

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (QNB Finans) tarafından hazırlanan Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	HOROZ
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %75 Yurt İçi Kurumsal : %25
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	29-30-31 Mayıs 2024
Halka Arz Öncesi Sermaye	72.488.084 TL
Sermaye Artırımı	18.000.000 TL
Ortak Satışı	2.500.000 TL
Ek Satış	4.100.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	90.488.084 TL
Halka Açıklık Oranı	22,65%
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	27,19%
Talep Toplama Fiyatı	55,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1.127.500.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	1.353.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.986.844.620 TL
Halka Arz Öncesi Net Borç (Net Nakit)	1.503.919.057 TL
Firma Değeri	5.490.763.677 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	4.976.844.620 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2023	29,26
FD/FAVÖK 2023	6,56
PD/DD 2023	4,76

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2023	36,53
FD/FAVÖK 2023	6,56
PD/DD 2023	2,72

Özet Bilgi

- Horoz Lojistik, 1998 yılında yurt içi ve yurt dışı taşımacılık ve lojistik hizmetler üretmek üzere İstanbul'da kurulmuştur.
- Şirket, uluslararası karayolu taşımacılığı, yurt içi karayolu taşımacılığı, depoculuk, ülke genelinde parsiyel ürün dağıtımı ve e-ticaret depoculuğu alanlarında hizmetler sunmakta olup 3. parti lojistik hizmetler sağlayan bir operatördür. 3PL lojistik, bir şirket tarafından lojistik alanında hizmete ihtiyaç duyan firmalara dolaylı yoldan sağlanan hizmetleri ifade etmektedir ve lojistik ile tedarik zinciri yönetimi işlevlerinin üçüncü taraf bir lojistik sağlayıcıya yaptırılması anlamına gelmektedir.
- 2000 yılında taşımacılık sektörünün global firmalarından olan SCAC Méditerranée ve SCAC (şimdiki adı Bolloré Logistics) ile birlikte Horoz Bolloré Logistics Taşımacılık Anonim Şirketi kurulmuş ve Şirket, işbu ortak girişim ile mevcut hizmetlerine ek olarak; denizyolu-havayolu nakliye organizatörlüğü, konteyner dahili taşımacılık ve proje kargo taşımacılığı alanlarında müşterilerine hizmet vermeye başlamıştır.
- Şirket 2002 yılında kurduğu tesis ağı ve kendi geliştirdiği nakliye yazılımları ile parsiyel (tam araç hacminden az kısmi yük) dağıtım hizmetini devreye almıştır. Gelişen dağıtım ağı ve müşteri talepleri doğrultusunda 2007 yılında eve teslim hizmetlerine başlayan Horoz Lojistik, 2012 yılında İstanbul Şekerpınar'da 44.000 m² depolama alanına sahip tesisi mülk sahibinden uzun dönemli kiralarak devreye almış ve yurtiçi dağıtım faaliyetlerini yeniden yapılandırmıştır. Tesisin kuruluşu ile birlikte depolama hizmetleri ile İstanbul Anadolu yakasından ülke geneline mal çıkışları, tek bir noktada konsolide edilerek dağıtım faaliyetlerinde verimlilik sağlanmıştır. Takip eden yılda ise, Horoz Lojistik'in yatırımları devam etmiş ve İstanbul Hadımköy'de 17.000 m² filo, depolama ve dağıtım entegre hizmetlerin verildiği tesis uzun dönem kiralanarak hizmete açılmıştır.
- Şirket, 2019 yılında mobilya ürünlerinin depolama, dağıtım ve satış sonrası hizmetlerini entegre şekilde bir arada sunan mobilyacılık hizmetleri birimi faaliyetine başlamıştır.
- Horoz Lojistik, 2020 yılında gelişen elektronik ticaret (e-commerce) pazarına da giriş yapmış ve 2021 yılında açtığı depo ile pazar yerlerine lojistik hizmeti vermeye başlamıştır. Bu noktada Şirket, Horoz Cüzdan (Ön Ödemeli Gönderi Sistemi) gibi çeşitli teknoloji tabanlı hizmetler geliştirmiştir. Takip eden yıllarda ise günlük 50.000 sipariş karşılama kapasiteli tam otomasyonlu elektronik ticaret deposunu açarak bu alandaki yatırımlarına devam etmiştir.
- Şirket, 2021 yılı itibarıyla e-ihracat hizmetine başlamıştır. 2023 yılı itibarıyla, Şirket tarafından Avrupa ülkelerinde sipariş yönetimi (depolama) devreye alınmıştır.
- Horoz Lojistik, sunduğu hizmetlere göre yapılmış farklı birimlerden meydana gelmektedir. Bu birimler; yurt içi komple taşımacılık, yurt içi dağıtım, depoculuk hizmetleri, mobilya hizmetleri, e-ihracat, e-ticaret ve uluslararası karayolu taşımacılığıdır. Şirket'in her birimi kendi alanında hizmet geliştirme, satış ve operasyon faaliyetlerini yöneten birer kar merkezi olarak tanımlanmaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket, sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arzından elde edilecek gelirin,

- %10-15'inin elektrikli araç satın alımında,
- %10-15'inin güneş enerjisi santrali kurulmasında,
- %20-25'inin e-ticarete yönelik faaliyetlerin geliştirilmesinde,
- %5-10'unun depoculuk ve lojistik hizmetlerinin geliştirilmesinde,
- %40-45'inin işletme sermayesinin güçlendirilmesinde

kullanılması planlamaktadır.

Ortaklık Yapısı

Horoz Lojistik Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
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	100,0%	90.488.084	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş. Bilanço, TL			
VARLIKLAR	2021	2022	2023
DÖNEN VARLIKLAR	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 VARLIKLAR	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 Gavrimenkuller	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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

KAYNAKLAR	2021	2022	2023
KISA VADELİ 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
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	<i>618.026.622</i>	<i>604.198.897</i>	<i>633.588.189</i>
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
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	62.479.607	87.281.716	93.593.162
Diğer Borçlar	141.993.311	125.277.376	47.529.457
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Söz. Doğan Yük. Dışında Kalanlar)	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 VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	548.166.002	542.339.378	1.005.626.678
Uzun Vadeli Borçlanmalar	427.229.081	436.719.047	911.618.601
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar</i>	<i>427.229.081</i>	<i>436.719.047</i>	<i>911.618.601</i>
Ticari Borçlar		3.309.409	1.555.766
Diğer Borçlar	92.044.335	15.027.354	32.839.927
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Söz. Doğan Yük. Dışında Kalanlar)		25.512.979	559.484
Uzun Vadeli Karşılıklar	28.892.586	61.770.589	59.052.900
ÖZKAYNAKLAR	416.395.032	650.098.257	838.001.411
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	390.866.256	625.854.508	837.998.527
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.000	72.488.084
Sermaye Düzeltmesi Farkları	1.109.016.974	1.109.016.974	765.552.190
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	-474.089.622	-474.089.622	
Kar veya Zararda Yen. Sınıflandırılmayacak Bir. Diğer Kap. Gel. (Gid.)	124.572.292	54.355.516	105.978.830
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)</i>	<i>132.084.578</i>	<i>69.156.571</i>	<i>123.661.446</i>
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları</i>	<i>-7.269.608</i>	<i>-13.811.403</i>	<i>-16.435.398</i>
<i>Özkaynak Yön. ile Değ. Yat. Diğer Kap.Gel. Kar/Zar. Sınıf. Paylar</i>	<i>-242.678</i>	<i>-989.652</i>	<i>-21.247.218</i>
Kar veya Zararda Yeniden Sınıf. Bir. Diğer Kap. Gel. (Gid.)			31.806
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>			<i>31.806</i>
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	305.997.974	305.997.974	8.650.881
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	-1.053.801.040	-774.631.362	-251.106.875
Net Dönem Karı veya Zararı	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	3.551.882.751

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu			
TL	2021	2022	2023
Hasılat	3.433.280.635	4.089.121.410	5.451.259.992
Yıllık Değişim		19,1%	33,3%
Satışların Maliyeti (-)	-3.282.395.786	-3.804.504.973	-4.967.154.900
Yıllık Değişim		15,9%	30,6%
Brüt Kar/Zarar	150.884.849	284.616.437	484.105.092
Yıllık Değişim		88,6%	70,1%
Brüt Kar Marjı	4,4%	7,0%	8,9%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-231.234.873	-260.922.967	-431.273.968
Faaliyet Karı	-80.350.024	23.693.470	52.831.124
Yıllık Değişim			123,0%
Faaliyet Kar Marjı	-2,3%	0,6%	1,0%
Amortisman	417.595.165	573.361.547	784.056.955
FAVÖK1	337.245.141	597.055.017	836.888.079
Yıllık Değişim		77,0%	40,2%
FAVÖK1 Marjı	9,8%	14,6%	15,4%
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 Kar/(Zararı)	-134.428.963	6.534.978	-53.999.728
FAVÖK2	283.166.202	579.896.525	730.057.227
Yıllık Değişim		104,8%	25,9%
FAVÖK2 Marjı	8,2%	14,2%	13,4%
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yat. Kar/Zar. Paylar	52.979.201	51.835.907	33.854.376
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	51.006.102		6.885.889
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)		-20.868.547	-206.662
Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faaliyet Kar/(Zararı)	-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
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	479.612.850	536.420.662	493.881.521
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/(Zararı)	244.534.161	317.997.080	204.590.027
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	33.700.625	-14.060.855	-68.355.622
Dönem Vergi Gel/(Gideri)	-9.715.158	-30.001.929	-68.482.399
Ertelenmiş Vergi Gel/(Gideri)	43.415.783	15.941.074	126.777
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kar/(Zararı)	278.234.786	303.936.225	136.234.405
Dönem Karı / (Zararı)	278.234.786	303.936.225	136.234.405
Dönem Kar / (Zararının) Dağılımı	278.234.786	303.936.225	136.234.405
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-934.892	-1.268.803	-169.205
Ana Ortaklık Payları	279.169.678	305.205.028	136.403.610

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme

- QNB Finans, Horoz Lojistik'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %30 ve Çarpan Analizi %70 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Horoz Lojistik özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- QNB Finans tarafından Horoz Lojistik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde BİST Yıldız Pazar ve BİST Ulaştırma Endeksi'nde işlem gören şirketler ile yurt dışında işlem gören benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyanın kullanılmasını makul karşılamakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da değerlemeye dahil edilmese de raporda yer verilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Piyasa çarpanları analizinde, FD/FAVÖK çarpanı hesaplamasında 5'ten küçük ve 20'den büyük değerler uç değer olarak kabul edilerek değerlendirme dışı bırakılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- QNB Finans tarafından FD/FAVÖK çarpanları hesaplanırken şirketlerin 26 Nisan 2024 tarihli piyasa verileri ile 31.12.2023 tarihinde sona eren 12 aylık finansal verileri kullanılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

1. BİST Yıldız Pazar Şirketleri Çarpan Analizi

- BİST Yıldız Pazar benzer şirketler çarpan analizinde, Borsa İstanbul'da Yıldız Pazar'da işlem gören şirketler, banka, sigorta, finansal hizmetler ve gayrimenkul şirketleri dışarıda tutulacak şekilde dikkate alınmıştır.
- BİST Yıldız Pazar benzer şirketler çarpan analizinden şirket için 6.520.008.258 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

BİST Yıldız Pazar Benzer Şirketler Çarpan Değeri	
TL	
FAVÖK	836.888.079
FD/FAVÖK Çarpan Medyanı	9,59
Firma Değeri	8.023.927.315
Net Borç	1.503.919.057
Hesaplanan Piyasa Değeri	6.520.008.258

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2. BİST Ulaştırma Endeksi Şirketleri Çarpan Analizi

- BİST Ulaştırma Endeksi çarpan analizinde, Borsa İstanbul'da Ulaştırma Endeksi'nde işlem gören seçili şirketler dikkate alınmıştır. Çarpan analizine konu edilen seçilmiş Ulaştırma Endeksi şirketlerinin hangileri olduğu raporda belirtilmemiştir.
- BİST Ulaştırma Endeksi çarpan analizinden şirket için 5.992.313.325 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

BİST Ulaştırma Endeksi Benzer Şirketler Çarpan Değeri	
TL	
FAVÖK	836.888.079
FD/FAVÖK Çarpan Medyanı	8,96
Firma Değeri	7.496.232.382
Net Borç	1.503.919.057
Hesaplanan Piyasa Değeri	5.992.313.325

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak BİST Yıldız Pazar ve BİST Ulaştırma Endeksi çarpan analizinden elde edilen şirket değerleri eşit ağırlıklandırılarak yurt içi benzer şirketler çarpan analizinden şirket için 6.256.160.791 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değeri		
TL	Ağırlık	Değer
BİST Yıldız Pazar Çarpan Değeri	50,00%	6.520.008.258
BİST Ulaştırma Endeksi Çarpan Değeri	50,00%	5.992.313.325
Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri		6.256.160.791

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt dışı benzer şirket analizinde, Horoz Lojistik ile benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen 18 şirket incelenmiş olup FD/FAVÖK çarpanı uç değer olarak kabul edilen 3 şirket hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	
Şirket	FD/FAVÖK
Deutsche Post AG	6,22
Kuehne+Nagel International AG	10,82
DSV A/S	10,90
GXO Logistics, Inc.	5,19
Guangzhou Jiacheng International Logistics Co., Ltd.	17,68
Expeditors International of Washington, Inc.	12,17
C.H. Robinson Worldwide, Inc.	14,35
NTG Nordic Transport Group A/S	8,06
Sinotrans Limited	8,28
CJ Logistics Corporation	4,97
Old Dominion Freight Line, Inc.	19,84
J.B. Hunt Transport Services, Inc.	2,41
Knight-Swift Transportation Holdings Inc.	9,21

Werner Enterprises, Inc.	6,24
Marten Transport, Ltd.	6,41
Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft	8,42
Heartland Express, Inc.	3,54
P.A.M. Transportation Services, Inc.	5,04
Medyan	8,42
Ortalama	9,92

- Yurt dışı benzer şirket çarpan analizinden şirket için 5.543.102.585 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değeri	
TL	
FAVÖK	836.888.079
FD/FAVÖK Çarpan Medyanı	8,42
Firma Değeri	7.047.021.642
Net Borç	1.503.919.057
Hesaplanan Piyasa Değeri	5.543.102.585

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2024-2028 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** Şirket'in gelir tablosu oluşturulurken tüme varım yaklaşımı kullanılmıştır. Şirket'in satış gelir projeksiyonu, uluslararası karayolu taşımacılığı, yurt içi komple taşımacılık, e-ticaret depoculuk faaliyetleri, yurt içi dağıtım faaliyetleri, depoculuk faaliyetleri, mobilyacılık faaliyetleri ve e-ihracat faaliyetleri olmak üzere 7 kategoriye ayrılarak tahminleme yapılmıştır.
- Şirket'in satış projeksiyonları oluşturulurken, farklı pazar dinamiklerine sahip olan hizmet kategorileri için, Şirket'in performans yönetimi kapsamında takip ettiği hizmet kategorileri kırılımı kullanılmıştır. Her bir hizmet kategorisi için Şirket'in stratejisi ve pazar beklentileri göz önünde bulundurularak farklı satış miktarı ve diğer operasyonel metrikler ile büyüme oranları tahmin edilmiştir. Ortalama birim hizmet fiyatlarının, hizmet kategorileri bazında her yıl fiyat artışı beklentilerine paralel olacak şekilde, döviz bazında gelir elde eden hizmet kategorileri özelindeyse kur değişimlerine paralel olarak artacağı varsayılmıştır.
- Uluslararası karayolu taşımacılığı kapsamında, projeksiyon dönemi boyunca uluslararası karayolu taşımacılığı hizmet grubundaki sefer adedi büyümelerinin, Orta Vadeli Program'da açıklanan Türkiye büyümelerine paralel olarak artış göstereceği tahmin edilmiştir. Faaliyet alanının gelirleri döviz cinsinden olduğu için, sefer başına gelirlerin dövizde yaşanacak değişimlere ve ilgili taşımacılık faaliyetinin gerçekleştirildiği ülkelerin enflasyonlarına bağlı olarak artış göstereceği öngörülmüştür. 2028 yılında Şirket'in satışlarından alacağı payın %6,7 seviyesinde olması beklenmektedir.
- Yurt içi komple taşımacılık faaliyetinde, ağırlıklı olarak piyasadan anlık olarak araç tedarik etmekle birlikte, 31.12.2023 tarihi itibarıyla 18'i özmal ve 74'ü uzun dönemli kiralık olmak üzere toplamda

92 araçlık bir filoya sahiptir. Yurt içi komple taşımacılık hizmet grubundaki sefer adedi büyümelerinin, projeksiyon dönemi boyunca Orta Vadeli Program'da açıklanan Türkiye büyümelerine paralel olarak seyredeceği ve geçmiş dönemlerdeki navlun fiyatlarının da projeksiyon döneminde TCMB enflasyon beklentilerine paralel olarak artış göstereceği öngörülmüştür. Faaliyet alanının 2028 yılı net satışlarına oranının %7,8 seviyesinde olacağı tahmin edilmiştir.

- E-Ticaret depoculuk faaliyetleri kapsamında Şirket'in 2024 yılında devreye almayı hedeflediği 1 adet yeni e-ticaret depo yatırımı bulunmaktadır. Belirtilen yatırıma ek olarak, Şirket'in 2026 ve 2027 yılında 1'er adet olmak üzere, projeksiyon dönemi boyunca toplamda 3 adet yeni E-ticaret depo yatırımı gerçekleştirme hedefi bulunmaktadır. 2024 ve 2025 yıllarında Şirket'in açtığı ve açmayı hedeflediği depolarda operasyonel verimliliği artırabilmek amacıyla otomasyon yatırımı gerçekleştirilmesi planlanmış ve bu tutarlar yatırım harcamalarına dahil edilmiştir. Mevcut durumda 9.029 m² olan depo büyüklüğünün 2024 yılında 19.029 m² 2026 yılında 31.529 m², 2027 yılında 42.529 m² seviyesine ulaşacağı varsayılmıştır. Fiyat artışlarının 2024 yılı sonrasında TCMB enflasyon tahminleri seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Şirket'in, 31.12.2023 tarihi itibarıyla toplam hasılatının %3,9'una denk gelen E-ticaret depoculuğu satışlarının, 2028 yılında %14,0'a ulaşacağını öngörmüştür.
- Yurt içi dağıtım faaliyeti kapsamında mevcut iş hacminin Orta Vadeli Program'da açıklanan Türkiye büyümelerine paralel olarak seyredeceği ve Türkiye büyümelerine ek olarak, hizmet sağlanan müşterilerin de iş hacminin büyüme göstereceği göz önünde bulundurulmuş ve projeksiyon dönemi boyunca da iş hacminin Türkiye büyümesinin üzerinde her yıl %2,5 oranında artacağı tahmin edilmiştir. 31.12.2023 itibarıyla Yurt İçi Dağıtım Hizmetleri'nin toplam satışlar içerisindeki payı %57,4 seviyesindedir. 2028 yılında ise Şirket'in satışları içerisindeki payının %43,9 olacağı varsayılmıştır.
- Şirket, depoculuk faaliyetlerinin 2024 yılında ilave 46.000 m², 2025 yılında 34.000 m², 2026 yılında 57.000 m² ve 2027 yılında ise 17.000 m²'lik yeni depo yatırımıyla birlikte toplamda 2028 yılı itibarıyla 266.097 m² 'ye ulaşmasını planlamaktadır. Depoculuk faaliyetlerinin gelirleri tahmin edilirken, depolara ait giriş çıkış ve elleçlenen ürün adetleri, birimin gelirlerine bölünmüş ve birim hizmet fiyatı belirlenmiştir. 2028 yılında satışlar içerisindeki payının %13,1 olarak gerçekleşmesi öngörülmüştür.
- Mobilyacılık alanında 2024 yılında ilave 17.500 m², 2025 yılında ise ilave 8.000 m² olmak üzere toplamda 25.500 m²'lik bir yatırım planlanmış ve 2028 yılı itibarıyla mobilyacılık faaliyetlerinin 47.750 m²'lik bir alanda gerçekleşeceği varsayılmıştır. Dağıtımını gerçekleştiren mobilya fiyatlarının ve m² başına geceleme fiyatlarının 2024 yılı ve sonrasında TCMB enflasyon tahminlerine paralel olarak artması öngörülmüştür. 31.12.2023 itibarıyla Mobilyacılık Faaliyetleri'nin toplam satışlar içerisindeki payı %3,8 seviyesinde olup 2028 yılında %4,3 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.
- 2028 yılında e-ihracat faaliyetlerinin Şirket'in net satışlarına oranının %10,1 olacağı ve 2,2 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Şirket'in, Strategy& tarafından hazırlanan Türkiye 3. Parti Lojistik Pazarı raporuna göre 2028 yılında 36-38,5 milyar TL seviyesine ulaşması hedeflenen Türkiye e-perakende e-ihracat lojistik pazarı içerisinde %5'lik bir pazar payına ulaşması öngörülmektedir.
- **Giderler:** Satışların maliyetini hizmet üretim gideri, personel giderleri, kira ve amortisman giderleri oluşturmaktadır.

- Projeksiyon dönemi için Şirket'in genel yönetim gideri kalemleri, personel giderleri ve diğer giderler olarak ikiye ayrılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca genel yönetim altında çalışan personel sayısının Şirket'in yeni yapacağı yatırımlar ve açmayı planladığı ofislere istinaden artacağı öngörülmüştür. Personel ücretlerinin ise 2024 ve sonrasında TCMB enflasyon öngörülerine paralel olarak artacağı varsayılmıştır. Diğer giderlerin ise projeksiyon dönemi boyunca, 2021, 2022 ve 2023 yılı projeksiyonlarının toplam satışlara oranıyla paralel bir şekilde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.
- **İşletme Sermayesi:** İşletme sermayesi hesaplaması için ticari alacaklar, ticari borçlar, alınan sipariş avansları ve verilen sipariş avansları kalemleri kullanılmıştır. Ticari alacak günleri 2021, 2022 ve 2023 yılları için sırasıyla 54, 64 ve 70 gün olarak hesaplanmış olup 2024 yılı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca 70 gün olacağı varsayılmıştır. Ticari borç günleri ise 2021, 2022 ve 2023 yılları için sırasıyla amortisman tutarları hariç olmak kaydıyla 77, 80 ve 72 gün olarak hesaplanmış ve 2024 yılı ve sonrasında da 72 gün olacağı varsayılmıştır. Alınan ve verilen sipariş avansı tutarları tahmin edilirken ilgili tutarlar 2023 yılı hasılatına oranlanmış ve 2024 yılı ve sonrasında da aynı şekilde devam edeceği varsayılmıştır.
- **Kira Giderleri:** Projeksiyon dönemi boyunca mevcut depolara ait kira bedellerimim fiyat artışlarına bağlı olarak artması öngörülmüş ve yatırım harcamasının yapıldığı yıl ve sonrası için fiyat artışlarına bağlı olarak projeksiyona dahil edilmiştir.
- **Teşvik Gelirleri:** Şirket'in e-ihracat faaliyeti kapsamında hak kazanmış olduğu Yurt Dışı Lojistik Dağıtım Ağları (YLDA) Destek Programı teşviği bulunmaktadır. İlgili teşvik gelirlerinin harcanan giderlere bağlı olması nedeniyle projeksiyon dönemi boyunca teşvik tutarları TCMB enflasyon tahminleri ile paralel olarak artırılmış, kurumlar vergisi etkisi bu gelirlere düşülmüştür.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye Devleti tarafından vadesi 11 Şubat 2026'da sonlanan Türk Lirası getirisi olan Devlet Tahvili'ne ilişkin oranların 26 Nisan 2024 itibarıyla geriye dönük 1 aylık ortalaması dikkate alınmıştır. Küresel çapta ülkelerin içerisinde bulunduğu enflasyonist ortam sebebi ile 2024 yılı risksiz getiri oranlarının uzun vade için değişkenlik göstereceği düşünülmüş bu şartlar göz önünde bulundurularak küresel ekonomik şartların normalleşmesi ile birlikte enflasyon ve faizlerin düşüş eğilimine gireceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, projeksiyon döneminde risksiz getiri oranında düşüş görüleceği varsayımı kabul edilmiş olup, 2024 yılında %38,7, 2025 yılında %35,7, 2026, %30,7, 2027 yılında %25,7, 2028 yılında ise %23,7 seviyesinde olacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Piyasa risk primi:** %6,0 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Beta 1 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti:** 2024 yılı için %44,7, 2025 yılı için %41,7, 2026 yılı için %36,7, 2027 yılı için %31,7 ve 2028 yılı için %29,7 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** 2024 yılı için %54,2, 2025 yılı için %50,0, 2026 yılı için %43,0, 2027 yılı için %36,0 ve 2028 için %33,2 olarak varsayılmıştır.
 - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olan %65,1 kullanılmıştır.
- AOSM, 2024 yılı için %42,05, 2025 yılı için %38,96, 2026 yılı için %33,79, 2027 yılı için %28,63, 2028 yılı için %26,57 olarak hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.

- Uç Değer Büyüme Oranı: %5 olarak varsayılmış olup tarafımızca makuldür.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu		
TL	Ağırlık	Değer
İNA	30,00%	6.257.494.061
Yurt İçi Çarpan Değeri	35,00%	6.256.160.791
Yurt Dışı Çarpan Değeri	35,00%	5.543.102.585
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		6.006.990.400
Ödenmiş Sermaye, TL		72.488.084
Pay Başı Değer, TL		82,87
Halka Arz İskontosu		33,63%
Halka Arz Fiyatı, TL		55,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA %30 ve Çarpan Analizi %70 (Yurt İçi Çarpan Değeri %35 ve Yurt Dışı Çarpan Değeri %35) şeklinde ağırlıklandırılmış olup %33,63 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 55 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %33,63'lük iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2024-2028 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Horoz Lojistik'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Horoz Lojistik özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- QNB Finans tarafından Horoz Lojistik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde BİST Yıldız Pazar ve BİST Ulaştırma Endeksi'nde işlem gören şirketler ile yurt dışında işlem gören benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyanın kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Piyasa çarpanları analizinde, FD/FAVÖK çarpanı hesaplamasında 5'ten küçük ve 20'den büyük değerler uç değer olarak kabul edilerek değerlendirme dışı bırakılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Risksiz getiri oranı olarak Türkiye Devleti tarafından vadesi 11 Şubat 2026'da sonlanan Türk Lirası getirisi olan Devlet Tahvili'ne ilişkin oranların 26 Nisan 2024 itibarıyla geriye dönük 1 aylık ortalaması dikkate alınmıştır. Küresel çapta ülkelerin içerisinde bulunduğu enflasyonist ortam sebebi ile 2024 yılı risksiz getiri oranlarının uzun vade için değişkenlik göstereceği düşünülmüş bu şartlar göz önünde bulundurularak küresel ekonomik şartların normalleşmesi ile birlikte enflasyon ve faizlerin düşüş eğilimine gireceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, projeksiyon döneminde risksiz getiri oranında düşüş görüleceği varsayımı kabul edilmiş olup, 2024 yılında %38,7, 2025 yılında %35,7, 2026, %30,7, 2027 yılında %25,7, 2028 yılında ise %23,7 seviyesinde olacağı varsayılmış

olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Risksiz getiri oranında değişime paralel olarak AOSM yılları göre değişkenlik göstererek 2024 yılı için %42,05, 2025 yılı için %38,96, 2026 yılı için %33,79, 2027 yılı için %28,63, 2028 yılı için %26,57 olarak hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA %30 ve Çarpan Analizi %70 (Yurt İçi Çarpan Değeri %35 ve Yurt Dışı Çarpan Değeri %35) şeklinde ağırlıklandırılmış olup tarafımızca makul bulunmuştur.
- Uygulanan %33,63'lük iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Horoz Lojistik için halka arz fiyatının tespit edilmesinde QNB Finans'ın kullanmış olduğu varsayımlar dahilinde %33,63 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 55,00 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz. Farklı varsayımlarla farklı değere ulaşabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.