

**HAT-SAN Gemi İnşaa Bakım Onarım Sanayi
ve Ticaret A.Ş.****Fiyat Tespit Raporu Hakkında
Değerlendirme Raporu**

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esaslarının 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;

*Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

HALKA ARZ ÖZETİ

	Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	14-15 Eylül 2023
A	Halka Arz Fiyatı	22,60 TL
	Borsa Kodu	HATSN
	İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
	Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
	Konsorsiyum Lideri	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
	Tahsisat Grupları	%70 Yurt İçi Bireysel - 31.010.000 TL Nominal %20 Yurt İçi Kurumsal - 8.860.000 TL Nominal %10 Yurt Dışı Kurumsal - 4.430.000 TL Nominal
B	Halka Arz Şekli	33.462.907 TL Nominal Sermaye Artırımı 10.837.093 TL Nominal Ortak Satışı
C	Halka Arz Öncesi Sermaye	188.037.093 TL Nominal
D	Halka Arz Sonrası Sermaye	221.500.000 TL Nominal
A*B	Halka Arz Büyüklüğü	1.001.180.000 TL
(A*C)	Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	4.249.638.302 TL
(A*D)	Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	5.005.900.000 TL
(B/D)	Halka Açıklık Oranı	20,0%
	Satmama Taahhüdü	- Ortaklar ve Şirket için 1 yıl
	Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin yapılması planlanmamaktadır.
	Fon Kullanım Yeri	Halka arzdan elde edilecek fonun kullanım alanları ve oranları aşağıdaki gibidir: 1) %75-85 - Yüzer Havuz İnşaatı yada Satın Alınması 2) %15-25 - Elektrik Üretim Santrali Kurulumu, Mevcut Tesislerin İyileştirilmesi ve Yenilenmesi

1. Şirket Profili

Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket”)’nin faaliyet konusu yerli yabancı her tonajdaki gemi inşa tesisleri, tersaneler, otel, yolcu gemisi satın almak, kiralamak, inşa etmek veya ettirmek, gemi ve diğer yüzer havuz vasıtalarına periyodik bakım, onarım hizmetlerini verme amacı ile tersane ve yüzer havuz işletmeciliği yapmaktadır.

1.1. Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası planlanan ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortaklık Yapısı					
Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Oran (%)	Sermaye (TL)	Oran (%)
Pekar Grup İnşaat A.Ş.	A	49.880.000	26,53%	49.880.000	22,52%
	B	137.712.988	73,24%	126.875.895	57,28%
Mehmed Halid İsmail Pepe	A	40.000	0,02%	40.000	0,02%
	B	108.035	0,06%	108.035	0,05%
Mustafa Talha Pepe	A	40.000	0,02%	40.000	0,02%
	B	108.035	0,06%	108.035	0,05%
Mesud Abdurrahman Pepe	A	40.000	0,02%	40.000	0,02%
	B	108.035	0,06%	108.035	0,05%
Halka Açık Kısım	B	0	0,00%	44.300.000	20,00%
TOPLAM	A+B	188.037.093	100,00%	221.500.000	100,00%

2. Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı

Paylarını Halka Arz Eden Pay Sahibi Pekar Grup İnşaat A.Ş.’nin 10.837.093 adet payın satışından elde edeceği gelirden halka arz maliyetlerinin çıkarılması ile bulunan net gelir, Pekar Grup İnşaat A.Ş.’nin tasarrufunda olacaktır.

Şirket’in sermaye artırımını yoluyla ihraç edeceği 33.462.907 TL nominal değerli pay karşılığı elde edilecek kaynaktan halka arz maliyetleri düşüldükten sonra kalan kısmın;

- %75 ila %85’inin Şirket’in gemi üretim, tamir ve bakım kapasitesinin artırılmasını teminen yüzer havuz inşa edilmesinde yada satın alınmasında kullanılmasına,
- %15 ila %25’inin Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu ve gerekli diğer kurumlardan izin almak ve ilgili mevzuatlara uygun olmak koşuluyla Şirket’in kendi kullanacağı elektriği üretmek için elektrik üretim santrali kurulması ve mevcut gemi üretim, tamir ve bakım tesislerinin iyileştirilmesi ve yenilenmesinde kullanılmasına,
- İhtiyaç duyulması halinde yukarıda ifade edilen fon kullanım kalemleri arasında %10 kadar geçiş yapılabilmesine oy birliği ile karar verilmiştir.

3. Finansal Tablolar

3.1. Bilanço

FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)	2023/03	2022	2021	2020
Dönen Varlıklar	594.022.636	494.664.201	295.761.214	170.694.628
Duran Varlıklar	742.529.980	737.165.433	559.051.595	151.269.538
TOPLAM VARLIKLAR	1.336.552.616	1.231.829.634	854.812.809	321.964.166
Kısa vadeli yükümlülükler	460.242.093	414.728.821	370.348.214	163.707.621
Uzun Vadeli yükümlülükler	497.142.211	486.693.042	416.931.789	99.808.485
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	957.384.304	901.421.863	787.280.003	263.516.106
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	379.168.312	330.407.771	58.818.742	53.604.777
TOPLAM KAYNAKLAR	1.336.552.616	1.231.829.634	854.812.809	317.120.883

3.2. Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL)	Son 4 Çeyrek	2023/03	2022/03	2022	2021	2020
Hasılat	1.294.144.158	306.513.890	144.736.545	1.132.366.813	458.095.747	384.186.221
Satışların Maliyeti	-724.571.622	-29.413.471	-102.819.757	-597.977.908	-378.142.047	-336.996.217
Brüt Kâr	569.572.536	77.100.419	41.916.788	534.388.905	79.953.700	47.190.004
Genel Yönetim Giderleri	-16.427.645	-5.762.994	-7.419.759	-18.084.410	-11.647.765	-9.447.432
Pazarlama Giderleri	-53.020.618	-6.370.927	-3.954.728	-50.604.419	-11.263.027	-11.397.394
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	89.587.916	12.713.707	10.820.755	87.694.964	16.105.687	16.469.867
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-87.010.606	-5.434.688	-8.364.212	-89.940.130	-56.061.704	-19.152.640
Esas Faaliyet Kar/ Zarar	502.701.583	72.245.516	32.998.843	463.454.908	17.086.890	23.662.404
Yatırım Faaliyetlerinden Gelen Net	-39.307.686	2.016.341	191.451	-41.132.576	42.281.433	11.299.508
Finansman Gelir Gideri Öncesi Faaliyet Kar/Zarar	463.393.897	74.261.857	33.190.294	422.322.332	59.368.323	34.961.912
Finansal Gelirler	-	-	-	-	-	-
Finansal Giderler	-85.579.552	-28.155.532	-40.235.586	-97.659.606	-40.036.976	-32.591.214
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zarar	377.814.345	46.106.325	-7.045.292	324.662.726	19.331.347	2.370.698
Dönem Kar / Zarar	375.709.704	48.975.355	-8.015.756	318.718.593	10.830.346	7.942.043

3.3. Net Borç

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç (TLm)	2023/03	2022	2021	2020
Nakit ve Benzerleri	226,8	298,5	15,4	5,7
Diğer Alacaklar*	2,4	1,1	10,4	13,8
Kısa Vad. Finansal Yatırımlar	38,6	-	-	-
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-5,3	-7,9	-1,7	-1,0
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	-96,1	-117,3	-266,6	-102,7
Kiralama Yük.	-3,5	-	-	-
Diğer Borçlar	-1,2	-1,2	-3,6	-2,7
Uzun Vadeli Finansal Borç	-493,2	-481,8	-403,6	-93,3
Diğer Fin. Yük.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Net Borç	331,7	308,7	659,7	180,4

Özkaynak	379,2	330,4	67,5	58,4
Net Borç/Özkaynak	87,50%	93,40%	962,10%	308,70%
Net Borç/EBITDA	0,6	0,6	10	5,5
EBITDA**	535,9	494,3	65,2	32,6

*Uzun ve kısa vadeli diğer alacak ve borçları kapsamaktadır.

**2023/03 yıllıklandırılmış EBITDA'yı ifade etmektedir.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2023 Global Menkul Değerler A.Ş.

4. Değerleme

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerleme yöntemleri kullanılmıştır.

- 1- İndirgenmiş Nakit Akışı
- 2- Piyasa Çarpanları Analizi
 - a- F/K (Fiyat/Kazanç)
 - b- FD/FAVÖK (Firma Değeri/FAVÖK)

4.1.İndirgenmiş Nakit Akışı Modeli Sonucu

- o 2023-2028 yıllarına ilişkin 5 yıllık projeksiyon oluşturarak TL bazında değerleme yapılmıştır.
- o Özsermaye piyasa riski primi %5,5 olarak kullanılmıştır.
- o Risksiz getiri oranı projeksiyon dönemi boyunca %17 olarak kullanılmıştır.
- o Borçlanma maliyeti projeksiyon dönemi boyunca risksiz getirinin 400 baz puan üstü olacak şekilde %21 kullanılmıştır.
- o Uç değer büyüme oranı olarak %5 kullanılmıştır.

Sonuç olarak İndirgenmiş Nakit Akışından 5.886 mnTL Piyasa Değerine ulaşılmıştır.

İNA (mTL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Normalize	Uç Değer
Net Satışlar	377	450	1.132	1.737	3.564	5.518	7.644	6.912	7.535	7.912	
Değişim		19%	152%	53%	105%	55%	39%	-10%	9,0%	5,0%	
FAVÖK	31	62	494	426	609	934	2.054	1.442	1.568	1.647	
Değişim		99%	692%	-14%	43%	53%	120%	-30%	9%	5%	
FAVÖK Marjı	8,3%	13,9%	43,6%	24,5%	17,1%	16,9%	26,9%	20,9%	20,8%	20,8%	
Esas Faaliyet Karı	25	55	466	382	541	860	1.972	1.353	1.472	1.545	
Değişim		116%	753%	-18%	42%	59%	129%	-31%	9%	5%	
Vergi	22,0%	25,0%	23,0%	23,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Operasyonel Vergiler (-)	.	.	.	.	(3)	(16)	.	.	.	.	
Amortisman (-)	(6)	(8)	(29)	(44)	(69)	(74)	(82)	(89)	(97)	(101)	
Net Yatırım Giderleri (-)	(20)	(377)	(335)	(111)	(516)	(514)	(252)	(76)	(83)	(87)	
Yatırım/Satış	5,3%	83,8%	29,6%	6,4%	14,5%	9,3%	3,3%	1,1%	1,1%	1,1%	
Yatırım/Amortisman	3,3	48,0	11,7	2,5	7,5	6,9	3,1	0,9	0,9	0,9	
İşletme Sermayesi Değiş. (-)	(16)	(55)	91	72	(39)	(105)	(219)	46	(25)	(27)	
Deprem Vergisi				(41)	-	-	-	-	-	-	
Yüzer Havuz SMM			20	-	-	-	875	-	-	-	
Kaldıraçsız Nakit Akımı			270	193	52	299	2.458	1.412	1.460	1.533	9.682
Değişim				-28,5%	-73,0%	477,5%	721,1%	-43,0%	3,4%	5,0%	5,0%
AOSM			21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%
İndirgenmiş Nakit Akımı				179	41	193	1.301	614	522	451	2.582

Firma Değeri	5.883
Uç Değer Payı	43,9%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	5,9
Net Borç	332
Piyasa Değeri (31.03.2023)	5.551
Piyasa Değeri (14.07.2023)	5.886
Hisse Sayısı	188
Hisse Fiyatı	31,30

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2023 Global Menkul Değerler A.Ş.

4.2. Çarpan Analizi Yöntemi

Şirket'in ana faaliyet alanı aslında bir sınai şirketi hüviyeti niteliğinde olması ve yurt içi fiyatlamaya algısını da modele yansıtmak adına yurt içinde benzer şirketler olarak BIST Sınai endeksinin tamamı baz alınmıştır. Yurt dışında ise Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpan analizi yönteminde EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır.

MnTL	Değer
Hatsan Normalize EBITDA 2023/03 4Ç	330
BIST Sınai Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	11,7
BIST Sınai Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	3.860
Hatsan Net Borç 2023/03	332
BIST Sınai Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	3.529
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
MnTL	Değer
Hatsan Normalize Net Kar 2023/03 4Ç	223
BIST Sınai Şirketleri Medyan F/K (x)	12,3
BIST Sınai Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.753
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Sınai Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	3.141
MnTL	Değer
Hatsan Normalize EBITDA 2023/03 4Ç (TL)	330
31.03.2022-31.03.2023 Ortalama USD/TL	17,94
Hatsan Normalize EBITDA 2023/03 4Ç (USD)	18
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA	9,2
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri (USD)	170
Hatsan Net Borç 2023/03	332
31.03.2023 USD/TL Kapanış Kuru	17,07
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)	153
14.07.2023 USD/TL Kapanış Kuru	26,25
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)	4.004
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
MnTL	Değer
Hatsan Normalize Net Kar 2023/03 4Ç (TL)	223
31.03.2022-31.03.2023 Ortalama USD/TL	17,94
Hatsan Normalize Net Kar 2023/03 4Ç (USD)	12
Yurt dışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	23,8
Yurt Dışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)	296
14.07.2023 USD/TL Kapanış Kuru	26,25
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına göre Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)	7.758
F/K (x) Çarpanından Gelen Değerlere Verilen Ağırlık	50%
Yurt Dışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	5.881

4.3. Değerleme Yöntemi ve Sonucu

Şirket için değer tespiti çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpan Analizi olmak üzere iki yönetime göre değer tespiti yapılmış ve her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılmıştır. Buna göre ağırlıklandırılmış Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri **5.335 mn TL** olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu Halka Arz Öncesi Piyasa Değerine **%20,3** oranında halka arz iskontosu uygulanarak **4.250 mn TL** seviyesinde Halka Arz İskontolu Piyasa Değerine ulaşılmakta olup, 31.03.2023 sonu itibarıyla 188 mn TL seviyesindeki ödenmiş sermayeye göre Halka Arz İskontolu Birim Hisse Fiyatı **22,60 TL** olarak tespit edilmektedir.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	5.886	50,0%	31,30
Yurt Dışı Benzerler	5.881	30,0%	31,28
BIST Sınai	3.141	20,0%	16,70
Halka Arz Piyasa Değeri	5.335	100,0%	28,37
<i>Halka Arz İskontosu</i>		<i>-20,3%</i>	
Nihai Değer	4.250		22,60

5. Sonuç ve Yorumlar

- Fiyat Tespit Raporu'nda Hat-San hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Hat-San için yapılan değerleme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akışı” ve “Yurt İçi ve Yurt Dışı Piyasa Çarpanları” kullanılmıştır. Kullanılan yöntemlerin sırasıyla %50, %20, %30 olarak ağırlıklandırılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akışı Model'inde kullanılan parametrelerin makul olduğunu düşünüyoruz. Fakat bu yöntemle belirlenen değer Şirket'in projeksiyonlarına bağlı olduğunu ve bu projeksiyonların gerçekleşmemesi durumunda değer farklı olabileceğini belirtelim.
- Çarpan analizi yönteminde, F/K ve FD/FAVÖK çarpanının esas alınmasını, uç değerleri olan çarpanların elemine edilmesinin (F/K çarpanı 5'in altı ve 30'un üstü değerler) makul olduğunu düşünüyoruz.

Halka arzda %20,3 iskonto oranı göz önüne alındığında 22,60 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.