



Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.

31 Aralık 2022 İtibarıyla Borusan Lojistik Dağıtım Depolama Taşımacılık ve Ticaret A.Ş.'nin Toplam Hisse Değeri Tahminine İlişkin Değerleme Raporu

9 Mart 2023

Gizli ve Özel





Serkan Aslan

Ortak

serkan.aslan@pwc.com

Ergun Temizkan

Direktör

ergun.temizkan@pwc.com

PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.

Süleyman Seba Cad. BJK Plaza

No:48 B Blok, Kat 4, Akaretler 34357

Beşiktaş / İstanbul

Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.

Pürtelaş Hasan Mahallesi, Meclisi Mebusan Caddesi

No: 37 34427 Salıpazarı/Beyoğlu/İstanbul

9 Mart 2023

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

Bu rapor, Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş. ("Borusan Yatırım" veya "Şirket") ile PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. ("PwC") arasında 20 Şubat 2023 tarihinde imzalanmış olan değerlendirme hizmetleri sözleşmesi kapsamında, 31.12.2022 itibarıyla Borusan Lojistik Dağıtım Depolama Taşımacılık ve Ticaret A.Ş. ("Borusan Lojistik")'nin toplam hisse değerinin tahmini için hazırlanan çalışmanın sonuçlarını içermektedir.

Raporumuz, Şirket Yönetimi'nin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında Şirket Yönetimi tarafından sağlanan geçmiş dönem finansal ve operasyonel veriler ile projeksiyonlar kullanılmıştır. Çalışma kapsamında tarafımıza sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır. Bunun yanı sıra Şirket Yönetimi tarafından hazırlanan finansal projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Bu rapor sadece Şirket Yönetimi için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, raporun ve/veya yazışmaların hitap ettiği kişiler dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı Borusan Yatırım Yönetimi olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

Serkan Aslan,

Ortak



İçindekiler

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler	4
SPK'ya İlişkin Beyanımız	7
Değerleme Çalışmasına İlişkin Önemli Bilgiler	9
Çalışma Özeti	13

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (1/3)

Çalışmanın Kapsamı

Bu rapor Borusan Yatırım ile PwC arasında 20 Şubat 2023 tarihinde imzalanan danışmanlık sözleşmesine göre; Borusan Lojistik'in 31 Aralık 2022 tarihi itibari ile toplam hisse değerinin tahmin edilmesi çalışmasını içermektedir.

PwC; değerleme çalışması kapsamında, Borusan Lojistik'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk da kabul etmemektedir. Bununla birlikte, PwC, mülkiyete ilişkin Borusan Lojistik'in değerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır. Değerleme çalışmalarında bulunan sonuçlar birçok durumda sübjektif ve kişisel hükümlere bağlıdır. Bu nedenle, çalışma sonucunda kesin bir değere ulaşmak mümkün olmamakla birlikte çeşitli varsayımlar altında bir değer aralığı tahmin etmek daha uygun olmaktadır.

Değerleme çalışması kapsamında Borusan Lojistik'in değeri, iş kolları bazında tahmin edilmiştir. Bu kapsamda Borusan Lojistik'in lojistik sektöründe faaliyet gösteren 3PL İş Kolu'nun ("3PL İş Kolu") ve Borusan Limanı'nın işletmesine ilişkin olan Liman İş Kolu'nun ("Liman İş Kolu") değerleri ayrı olarak hesaplanıp değerlendirilmiştir.

Bilgi Kaynakları

Çalışma kapsamında kullanılan geçmiş finansal ve operasyonel veriler ile projeksiyonlar Şirket Yönetimi tarafından sağlanmıştır. Sağlanan veriler Şirket Yönetimi tarafından hazırlanan geçmiş dönem yönetim raporlaması ve MY23-29 dönemlerini kapsayan iş planlarını içermektedir.

PwC, Şirket Yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği ve sonuçlarının doğruluğu üzerine bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar Şirket Yönetimi tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır. Bu bilgiler tarafımızca sorgulanarak, gerektiği takdirde Şirket Yönetimi ile tartışılarak revize edilmiş ve çalışmamızda yer almıştır.

PwC, bu çalışma kapsamında Borusan Lojistik'e ait mali tabloları ve diğer bilgileri denetlememiştir. Dolayısıyla bu raporda yer mali tablolar konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (2/3)

Raporun Kullanımı

Bu rapor sadece Şirket Yönetimi için hazırlanmıştır. PwC, bu raporun Şirket Yönetimi ve düzenleyici kuruluşlar dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Raporumuz yazılı izniniz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. PwC raporun kullanımına izin verse dahi rapora ilişkin bütün sorumluluk Şirket Yönetimi'nde kalacaktır. Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. Her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmaları tavsiye edilmektedir.

Fiyat ve Değer Kavramı

Raporun okunması ve yorumlanması sırasında “fiyat” ve “değer” kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Fiyatın, değerleme çalışması sonucu tahmin edilen değere eşit olması beklenmemelidir.

Bu raporda baz alınan değer “Makul Değer”dir. SPK'nın III-62.1 sayılı Tebliği'nde belirtildiği gibi Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına (UDS) uyulması zorunludur. *UDS'ye göre ise Makul Değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır.*

Fonksiyonel Para Birimi

Şirket Yönetimi tarafından \$ para biriminin Borusan Lojistik'in operasyonlarında ağırlıklı olarak kullanılmakta olduğu ve başka bir deyişle Borusan Lojistik'in operasyonları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu öğrenilmiştir. Bu sebeple, değerleme çalışmasında para birimi \$ olarak dikkate alınmıştır.

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları) ve Piyasa Yaklaşımı (Karşılaştırılabilir Şirketler ve Karşılaştırılabilir İşlemler) olmak üzere iki değerlendirme yöntemi kullanılmıştır. Net aktif değer yöntemi uygun bulunmadığı için dikkate alınmamıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”)

Bu yöntemde Borusan Lojistik'in değeri, 3PL ve Liman iş kollarının projeksiyon dönemindeki nakit akımlarının uygun bir iskonto oranı ile net bugünkü değere indirgenmesi ile elde edilmektedir. İndirgenmiş Nakit Akımları çalışması kapsamında, 3PL ve Liman iş kollarının gelir/giderini, ödeyeceği vergiyi, yatırım harcamasını ve işletme sermayesi ihtiyacını içeren indirgenmiş nakit akımları modeli hazırlanmıştır. İNA hesaplamasında Şirket Yönetimi'nin sağladığı bilgiler temel alınmıştır. 3PL ve Liman iş kollarının gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının 3PL ve Liman iş kollarının risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmıştır.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (3/3)

Değerlemede Kullanılan Yöntemler (Devamı)

Piyasa Yaklaşımı (Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler)

Piyasa Yaklaşımı kapsamında uygulanabilen karşılaştırılabilir şirketler ve işlemler yöntemlerine göre; benzer operasyonlara sahip şirketlerin değerleme çarpanları dikkate alınarak toplam şirket değeri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve daha önce satın alma işlemine konu olmuş şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin katları olarak belirlenmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük engel, birebir karşılaştırılabilir şirket ve işlemlerin bulunmasında yaşanan zorluklardır.

***Karşılaştırılabilir Şirketler** analizinde 3PL ve Liman iş kolları ile benzer faaliyet alanlarına, karlılık, borçluluk oranlarına ve operasyonel yapıya sahip karşılaştırılabilir halka açık şirketler dikkate alınmıştır. Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerleme çarpanı olarak “Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK oranı” belirlenmiştir. İlgili şirketlerin 2018-2022 arasında halka açık piyasalarda gerçekleşen ŞD/FAVÖK çarpanları incelenmiştir. 5 yılı kapsayan bir dönem için seçilen çarpanların ortalaması dikkate alınmıştır. Ortalama çarpanların sektörün değerleme çarpan aralığını yansıttığı düşünülmektedir.*

***Karşılaştırılabilir İşlemler** yönteminde ise; 2015-2023 yılları arasında gerçekleşmiş satın alma ve birleşme işlemleri incelenmiş ve satın alınan şirketler arasından 3PL ve Liman iş kolları ile karşılaştırmaya uygun olanlar için işlem sonucu ortaya çıkan ŞD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.*

Net Varlık Yaklaşımı (“NAV”)

Net Varlık Yaklaşımı’nda bir alıcının bir işletme için ödeyeceği bedelin, en az o işletmenin bütün varlıklarının ve borçlarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek tutara veya işletmeyi bugünkü konumuna getirmek için yapılacak harcama tutarına eşit olacağı varsayımı temel alınmaktadır. Borusan Lojistik’in gelecekteki gelir yaratma potansiyelini yansıtmaması sebebiyle Net Aktif Değer Yaklaşımı’na ağırlık verilmemiştir.

SPK'ya İlişkin Beyanımız (1/2)

SPK'ya İlişkin Beyanımız

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca;

- Sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşunun üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden bir danışmanlık şirketi olduğumuzu,
- Ayrı bir "Değerleme Hizmetleri" özel birimine sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğunu,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapımızın bulunduğunu,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu,
- Borusan Yatırım ile şirketimiz arasında hizmet sözleşmesi bulunduğunu,
- Borusan Yatırım ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmadığını ve
- Borusan Yatırım'a aynı dönemde denetim hizmeti verilmediğini,

Sermaye Piyasası Kurulunun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" in 3. maddesi çerçevesinde; Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu

beyan ederiz.

PwC, SPK'nın Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar listesinde yer almaktadır.

SPK'ya İlişkin Beyanımız (2/2)

Değerleme Çalışması

Tarafımızca Borusan Lojistik'e ilişkin son 3 yıl içerisinde herhangi bir değerlendirme çalışması yapılmamıştır.

Çalışma Ekibi

Değerleme çalışmasında 2'si yönetici konumunda toplam 3 kişilik bir ekip çalışmıştır. Yönetici ekibin kısa özgeçmişleri aşağıda sunulmuştur:

Serkan Aslan (Ortak): İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği ve Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa Bölümü mezunudur. Şirket değerlendirme, finansal modelleme ve fizibilite çalışmalarında 25 yıldan fazla deneyime sahip olan Serkan, PwC Değerleme ve Modelleme ekibine liderlik etmektedir. Serkan, Sermaye Piyasaları İleri Düzey 3 (**SPL Sicil No: 770, Belge No: 200544**) lisansına sahiptir.

Ergun Temizkan (Direktör): İstanbul Üniversitesi İşletme Bölümünden mezun olmuştur. 2010 yılında PwC denetim ekibinde kariyerine başlayan Ergun, 2013 yılında Değerleme ve Modelleme ekibine katılmıştır. Değerleme, vergi ve muhasebe amaçlı değerlendirme, finansal modelleme ve fizibilite çalışmalarında tecrübe edinmiş, 2019 yılında PwC Belçika ekibine Kıdemli Müdür olarak transfer olmuştur. Yeniden PwC Türkiye ekibine katılan Ergun, Değerleme ve Modelleme ekibinde direktör olarak çalışmalarını sürdürmektedir.

Bağımsızlık

PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Şirket veya Borusan Lojistik ile ilişkili hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PwC'nin Değerleme Raporu için alacağı ücret, bu çalışmanın sonuçlarına bağlı değildir. PwC'nin Şirket veya Borusan Lojistik ile doğrudan veya dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Şirket veya Borusan Lojistik yöneticileri ve çalışanları bu çalışmanın sonucunu etkileyebilecek konumdadırlar. Bu nitelikteki olası etkiler benzer değerlendirme çalışmalarında da görülmektedir. PwC, bu etkinin en aza indirgenmesi için aşağıdaki adımları uygulamaktadır:

- Bu çalışmada yer alan PwC danışmanları ve yöneticileri bağımsızlıklarını korumaktadır,
- Bu çalışmada kullanılan varsayımlar ve tahminler için MY23-29 dönemleri arasındaki iş planları baz alınmış ve mümkün olduğunca Şirket Yönetimi ile üzerinde tartışılarak kullanılmıştır.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Önemli Bilgiler (1/4)

Değerleme Çalışmasında Kullanılan Finansal Veriler

Değerleme çalışması kapsamında MY18-22 dönemine ilişkin aşağıdaki finansal veriler sağlanmıştır;

- **Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (“UFRS”) kapsamında hazırlanan \$ bazlı mali tablolar,**
- **Vergi Usul Kanuna (“VUK”) uygun hazırlanan TL bazlı mali tablolar,**
- **\$ bazlı yönetim raporlamaları**

Şirket Yönetimi’nden temin edilmiştir.

Borusan Lojistik’in yönetim raporlaması UFRS’ye uygun hazırlanan mali tabloları baz alınarak oluşturulmuştur. Yönetim raporlaması, iş kolları detayı bazında sağlanmıştır.

Borusan Lojistik’in UFRS kapsamında hazırlanan mali tablolarına konsolide olan şirketler aşağıdaki gibidir;

- **Borusan Logistics International Algeria SPA,**
- **Borusan Logistics International Kazakhstan Limited Liability Partnership,**
- **ETA Elektronik Taşımacılık Ağı Taşımacılık ve Ticaret A.Ş. (“Eta”),**
- **Bukoli Taşımacılık A.Ş. (“Bukoli”),**
- **Borusan Logistics International Europe GMBH,**
- **Daybreak Global Logistics Company Limited (“Daybreak”).**

Yönetim raporlaması konsolide olarak 3PL ve Liman iş kolları bazında sağlanmıştır.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Önemli Bilgiler (2/4)

Ana ve Alt İş Kolları

Borusan Lojistik, 3PL ve Liman olmak üzere iki ana iş kolundan oluşmaktadır. Her iki iş kolunun altında birden fazla alt iş kolları bulunmaktadır.

3PL İş Kolu;

- Full Truckload (“FTL / eTA”),
- Kontrat Lojistiği; Less Than Truckload (“LTL”), Özel Dağıtım, PDI (“Pre Delivery Inspection”) & Oto Taşıma, Borusan Lojistik Depo, Müşteri Depo ve Bukoli),
- Ağır Taşımacılık,
- Uluslararası Taşımacılık – Karayolu,
- Uluslararası Taşımacılık – Havayolu ve Denizyolu,
- Gemi Kiralama.

Liman İş Kolu;

- Konteyner,
- Genel Kargo,
- RoRo (Araç).

İş Planı

İş planı, MY18-22 dönemi için sağlanan yönetim raporlamasındaki detay ile uyumlu olarak MY23-29 dönemi için sağlanmıştır. Satışların büyümesinin normalize bir seviyeye ulaşacağı dönem dikkate alınarak projeksiyon dönemi 7 yıl olarak belirlenmiştir. Projeksiyon döneminde her bir alt iş kolu brüt kar marjı bazında tahmin edilirken ana iş kolları olan 3PL ve Liman iş kolları FAVÖK seviyesinde tahmin edilmiştir.

Gelir ve maliyet kırılımları aşağıdaki hususlardan oluşmaktadır;

- Gelirler; satış hacmi (desi sayısı, müşteri sayısı, depo sayısı, TEU vb.) ve ortalama birim fiyat parametreleri,
- Satışların maliyetleri; ağırlıklı olarak operasyonel kira, personel ve kira giderleri,
- Faaliyet giderleri; ağırlıklı olarak personel, kira ve dışarıdan sağlanan hizmet maliyetleri.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Önemli Bilgiler (3/4)

UFRS 16 Etkisi

Borusan Lojistik, 1 Ocak 2019 tarihinde başlayan hesap döneminde 2019'da UFRS 16 Kiralama Standartlarını uygulamaya başlamıştır. Bu standart kapsamında belli kiralama giderleri, faaliyet gideri yerine finansal gider ve amortisman gideri olarak sınıflanmış ve bu da Borusan Lojistik'in FAVÖK tutarlarına pozitif olarak yansımıştır. Buna ek olarak bilançoya "kullanım hakkı varlığı" ve "kiralama yükümlülüğü" olmak üzere iki yeni kayıt eklenmiştir. Borusan Lojistik'in giderlerindeki UFRS 16 düzeltmesi, nakit etkisi yaratmadığı için nakit akımlarından arındırılmıştır.

Ar-Ge Giderleri

UFRS'ye uygun olarak hazırlanan mali tablolarda Ar-Ge harcamaları aktifleştirilmektedir. Ar-Ge giderleri ağırlıklı olarak personel giderlerine ilişkindir. Değerleme çalışması kapsamında, personel gibi devamlılık arz eden nakit ve operasyonel olan giderler aktifleştirilmeyerek FAVÖK'ün bir parçası olarak dikkate alınmıştır.

Ar-Ge'nin Vergi Etkisi

VUK'a göre gerçekleştirilen yeni teknoloji ve bilgi arayışına yönelik araştırma ve geliştirme harcamaları aktifleştirilmekte ve faydalı ömürleri süresince amortisman tabi tutularak vergi matrahını azaltmaktadır. Aynı zamanda Borusan Lojistik Yönetimi'nden sağlanan bilgiye göre ilgili harcamaların tamamı "Ar-Ge indirimi" kapsamında kurumlar vergisi matrahından indirilmektedir. Ar-Ge harcamaları ilgili dönemlerde giderleştirilirken, amortisman yoluyla sağlanması gereken vergi avantajı ayrıca hesaplanarak çalışmamızda yer almıştır.

Kurumlar Vergisi Teşviği

Borusan Lojistik'in 31.12.2022 tarihi itibarıyla geçmiş dönemlerde Liman İş Kolu kapsamında yaptığı yatırım harcamalarına ilişkin 50m TL tutarında kurumlar vergisi teşviği bulunmaktadır. İlgili teşvik tutarının vergiye olan etkisi değerlendirme çalışması kapsamında dikkate alınmıştır.

İştirak Değeri

31.12.2022 tarihi itibarıyla Borusan Lojistik'e iştirak olan grup şirketlerinin pay oranları;

Şirket İsmi	Pay Oranı
Borusan Otomotiv İthalat ve Dağıtım A.Ş.	%1
Borusan Otomotiv Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	%1
Borusan Otomotiv Premium Kiralama ve Ticaret A.Ş.	%1
Borusan Mannesmann Boru Yatırım Holding A.Ş.	%0,00001

Borusan Yatırım'ın halka açık olması sebebiyle Borusan Yatırım'ın iştirak değeri hesaplanırken borsa yaklaşımı uygulanmıştır. Diğer şirketlerin ortaklık oranlarının oldukça düşük olması sebebiyle UFRS mali tablolarda dikkate alınan maliyet değeri kullanılmıştır.

Çapraz Ortaklık Yapısı

Borusan Yatırım Borusan Lojistik'in %18'ine sahiptir. Borusan Lojistik ise Borusan Yatırım'ın %3,19'una sahiptir. Bu durum çapraz ortaklık yapısını oluşturmaktadır. Borusan Yatırım'ın halka açık olması sebebiyle Borusan Yatırım'ın borsa değeri dikkate alınmıştır.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Önemli Bilgiler (4/4)

6 Şubat Depremi'nin Yarattığı Olası Etki

6 Şubat 2023 tarihinde Kahramanmaraş merkezli yaşanan, Türkiye'nin pek çok ilini etkileyen ve tüm ülkeyi sarsan depremlerin ("Doğal Afetler") nedeniyle 8 Şubat 2023 tarihli 32098 sayılı Resmi Gazete uyarınca Adana, Adıyaman, Diyarbakır, Gaziantep, Hatay, Kahramanmaraş, Kilis, Malatya, Osmaniye ve Şanlıurfa illerinde üç ay süreyle olağanüstü hal ilan edilmesine karar verilmiştir. Doğal Afetler'in bütün ülke ekonomisini ve dolayısıyla Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlerin finansal performanslarını doğrudan veya dolaylı yoldan etkileyebileceği beklenmektedir.

Doğal Afetler ile ilgili ülke genelinde yaşanabilecek yeni gelişmelerin, ekonomik etkilerin ve Şirket Yönetimi'nin alabileceği yeni kararlar sonrasında çalışmamızda kullanılan finansal verilerde meydana getirebileceği değişikliklerin, değerlendirme sonuçlarında değişikliğe neden olması muhtemeldir.

Ek Deprem Vergisi

09/03/2023 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan karar göre, 6 Şubat Depremi sebebiyle tek seferlik olmak ve 2022 yılına ilişkin kurumlar vergisi beyannamesinde gösterilmek suretiyle, 5520 sayılı Kanun ile diğer kanunlarda yer alan düzenlemeler uyarınca; kurum kazancından indirim konusu yapılan istisna ve indirim tutarlarından %10 oranında ek vergi hesaplanmaktadır. Borusan Lojistik Yönetimi ilgili ek verginin yaklaşık 18m TL olduğunu belirtmiştir.

EYT'nin Finansallara Etkisi

03/03/2023 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan Emeklilikte Yaşa Takılanlar ("EYT") ile ilgili 7438 sayılı "Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu ile 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" ile 5510 sayılı Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanununa eklenen Geçici 95. Madde düzenlemesine göre yaşlılık veya emekli aylığı bağlanacak olanlara, yaş dışındaki diğer şartları sağlamış olmaları halinde yaşlılık veya emekli aylığı bağlanabilecektir.

Bu durum sonucunda oluşabilecek kıdem tazminatı giderlerinin ve diğer etkilerin Borusan Lojistik'in finansal tablolarına olan etkisi henüz netleşmediği için çalışmamızda yer verilmemiştir.

Kurumlar Vergisi

22 Nisan 2021 tarih ve 31462 Sayılı Resmî Gazetede yayımlanan 7316 sayılı Kanunda yapılan vergi düzenlemeleri ile kurumlar vergisi oranı 2022 takvim yılı için %23, 2023 ve devam eden takvim yılları için %20 olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda değerlendirme çalışması kapsamında güncel kurumlar vergisi oranları dikkate alınmıştır.



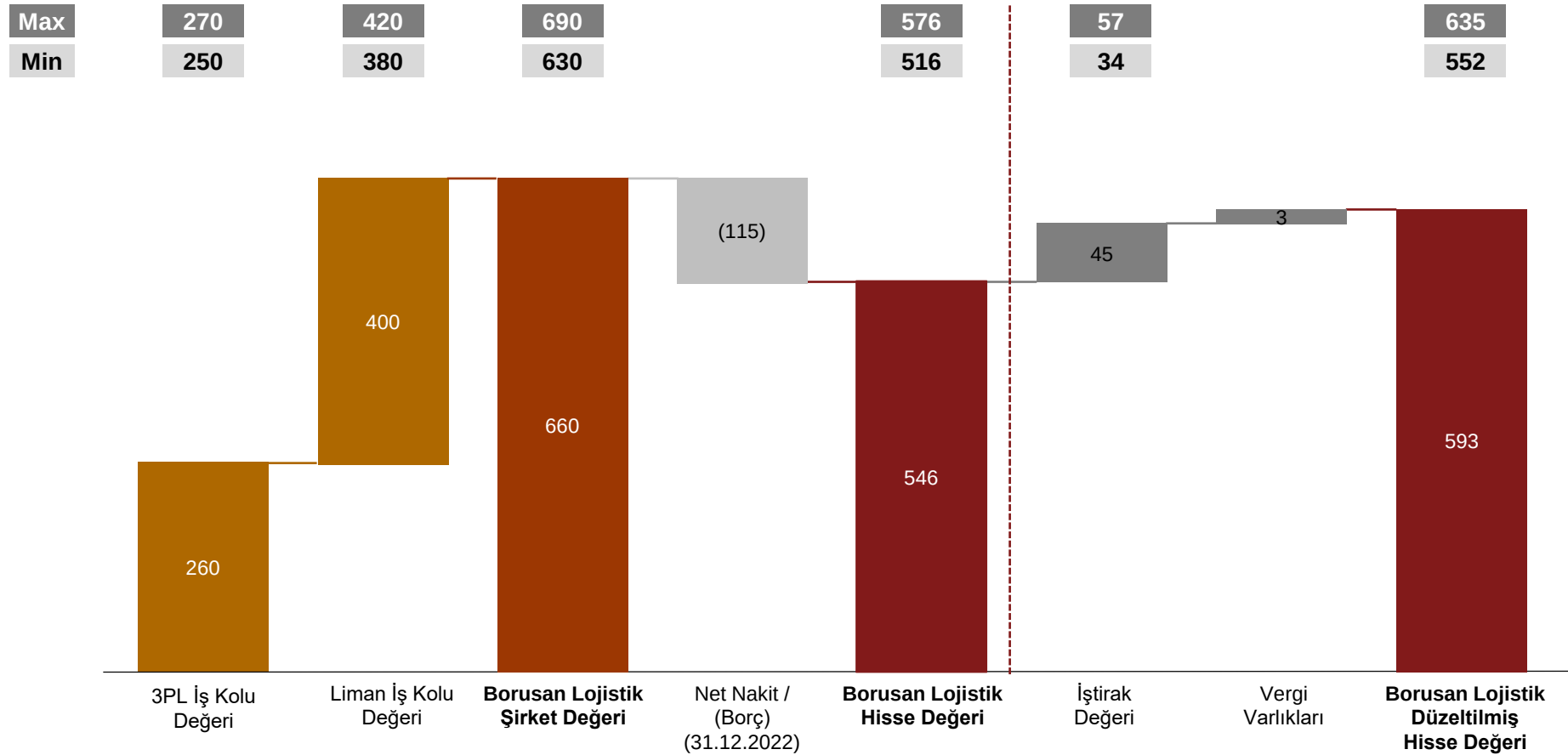
Çalışma Özeti

Değerleme Sonuçları

Borusan Lojistik

Borusan Lojistik'in şirket değeri, 3PL ve liman iş kollarının ayrı ayrı değerleri dikkate alınarak tahmin edilmiştir. Borusan Lojistik'in düzeltilmiş net nakit / (borç) pozisyonu, iştirak değeri ve vergi varlığı dikkate alınınca, **31 Aralık 2022** tarihi itibarıyla düzeltilmiş hisse değeri **552m \$** ile **635m \$** arasında tahmin edilmiştir. **Bu değer aralığının makul olduğunu düşünmekteyiz.** Borusan Lojistik'in 31.12.2022 tarihi itibarıyla UFRS'ye uygun hazırlanan mali tablolarında ifade edilen özsermaye değerinin **220m \$** olduğu görülmektedir.

Borusan Lojistik Hisse Değeri (m \$)



3PL İş Kolu (1/2)

Karşılaştırılabilir Şirketler

Karşılaştırılabilir Şirketler analizi kapsamında 3PL İş Kolu'nun değeri **242m \$** ile **328m \$** aralığında tahmin edilmektedir.

Seçilen Karşılaştırılabilir Şirketler

Şirket	Şirket Değeri (m \$)					FAVÖK (m \$)					FAVÖK Marjı				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022*	2018	2019	2020	2021	2022*
Deutsche Post	49.380	43.713	50.645	76.554	67.281	4.757	4.939	7.883	10.865	10.384	%6,7	%6,9	%9,6	%11,6	%11,2
DSV	15.833	19.490	30.321	52.276	38.496	905	1.084	1.680	2.606	3.571	%7,5	%7,6	%8,8	%9,3	%11,0
Expeditors Int. of Washington	11.250	11.453	11.972	17.980	15.056	851	818	997	1.961	2.244	%10,5	%10,3	%10,4	%11,9	%11,8
C.H. Robinson Worldwide	13.657	12.220	12.231	14.182	14.542	994	873	752	1.147	1.451	%6,0	%5,7	%4,6	%5,0	%5,6
XPO	15.841	11.153	12.456	15.149	8.287	1.541	1.092	852	1.240	1.404	%8,9	%10,2	%8,4	%9,7	%10,7
Hitachi Transport System	2.936	3.196	2.127	3.348	5.123	447	475	782	781	660	%6,8	%7,4	%12,5	%13,2	%12,0
Mainfreight Limited	2.034	2.586	3.042	5.647	4.871	147	166	161	235	391	%7,8	%8,2	%8,8	%9,5	%11,6
Aramex	1.600	1.631	1.260	1.465	1.422	226	198	170	109	94	%16,3	%14,4	%11,4	%6,6	%5,7
Allcargo Logistics	473	379	416	845	1.147	57	62	56	72	208	%6,2	%6,3	%5,7	%5,0	%7,5
Universal Logistics	1.138	1.036	931	1.013	1.056	149	170	155	170	238	%10,2	%11,2	%11,1	%9,7	%12,1
Logwin AG	283	322	244	445	527	65	59	66	123	150	%4,9	%4,7	%4,8	%5,8	%6,4
Radiant Logistics	259	306	249	418	301	27	39	36	47	67	%3,2	%4,3	%4,2	%5,3	%5,0
Reysas Taşımacılık	206	190	299	238	241	35	39	40	27	34	%34,6	%35,4	%36,0	%35,4	%38,8
AIT Corporation	150	165	133	157	182	14	14	20	27	40	%6,1	%5,7	%4,9	%6,4	%8,1

Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi

Piyasa yaklaşımı kapsamında 3PL İş Kolu ile benzer operasyonlara sahip halka açık karşılaştırılabilir şirketler dikkate alınmıştır.

Borsada işlem gören lojistik sektöründe faaliyet gösteren şirketler, operasyon benzerliği ve kar marjı anlamında incelenmiştir.

Benzer şirketler analiz edilirken 3PL, FTL, LTL, kontrat lojistiği, özel taşımacılık, taşıma hizmetlerine aracılık alanlarında faaliyet gösteren ve operasyonel olarak benzer firmalar dikkate alınmıştır.

Karşılaştırılabilir şirketler analizi kapsamında ŞD/FAVÖK çarpan aralığı belirlenirken, son 5 yıl ŞD/ FAVÖK değerlerinin ortalaması dikkate alınmıştır. Yüksek ve düşük değerler ise aynı dönemlerdeki ortalama veriler dikkate alınarak belirlenmiştir.

Şirket	ŞD / FAVÖK (x)					Ort.
	2018	2019	2020	2021	2022*	
Deutsche Post	10,4x	8,9x	6,4x	7,0x	6,5x	7,8x
DSV	17,5x	18,0x	18,1x	a.d.	10,8x	16,1x
Expeditors Int. of Washington	13,2x	14,0x	12,0x	9,2x	6,7x	11,0x
C.H. Robinson Worldwide	13,7x	14,0x	16,3x	12,4x	10,0x	13,3x
XPO	10,3x	10,2x	14,6x	12,2x	5,9x	10,6x
Hitachi Transport System	6,6x	6,7x	a.d.	4,3x	7,8x	6,3x
Mainfreight Limited	13,8x	15,6x	18,9x	a.d.	12,4x	15,2x
Aramex	7,1x	8,2x	7,4x	13,4x	15,1x	10,3x
Allcargo Logistics	8,3x	6,1x	7,4x	11,7x	5,5x	7,8x
Universal Logistics	7,7x	6,1x	6,0x	5,9x	4,4x	6,0x
Logwin AG	4,3x	5,4x	3,7x	3,6x	3,5x	4,1x
Radiant Logistics	9,8x	7,9x	6,8x	8,9x	4,5x	7,6x
Reysas Taşımacılık	5,8x	4,8x	7,5x	8,7x	7,1x	6,8x
AIT Corporation	10,4x	11,7x	6,6x	5,7x	4,5x	7,8x
Ortalama	9,9x	9,8x	10,1x	8,6x	7,5x	9,3x

Yüksek

Düşük

(*) 2022 verileri son 12 aylık rakamları ifade etmektedir.

a.d.: 3'ten düşük veya 20'den yüksek çarpanları ifade etmektedir.

3PL İş Kolu (2/2)

Karşılaştırılabilir İşlemler

Karşılaştırılabilir İşlemler analizi kapsamında 3PL İş Kolu'nun değeri **314m \$** ile **345m \$** aralığında tahmin edilmektedir.

Seçilen Karşılaştırılabilir İşlemler

Hedef Şirket	Ülke	Satın Alan Şirket	İşlem Yılı	Pay	İşlem Değeri (m \$)	FAVÖK (m \$)	ŞD / FAVÖK
Hitachi Transport System	Japonya	KKR & Co. Inc.; KKR Asian Fund IV	2022	%60	13.728	684	a.d.
USA Truck	ABD	Schenker, Inc.	2022	%100	644	89	7,3x
LF Logistics Holdings	Hong Kong	A.P. Møller - Mærsk A/S	2022	%100	3.760	235	16,0x
Echo Global Logistics	ABD	The Jordan Company, L.P.	2021	%100	1.550	88	17,5x
Transplace	ABD	Uber Freight LLC	2021	%100	2.250	130	17,3x
Aramex	ABD	GeoPost SA	2021	%20	1.992	205	9,7x
Kerry Logistics Network Limited	Hong Kong	S.F. Holding Co., Ltd.	2021	%18	5.704	830	6,9x
XPO Logistics Europe	Fransa	XPO Logistics, Inc.	2021	%3	5.543	778	7,1x
YTO Express	Çin	Alibaba (China) Network Tech. Co.	2020	%12	7.295	487	15,0x
T3EX Global Holdings	Tayvan	WPG Holdings Limited	2020	%9	124	25	5,0x
Snowman Logistics Limited	Hindistan	Adani Logistics Limited	2020	%26	133	9	15,2x
XPO Logistics Europe	Fransa	XPO Logistics, Inc.	2019	%9	4.888	797	6,1x
Hanjin Transportation	Güney Kore	m.d.	2019	%7	1.983	161	12,4x
Hanjin Transportation	Güney Kore	Delta Air Lines, Inc.	2019	%4	1.666	160	10,4x
Keppel Telecommunications & Trans.	Singapur	Keppel Corporation Limited	2019	%21	1.113	53	a.d.
G.A.P. Vassilopoulos Public	Kıbrıs	m.d.	2019	%14	17	3	5,2x
Cargo Carriers Limited	Güney Afrika	Cargo Carriers Holdings (Pty) Ltd	2019	%22	27	5	5,9x
Yusen Logistics	Japonya	Nippon Yusen Kabushiki Kaisha	2017	%36	916	70	13,1x
iForce Group	Birleşik Krallık	Eddie Stobart Logistics Limited	2017	%100	56	4	12,5x
LGI Logistics Group Int.	Almanya	Elanders AB	2016	%100	289	33	8,9x
Hi Logistics	Güney Kore	Pantos Logistics Co.,Ltd.	2015	%100	95	15	6,2x
Con-way Inc.	ABD	XPO Logistics, Inc.	2015	%100	3.349	496	6,7x
Stagecoach Cartage and Dis.	ABD	Roadrunner Transportation Sys.	2015	%100	40	7	5,7x
Bridge Terminal Transport	ABD	XPO Logistics, Inc.	2015	%100	100	12	8,1x
Command Transportation	Japonya	Echo Global Logistics, Inc.	2015	%100	391	37	10,6x
Wheels Group	Canada	Radiant Global Logistics ULC	2015	%100	107	6	17,9x
Shinhung Global Co.	Güney Kore	Shinsung Delta Tech Co.,Ltd.	2015	%100	51	6	7,9x
Ortalama	<i>m.d.: mevcut değil, a.d.: 3'ten düşük veya 20'den yüksek çarpanları ifade etmektedir.</i>						10,2x

- Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında ŞD/FAVÖK çarpan aralığı, 2015 – 2022 yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalaması dikkate alınarak bulunmuştur.

- Çarpan aralığının geniş olması sebebiyle düşük ve yüksek değerler, ilgili çarpan ile MY22 ve MY23 döneminde oluşan FAVÖK tutarlarından oluşan değerler dikkate alınmıştır.

Liman İş Kolu (1/2)

Karşılaştırılabilir Şirketler

Karşılaştırılabilir Şirketler analizi kapsamında Liman İş Kolu'nun değeri **310m \$** ile **364m \$** aralığında tahmin edilmektedir.

Seçilen Karşılaştırılabilir Şirketler

Şirket	Şirket Değeri (m \$)					FAVÖK (m \$)					FAVÖK Marjı				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022*	2018	2019	2020	2021	2022*
Adani Ports and Spec.	14.283	14.189	12.470	23.866	25.797	1.101	1.021	934	1.080	1.360	%63	%65	%61	%63	%64
International Container Term. Serv.	4.617	6.261	5.287	8.017	9.489	723	785	828	1.078	1.266	%52	%53	%55	%58	%59
Beibu Gulf Port	2.205	2.735	3.213	3.523	3.374	261	307	360	360	317	%42	%45	%44	%39	%36
Westports Holdings Berhad	3.273	3.439	3.264	3.605	2.905	241	261	287	319	268	%62	%60	%58	%66	%61
Rizhao Port	2.555	2.353	2.470	2.591	2.652	254	242	278	328	313	%34	%32	%31	%32	%30
Alexandria Cont.&Carg. Hand.	1.136	913	606	580	566	123	112	84	89	111	%73	%64	%52	%58	%69
Gujarat Pipavav Port	762	474	387	572	427	58	56	57	56	53	%58	%56	%58	%56	%52
Puerto Ventanas	452	440	400	421	332	48	47	43	52	46	%30	%27	%29	%31	%28
The Gold Bond Group	118	101	67	92	118	11	9	8	12	12	%29	%24	%19	%20	%22

Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi

Piyasa yaklaşımı kapsamında Liman İş Kolu ile benzer operasyonlara sahip halka açık karşılaştırılabilir şirketler dikkate alınmıştır.

Borsada işlem gören liman sektöründe faaliyet gösteren şirketler, operasyon benzerliği ve kar marjı anlamında incelenmiştir.

Benzer şirketler analiz edilirken liman işletmesi ve operasyonu alanında faaliyet gösteren ve operasyonel olarak benzer firmalar dikkate alınmıştır.

Karşılaştırılabilir şirketler analizi kapsamında ŞD/FAVÖK çarpan aralığı belirlenirken, son 5 yıl ŞD/ FAVÖK değerlerinin ortalaması dikkate alınmıştır. Yüksek ve düşük değerler ise aynı dönemlerdeki ortalama veriler dikkate alınarak belirlenmiştir.

Şirket	ŞD / FAVÖK (x)					
	2018	2019	2020	2021	2022*	Ort.
Adani Ports and Spec.	13,0x	13,9x	13,4x	22,1x	19,0x	16,3x
International Container Term. Serv.	6,4x	8,0x	6,4x	7,4x	7,5x	7,1x
Beibu Gulf Port	8,5x	8,9x	8,9x	9,8x	10,7x	9,3x
Westports Holdings Berhad	13,6x	13,2x	11,4x	11,3x	10,8x	12,1x
Rizhao Port	10,0x	9,7x	8,9x	7,9x	8,5x	9,0x
Alexandria Cont.&Carg. Hand.	9,2x	8,2x	7,2x	6,5x	5,1x	7,2x
Gujarat Pipavav Port	13,2x	8,4x	6,8x	10,2x	8,0x	9,3x
Puerto Ventanas	9,4x	9,3x	9,2x	8,0x	7,3x	8,6x
The Gold Bond Group	10,9x	10,9x	8,0x	8,0x	9,6x	9,5x
Ortalama	10,5x	10,1x	8,9x	10,1x	9,6x	9,8x

Yüksek

Düşük

(*) 2022 verileri son 12 aylık rakamları ifade etmektedir.
a.d.: 3'ten düşük veya 20'den yüksek çarpanları ifade etmektedir.

Liman İş Kolu (2/2)

Karşılaştırılabilir İşlemler

Karşılaştırılabilir İşlemler analizi kapsamında Liman İş Kolu'nun değeri **473m \$** ile **530m \$** aralığında tahmin edilmektedir.

Seçilen Karşılaştırılabilir İşlemler

Hedef Şirket	Ülke	Satın Alan Şirket	İşlem Yılı	Pay	İşlem Değeri (m \$)	FAVÖK (m \$)	ŞD / FAVÖK
Haifa Port Company	İsrail	Gadot Che; Adani Ports and Special Eco	2023	%100	829	70	11,8x
Xinghua Port Holdings	Singapur	Zhuhai Port (Hong Kong) Co., Ltd.	2020	%100	439	34	13,1x
Beibu Gulf Port	Çin	Shanghai China Shipping Terminal Dev.	2020	%6	2.425	274	8,8x
Libra Terminal Rio	Brezilya	ICTSI Americas B.V.	2019	%100	618	26	24,0x
Dalian Port	Çin	Broadford Global Limited	2019	%7	3.102	300	10,3x
Puertos y Logistica	Şili	Caisse de dépôt et place. du Québec	2019	%45	758	58	13,1x
Zhanjiang Port	Çin	China Merchants Port Group Co., Ltd.	2019	%5	2.265	127	17,9x
China Merchants Port Hold. Comp.	Hong Kong	Shenzhen Chiwan Wharf Holdings Limited	2018	%39	15.320	1.214	12,6x
Mersin Uluslararası Liman İşl.	Türkiye	IFM Investors Pty Ltd	2017	%40	2.410	176	13,7x
Nantong Port Group	Çin	Nantong Assets Inv. Holding Co.,Ltd.	2017	%45	547	46	12,0x
Compañía de Puertos Asociados	Kolombiya	West Street Cap. Part.	2017	%50	275	14	19,4x
Ortalama	<i>a.d.: 5'ten düşük veya 25'ten yüksek çarpanları ifade etmektedir.</i>						14,2x

- Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında ŞD/FAVÖK çarpan aralığı, 2017 - 2023 yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalaması dikkate alınarak bulunmuştur.

- Çarpan aralığının geniş olması sebebiyle düşük ve yüksek değerler, ilgili çarpan ortalaması ile MY18 – 22 Ort., MY22 ve MY23 döneminde oluşan FAVÖK tutarlarından oluşan değerler dikkate alınmıştır.

