleme	350.000 TEU
Konteyner Depolama	300.000 TEU

Şirket verileridir.

1.3. Faaliyet Verileri

Elleçlenen Yük Hacmi					
İşlem - Milyon Ton	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Boşaltma	1,9	2,2	2,2	1,6	1,7
Yükleme	0,3	0,5	0,7	0,5	0,6
Toplam	2,2	2,7	2,9	2,1	2,3

Rejime Göre Yük - Milyon Ton	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
İthalat	1,4	1,5	1,4	1,0	1,1
Transit	0,2	0,7	1,1	0,8	0,8
Dahili	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
İhracat	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Toplam	2,2	2,7	2,9	2,1	2,3

Şirket Verileri

Terminal Hizmeti	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Genel Kargo+Dökme - Milyon Ton	0,8	0,8	0,6	0,5	0,6
Konteyner - Adet	31.162	30.347	22.097	19.127	15.059

Şirket Verileri

Gemi Hareketeri - 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

Şirket, limanı devraldıktan sonra kapalı ambar kapasitesini artırmıştır. Mevcut durumda 21 adet kapalı ambarda 23.585 m² üzerinden 85.000 ton depolama kapasitesine sahiptir. Buna ek olarak, 240.000 m² üzerinde 400.000 ton açık depolama kapasitesine de sahiptir. 21 kapalı ambarın 18 adeti kiralanmış durumdadır, geriye kalan 3 adet ambar Şirket'in diğer hizmetleri için kullanılmaktadır.

1.4. Mali Tablolar

Bilanço - Bin TL				
	2014	2015	2016	30.09.2017
Dönen Varlıklar	28.170	26.163	27.265	17.964
Ticari Alacaklar	5.169	1.425	1.526	1.726
İlişkili Taraflardan	3.291	294	21	29
İlişkili Olmayan Taraflardan	1.879	1.131	1.506	1.697
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	22.708	23.481	22.712	13.622
Duran Varlıklar	46.106	57.467	75.359	117.261
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	7.571	16.204	22.457	66.795
Maddi Duran Varlıklar	20.758	26.967	38.374	36.179
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15.095	14.296	13.957	13.982
Toplam Varlıklar	74.276	83.630	102.625	135.226

Kısa Vadeli Yükümlülükler	18.043	25.280	31.302	47.233
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	4.303	9.135	9.292	13.275
Ticari Borçlar	3.699	1.997	3.974	4.039
İlişkili Taraflara	1.796	74	191	437
İlişkili Olmayan Taraflara	1.903	1.923	3.782	3.602
Ertelenmiş Gelirler	428	212	6.821	11.625
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	5.557	5.913	1.812	5.362
Diğer	2.281	6.010	4.646	7.957
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.373	5.352	17.984	31.035
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	13.448
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	706	0	6.594	5.871
Çalışanlara Sağlanan Fay. İli. Karşılıklar	1.792	2.467	3.523	4.348
Diğer	1.970	2.134	7.338	6.988
Özkaynaklar	50.860	52.998	53.339	56.957
Ödenmiş Sermaye	15.000	15.000	15.000	15.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	7.626	9.651	11.699	13.737
Geçmiş yıllar Karları	5.771	7.027	6.935	5.795
Net Dönem Karı	22.336	21.468	20.309	23.052
Toplam Kaynaklar	74.276	83.630	102.625	135.226

Gelir Tablosu - Bin TL					
	2014	2015	2016	30.09.2016	30.09.2017
Satışlar	42.019	50.166	50.895	35.903	53.279
Satışların Maliyeti	15.076	16.908	22.234	15.790	20.650
Brüt Kar	26.943	33.258	28.661	20.113	32.629
Esas Faaliyet Karı	22.854	25.317	20.641	13.979	25.877
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faa. Karı	25.819	25.376	20.242	13.531	25.910
Vergi Öncesi Kar	27.324	27.295	23.071	16.396	28.345
Net Dönem Karı	22.336	21.468	20.309	13.077	23.052

2. Deęerleme

2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Limanın işlete hakkı 2033 yılına kadar Trabzon Liman İşletmeciliği'nin elinde olduğundan nakit akımları 2033 yılında kesilmiştir.

Projeksiyonlar USD cinsinden yapılmıştır.

Gelirler Liman Hizmetleri ve Kira Gelirleri olarak ele alınmıştır.

Gider projeksiyonları yapılırken satışların maliyeti altında yer alan giderlerden amortisman ve personel giderleri haricindeki tüm maliyetler liman hizmet gelirlerine ilişkilendirilmiştir. Yine benzer şekilde genel yönetim giderleri altında yer alan giderlerden amortisman ve personel giderleri ayrı sınıflandırılmıştır.

Kurumlar vergisi 2018, 2019 ve 2020 yılları için %22, diğer yıllar için %20 alınmıştır.

Milyon USD	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	20	20,6	21,2	21,8	22,5	23,2	23,9	24,6	25,3	26,1	26,9	27,7	28,5	29,4	30,2	31,1	28,5
Satışların Maliyeti	5,6	5,7	5,9	6	6,2	6,4	6,6	6,8	7	7,2	7,4	7,6	7,8	8	8,2	8,5	7,7
Brüt Kar	14,4	14,9	15,3	15,8	16,3	16,8	17,3	17,8	18,4	18,9	19,5	20,1	20,7	21,4	22	22,7	20,8
Faaliyet Giderleri	0,9	0,9	0,9	0,9	1	1	1	1	1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1
FAVÖK	12,1	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	20,6	21,3	19,4
Sabit Kıymet Yatırımları	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
Kurumlar Vergisi	0,5	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3	3,1	3,2	3,3	3,4	3,6	3,7	3,3
Serbest Nakit Akımı	2,8	11,2	11,5	11,8	12,2	12,6	13	13,4	13,8	14,2	14,6	15	15,5	16	16,5	17,4	16
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 Akımı	2,8	10	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
%10 İndirgeme Oranı ile İndirgenmiş Toplam Nakit Akımı (Firma Deęeri)																	104,2
Net Borç																	-2,6
Şirket Deęeri																	106,8
USD/TL																	3,8029
Şirket Deęeri (TL)																	406,1
Birim Pay Deęeri (TL)																	19,34
Halka Arz İskontosu																	19,80%
Halka Arz Fiyatı (TL)																	15,50

2.2. Sonuç

Deęerleme yapılırken indirgenmiş nakit akımları dışında bir yöntem kullanılmamış ve pay başına değer %19,80 oranında iskonto ile 15,50 TL bulunmuştur.

3. Analiz ve Görüş

- Çarpan analizinin yurt içinde benzer şirket bulunmamasından, yurt dışı benzer şirketlerin ise liman işletme hakkı sürelerinin farklı olması nedeniyle kullanılmamasını makul bulmakla birlikte şirketin mevcut durumu ile değerinin değerlendirilmesinde kullanılmasının daha sağlıklı bir değer ortaya çıkaracağı görüşündeyiz.
- İndirgenmiş nakit akımlarında varsayımlar detaylı ve anlaşılır bir şekilde anlatılmıştır.
- Liman hizmet gelirlerinin yıllık %3 seviyesinde artacağı varsayımının makul seviyede olduğunu düşünüyoruz.
- Geçmiş döneme bakıldığında 2017 yılsonu rakamı olan 0,5 milyon USD'nin üzerinde kira geliri elde edilen dönemler olduğu görülmektedir. Bunu da dikkate alarak kira geliri varsayımlarının %3 seviyesinde artırılmasını makul buluyoruz.
- Personel giderlerinin gelirlere paralel bir şekilde %3 artacağı varsayımında bulunmanın daha doğru olacağını düşünüyoruz.
- Analizimizin sonucu olarak %19,80 halka arz iskontosu ile bulunan 15,50 TL'lik halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Yasal Uyarı:

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil , suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan kurumumuz ve kurumumuz çalışanları sorumlu değildir. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul kıymetlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgiler "yatırım danışmanlığı" hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp; yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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. Size sunulan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Bu tavsiyeler genel nitelikte olup, özel olarak sizin mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olarak hazırlanmamıştır. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir."

Lütfen son sayfada yer alan uyarıyı okuyunuz.