

Trabzon Limanı Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

ŞİRKET

Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. (Trabzon Limanı) 2003 yılında Trabzon Limanı özelleştirmesinde 20 Kasım 2033 tarihine kadar limanın işletmesini devralmıştır. Özelleştirme bedeli 20.2mn ABD\$ olup şirket 2003 yılından bu yana yaklaşık 45mn ABD\$ yatırım harcaması gerçekleştirmiştir. Yapılan yatırımlar sonrasında limanın mevcut yıllık elleçleme kapasitesi 10mn ton ve 350bin TEU seviyesinde olup limandaki antreponun depolama kapasitesi yıllık 5mn ton ve 300bin TEU seviyesindedir. Şirket 2017 yılında 3.0mn ton yük elleçlenmiş olup, Şirket'in 205 çalışanı bulunmaktadır.

Trabzon Limanının 9A17 finansallarına göre 135mn TL toplam varlığı ve 57mn TL öz kaynağı bulunmaktadır. Şirket 2016 yılında 50.9mn TL net satış geliri, 25.0mn TL FVAÖK ve 20.3mn TL net dönem karı kaydetmiş olup 9A17'de net satışları yıllık bazda %48 artarken, FVAÖK marjı düşük bazın etkisi ile 12.3 puan iyileşmiştir. Şirket'in 9A17 sonu itibarıyla düzeltilmiş net nakit pozisyonu 2.6mn ABD\$ seviyesindedir. Düzeltilmiş net nakit hesabında ana ortaklar alacaklar ve ona olan borçlar dahil edilmiştir.

HALKA ARZ ÖZETİ

- Trabzon Liman'ın çıkarılmış sermayesi 21mn TL'dir.
- Halka arz sadece ortak satışı olarak gerçekleşecek olup çıkarılmış sermayenin %30'una denk gelen 6.3mn TL nominal değerli paylar halka arz edilecektir. Halka arz öncesi sermaye yapısına göre Trabzon Limanı'nda Albayrak Turizm %56.73 pay sahibi olup, yine bir Albayrak grup şirketi olan Ereğli Tekstil %40 paya sahiptir. Halka arzda sadece Albayrak Turizm'in sahip olduğu %30 hisse satılacaktır.
- Pay başına halka arz fiyatı 15.50TL olarak belirlenmiştir.
- Halka arz fiyatı 97.65mn TL halka arz büyüklüğüne ve 325.5mn TL piyasa değerine işaret etmektedir.
- Halka arz yöntemi olarak en iyi gayret ve sabit fiyatla talep toplama yöntemi seçilmiştir.
- Yurtiçi kurumsal yatırımcılara %10 ve yurtiçi bireysel yatırımcılara %90 oranında pay tahsisatı yapılacaktır.
- Ortaklar 1 yıl boyunca yeni pay satmama ve Şirket 1 yıl bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdünde bulunmuştur.
- Halka arz gelirlerinin 2/3'ü ile ilk 10 işlem gününde her gün açılış seansında 420,000 adet günlük geçerli alım emri girilecektir. Günlük geri alım emri kapsamında alınan paylar 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında satılmayacaktır.
- Albayrak Turizm, halka arzdan pay alan yatırımcılara ilk 30 gün boyunca en düşük gün sonu bakiyesi üzerinden %2 oranında bonus pay verecektir.
- Halka arz zamanlaması olarak 15 Ocak'ta SPK onayının alınması sonrasında 18-19 Ocak'ta talep toplama yapılması planlanmaktadır.

DEĞERLEME

Trabzon Limanı için indirgenmiş nakit akımı kullanarak hesapladığımız piyasa değeri 402mn TL'dir. Sektörün dinamiklerini ve şirket piyasa değerini göz önüne alarak %20 halka arz iskontosu uyguluyoruz. Şirket için hedef piyasa değeri olarak 321mn TL ve halka arz hisse fiyatı olarak 15.30TL hesaplamaktayız. Halka arz fiyatı hissebaşı 15.50TL olarak açıklanmıştır. Halka arz fiyatı şirket öngörülerine göre 2017T 6.9x FD/FVAÖK, 2018T 6.0x FD/FVAÖK ve son 12 aylık kara göre 9.9x F/K çarpanlarına işaret etmektedir. **Hedef değerimiz halka arz fiyatına paraleldir.**

Değerleme Yöntemi	Hedef Piyasa Değeri (mn TL)
İNA	402
Halka Arz İskontosu	20%
Hedef Piyasa Değeri	321
Hisse Fiyatı (TL)	15.30

DEĞERLEME DETAYLARI

İNA (mn ABD\$)	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	20.5	21.2	21.8	22.5	23.1	23.8	24.5	30.2	31.1	28.5
Satışların Maliyeti (amortisman hariç)	-5.7	-5.9	-6.0	-6.2	-6.4	-6.6	-6.8	-8.2	-8.5	-7.7
Faaliyet Giderleri (amortisman hariç)	-0.9	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.1	-1.2	-1.1
Diğer Gelir / Gider	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
Amortisman	-2.0	-2.0	-1.9	-0.9	-0.8	-0.9	-0.9	-0.6	-0.6	-0.5
Faaliyet Karı	11.9	12.3	12.9	14.3	14.8	15.1	15.7	20.1	20.6	18.9
FVAÖK	13.9	14.3	14.8	15.2	15.6	16.0	16.6	20.7	21.2	19.4
Yatırım Harcaması	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
İşletme Sermayesi İhtiyacı	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.3
Vergi	-2.4	-2.5	-2.6	-2.9	-3.0	-3.0	-3.1	-4.0	-4.1	-3.8
Serbest Nakit Akımı	10.5	10.8	11.2	11.2	12.1	12.4	12.9	16.1	16.5	15.4
Sermaye Maliyeti	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
İskonto Oranı	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.7	1.9	3.9	4.3	4.8
İndirgenmiş Nakit Akımı	10.5	9.7	9.1	8.2	8.0	7.4	6.9	4.1	3.8	3.2
Toplam İndirgenmiş Nakit Akımı	103.0									
Nihai Değer	0.0									
Net Nakit	2.6									
Şirket Değeri (mn ABD\$)	105.6									
Şirket Değeri (mn TL)	401.7									

- Şirket öngörülerini kullandığımız İNA analizinde mavi ile işaretli kalemler Garanti Yatırım tahminleridir. Diğer tahminler için Şirket'in halka arz sunumundaki öngörüler kullanılmıştır.
- Şirket şimdiye kadar 45mn ABD\$ yatırım harcaması yaptığını ve yaklaşık harcamaların %85'inin yapıldığını ifade etmiştir. Tahminlerimizde 2033'e kadar toplam 10mn ABD\$ yatırım harcaması öngörüyoruz.
- İşletme sermayesi ihtiyacı için net satışlardaki değişimin %10'unu ihtiyaç olarak varsaydık.
- Sermaye maliyeti hesabımızda ABD\$ bazında %5.5 risksiz faiz oranı, %5.5 risk primi ve 1.0 beta kullanıyoruz.
- Şirket'in halka arz sonrası ilişkili taraflarından alacakları tahsil etmesi ile borç ödemeleri tamamlanacağı için sermaye ağırlığını %100 olarak varsayıyoruz.
- Şirket'in düzeltilmiş net nakit pozisyonu hesabında 22.6mn ABD\$ ilişkili taraflardan alacaklar hesaba katılmıştır.
- Şirket'in faaliyetleri 2033'te tamamlanacağı varsayımı ile nihai değer olarak "0" alıyoruz.
- \$/TL paritesi olarak 3.80TL'yi kullanıyoruz.

FTR DEĞERLEME YÖNTEMLERİNE İLİŞKİN GÖRÜŞLERİMİZ

Fiyat tespit raporunun ("FTR") net ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. FTR'de bulunan şirket ve sektör verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup ayrıca mali ve hukuki inceleme yapılmamıştır.

DenizYatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 15 Ocak 2018 tarihli fiyat tespit raporuna göre,

- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları kullanılmıştır; ancak ek olarak diğer değerlendirme yöntemlerinin de hedef değer hesaplamasında kullanılmasının faydalı olabileceği görüşündeyiz.
- 2017 yılı projeksiyonları İNA analizine dahil edilmiştir; ancak 2017 yılının tamamlanmış olması sebebiyle projeksiyonların 2018 yılından başlamasının daha uygun olduğunu düşünmekteyiz.
- Bağışlar hariç FAVÖK marjı 2016'da %56 iken 2018 ve sonrasında %69'a yükselmiştir. Bu artışın sebebinin yeterince açık olarak açıklanmadığını düşünmekteyiz.
- Şirket tarafından temin edilen projeksiyonlarda yıllık %3 artış gösteren cironun bileşenlerine ilişkin varsayımlar tarafımızla paylaşılmamıştır. Bu durumun, aynı şekilde maliyetlerdeki artış da dahil olacak şekilde, temin edilen verilerin piyasadaki benzerleri ile karşılaştırılmasını engellediğini not düşmek isteriz.
- Yukarıda yer alan çekincelerimiz dışında, 406,1mn TL olan şirket değerine %19,8 halka arz iskontosu uygulanmasının ve 15,50-TL birim pay değerine ulaşılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.

UYARI NOTU

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.

Bu rapordaki veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisab edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Rapor gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti Yatırım

Etiler Mahallesi Tepecik Yolu Demirkent Sokak
No.1 34337 Beşiktaş, İstanbul
Telefon: 212 384 10 10
Faks: 212 352 42 40