

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Trabzon Liman İşletmeciliği 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.

#### Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş.	
Borsa Kodu	TLMAN
Halka Arz Yöntemi	En iyi Gayret ve Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	18-19 Ocak 2017
Halka Arz Öncesi Sermaye	21.000.000 TL
Sermaye Artırımı	0 TL
Ortak Satışı	6.300.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	21.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	30,0%
Halka Arz Fiyatı	15,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	97.650.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	325.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	325.500.000 TL

Halka Arz Öncesi Çarpanlar	
F/K Kaydırılmış	10,75
FD/FAVÖK Kaydırılmış	6,26
PD/DD 2017/09	5,71

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K Kaydırılmış	10,75
FD/FAVÖK Kaydırılmış	6,26
PD/DD 2017/09	5,71

## Özet Bilgi

Trabzon Liman işletmeciliği A.Ş 19 Eylül 2003 yılında kurulmuş olup Trabzon Limanı'nın 30 yıllık işletme hakkı Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığınca tertip edilen ihalede 20,2 milyon USD karşılığında Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş tarafından devralınmıştır.

Şirketin ana faaliyet alanı liman işletmeciliği kapsamında gerçekleştirilen her türlü işlem den oluşmaktadır. Şirket'in Trabzon limanında verdiği hizmetler yüklere verilen hizmetler, gemilere verilen hizmetler ve alan kiralalamaları olmak üzere üç ana grupta toplanabilir. Söz konusu ana faaliyet alanlarını ise boşaltma, yükleme, terminal, pilotaj, römorkaj, ardiye, geçici depolama, barınma, konteyner içi yükleme-boşaltma, tartı, su-elektrik, atık, yolcu hizmetleri ve açık-kapalı alan kiralalamaları olarak alt gruplara ayırabiliriz.

## Ortaklık Yapısı

Şirket'in 30.09.2017 itibariyle 15.000.000 TL olan sermayesi 13.11.2017 tarihinde yönetim kurulunun kararıyla tamamı iç kaynaklardan olmak üzere 21.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. Şirket ortakları, Albayrak Ailesi mensuplarından ve onların sahip olduğu Albayrak Grubu şirketler 'inden oluşmaktadır. Şirket'in ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir;

Hissedar	Pay Grubu*	Halka Arz Öncesi				Halka Arz Sonrası			
		Sermaye, TL	Oran	Oy Hakkı	Oran	Sermaye, TL	Oran	Oy Hakkı	Oran
Albayrak Turizm Seyahat İnşaat ve Ticaret A.Ş	A*	2.800.000	56,73%	42.000.000	84,9%	2.800.000	26,7%	42.000.000	74,4%
	B	9.114.000		9.114.000		2.814.000		2.814.000	
Ereğli Tekstil Turizm Seyahat San. ve Tic. A.Ş	B	8.400.000	40,00%	8.400.000	14,0%	8.400.000	40,0%	8.400.000	14,0%
Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş	B	1,4	0,00%	1,4	0,0%	1,4	0,0%	1,4	0,0%
Ahmet Albayrak	B	114.345	0,54%	114.345	0,2%	114.345	0,5%	114.345	0,2%
Bayram Albayrak	B	114.331	0,54%	114.331	0,2%	114.331	0,5%	114.331	0,2%
Nuri Albayrak	B	114.331	0,54%	114.331	0,2%	114.331	0,5%	114.331	0,2%
Kazım Albayrak	B	114.331	0,54%	114.331	0,2%	114.331	0,5%	114.331	0,2%
Mustafa Albayrak	B	114.330	0,54%	114.330	0,2%	114.330	0,5%	114.330	0,2%
Muzaffer Albayrak	B	114.331	0,54%	114.331	0,2%	114.331	0,5%	114.331	0,2%
Halka Arz	B	0	0,00%	0	0,0%	6.300.000	30,0%	6.300.000	10,5%
<b>Toplam</b>		<b>21.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>60.200.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>21.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>60.200.000</b>	<b>100,0%</b>

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

## Değerleme

Şirket için nihai değere ulaşırken hem İNA (İndirgenmiş Nakit Akımı) hem de Çarpan yöntemi birlikte kullanılmıştır. Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, yönetimin gelecek yıllardaki şirket performansını ve sahip olduğu varlıklardan elde edebileceği nakit ve katma değeri göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. İNA'nın kullanılmış olması, yatırımcıların şirket yöneticilerinin gelecek beklentilerini anlamada yardımcı olacaktır. Ayrıca İNA şirketin kendine has özelliklerini değere daha iyi yansıtıyor iken piyasanın söz konusu özelliklere vereceği değeri İNA'dan daha farklı olabileceği için piyasanın bakış açısını yakalama anlamında Çarpan metodunun da değerlendirilmesinde kullanılmış olmasının değerlendirilmesini makul kıldığını düşünüyoruz.

## Piyasa Çarpanları Metodu

BIST'de işlem gören ve liman işletmeciliği faaliyeti ile iştigal eden herhangi bir firmanın olmaması nedeniyle çarpanların tespitinde baz olarak kullanılacak şirketlerin yurtdışı çarpan metodu için baz alınacak şirketlerin yurtdışından seçilmiş olmasının doğru olduğunu düşünüyoruz.

Benzer şirketlerin işletme hakkı sürelerinin Trabzon liman işletmeciliği A.Ş.'nin sahip olduğu işletme hakkı süresinden önemli oranda daha uzun olması nedeniyle çarpana konu şirketlerden elde edilebilecek çarpanların değerlendirilmesinde kullanılmamış olmasının makul olduğu kanaatindeyiz. Bununla birlikte eğer bir farklılık olmasaydı değerlendirilmesinde kullanılması planlanan çarpanların FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından oluşacak olmasının doğru olduğunu düşünüyoruz.

## İndirgenmiş Nakit Akımları Metodu

**USD Bazlı Değerleme:** Gerek liman hizmet gelirlerinin gerekse kira gelirlerinin USD kuruna endekslenmiş olduğunun belirtilmesine binaen değerlemenin USD bazlı gerçekleştirilmesinin uygun olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte 2015 yılından 2016 yılına geçerken gerek boşaltma yükleme gerekse pilotaj ve römorkaj hizmetlerinin ton bazında artması ile beraber USD/TL kurunun yükselmesine rağmen 2016 yılından 2015 yılına geçerken cironun söz konusu artışları yansıtmadığı görülmektedir. Bu durum kurlardaki artışın fiyatlara doğrudan yansıtılmadığı izlenimi uyandırmaktadır. Bu anlamda bakıldığında gelirlerin kurlardaki artışı yansıtamaması USD bazlı değerlendirme için bir dezavantaj oluşturuyor diyebiliriz.

**Satış gelirleri:** Satış gelirlerinin projeksiyonunda gelirlerin elleçleme ile orantılı olan bölümü ile orantılı olmayan bölümünün ayrı ayrı tahmin edilerek İNA'nın gerçekleştirilmesinin doğru olduğunu düşünüyoruz.

**Esas faaliyetlerden diğer gelirler:** SGK primlerinin aslında SMM'nin bir parçası olması, erken ödemelerde söz konusu maliyetin aşağı çekiliyor olması şirketin faaliyet karını oluşturmada bu anlamda bir gücünün olduğuna işaret olarak değerlendirilebilir. Bu anlamda esas faaliyetlerden diğer gelirler kaleminin içerisinde yer alan "erken ödeme iskonto gelirleri" nin FAVÖK hesaplamasına dâhil edilmesinin doğru olduğunu düşünüyoruz.

**FAVÖK:** İNA'da FAVÖK rakamlarının "Bağış ve Yardımlar"ın dâhil edilip edilmediği durumların aynı anda gösteriliyor olmasının İNA'nın yatırımcılar tarafından daha kolay anlaşılmasını sağlaması açısından uygun olduğunu düşünüyoruz.

**2017 Liman Hizmet Gelirleri Tahmini:** 2017/09 döneminde gerçekleştirilen 2,25 milyon ton elleçleme faaliyetine karşılık 14,4 milyon USD gelir elde edilmiştir. 2017'nin tamamında ise 3,04 mn ton elleçleme ve 19,5 milyon USD elleçleme geliri elde edileceğinin varsayıldığı ifade edilmiştir. Ayrıca fiyat tespit raporunda 2017'nin son çeyreğinde elleçleme tarifesinde herhangi bir değişikliğe gidilmediği de ifade edilmiştir. Bu anlamda son çeyrekte artan kurun etkisi ile elleçleme gelirinin 19,5 milyon USD'den daha düşük olması gerektiğini düşünüyoruz. Bunun birlikte söz konusu fark değerlendirme için önemli bir sorun yaratmayacaktır

**Liman Hizmet Gelirleri:** Kurlardaki artışın tarifelere yansıtılabileceği varsayıldığında ve geçmiş yıllarda elleçleme miktarında meydana gelen artışın oranı göz önünde bulundurulduğunda Liman hizmet gelirlerinin USD bazlı %3 oranında büyüyeceğinin öngörülmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.

**Kira Gelirleri:** Kira gelirlerinin elleçlemeden bağımsız olması nedeni ile elleçleme ile doğru orantılı olan Liman hizmet gelirlerinden bağımsız değerlendirilmesinin makul olduğunu ve söz konusu gelirin USD bazlı her yıl %3 oranında artırılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.

**Personel Giderleri:** Geçmiş yıllardaki ( 2014-2017/09) arasında USD bazlı personel giderlerinde meydana gelen ortalama bileşik büyüme oranı USD bazlı net satış oranlarında meydana gelen artıştan daha fazladır. Bununla birlikte SMM'nin içerisinde en önemli kalemlerden olan ve elleçleme ile doğru orantılı olarak gelişen personel giderlerinin gelirdeki artış oranından daha az bir oranda artacağına öngörülmesi öne sürülen sebepler göz önünde bulundurulduğunda makul karşılanabilir.

**Brüt Kar Marjı ve FAVÖK Marjı:** Gerek satışlardaki büyüme gerekse maliyet kalemlerindeki projeksiyonlar uygun olmakla birlikte gider kalemlerindeki ortalama artışın satışların altında kalması brüt kar marjı ile FAVÖK marjının geçmiş yıllardaki seviyelerin maksimumunda gerçekleşmiştir. Bununla birlikte İNA için varsayımlar ve tahminlerin makul olduğu söylenebilir.

**AOSM:** AOSM'nin tespitinde finansal borçlarında hesaba katılması indirgeme oranını sadece Özsermaye maliyetine göre hesaplanacağı duruma göre daha düşük olacaktır. Bu bağlamda AOSM'nin sadece Özsermaye maliyetine dayandırılarak tespit edilmesi muhafazakâr tarafta kalınmasını sağlaması adına makul buluyoruz. Bununla birlikte Özsermaye maliyeti tespit edilirken Beta 0,8 ve risk primi %5 olarak Kabul edilmiştir. Kaldıraç oranları betanın oluşmasında önemli faktörlerden olmakla birlikte betanın oluşmasında literatürde de görüleceği üzere etkili başka faktörlerde bulunmaktadır. Bu anlamda betanın tespit edilmesi esnasında diğer faktörlerin etkisinin tespit edilmesinin her zaman mümkün olmayacağı nedeni ile söz konusu belirsizliği beta

hesaplamasına yedirebilmek ve daha muhafazakâr tarafta kalınması adına Beta'nın 1 olarak tespit edilmesinin daha makul olabileceğini düşünüyoruz. Bununla beraber beta için söz konusu seviyelerinde uygun olduğunu düşünüyoruz.

**Risk primi:** Risk priminin konjonktürel durumda göz önünde bulundurularak tarihi ortalamaların üzerinde alınmasının daha makul olacağını düşünmekle beraber %5 seviyesindeki risk priminin de değerlendirme açısından uygun olduğu kanaatindeyiz.

**Net Borç:** Net borç hesaplanmasında işletme sermayesi sayılabilecek kalemlerin net borca dahil edilmesini yatırımcı lehine buluyoruz. Şirketin ilişkili taraflardan kaynaklanan alacağının halka arz geliri ile kapatılacağı izahnamenin ilgili bölümünde açıklanmış olmasından dolayı net borç hesabında kullanılmasını uygun buluyoruz.

### **Sonuç**

Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.

Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş.'nin halka arz değerinin tespit edilmesi için uygulanan Çarpan ve İNA metodolojisini yerinde buluyoruz. Bununla birlikte çarpan metodolojisinde benzer şirketlerin işletme haklarının Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş.'nin işletim hakkından çok daha uzun olması nedeni ile değer tespitinde Çarpan metoduna ağırlık verilmemesinin uygun olduğu kanaatindeyiz.

İNA değerlemesinde gelir ve gider kalemlerinin sınıflara ayrılmış olmasının ve her birinin kendi içinde projekte edilmiş olmasının doğru olduğunu düşünüyoruz. Gelir ve gider kalemlerinde görülen tahmini artış oranları makul olmakla beraber söz konusu oranlar neticesinde şirketin ilerleyen dönemlere ait brüt kar ve FAVÖK marjının geçmiş yıllar seviyesindeki oranların maksimumunda oluştuğunu görüyoruz. Muhafazakâr tarafta kalmak adına giderlerin tahmininde brüt kar ve FAVÖK marjlarının mevcut ve geçmiş rakamlarının ortalamasına yakın oluşmasını sağlayacak projeksiyonların kabul edilmesinin daha uygun olabileceğini düşünmekle beraber söz konusu marjların da uygun olduğu kanaatindeyiz. Ayrıca İNA'dan elde edilen değere duyarlılık analizi yapılması yatırımcıların değerdeki riskleri sayısallaştırabilmeleri adına oldukça makuldür.

Talep toplama fiyatının belirlenmesinde hesaplanan değere uygulanan %19,8 iskonto oranının yeterli büyüklükte olduğu kanaatindeyiz. İNA varsayımlarının daha muhafazakar olması iskonto oranının bir miktar düşecek olmasına karşın halka arz değeriyle oluşan kaydırılmış FD/FAVÖK çarpanı tarafımızca makul düzeyde bulunmaktadır.

**Sonuç olarak Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. halka arz fiyatının makul olduğunu düşünmekteyiz.**