

GLOBAL LİMAN İŞLETMELERİ A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Global Liman İşletmeleri A.Ş. ("GLİ" veya "Şirket"), 2003 yılında Global Yatırım Holding'in %100 bağlı ortaklığı ş 2003 yılında kurulmuş ve operasyonlarına Kuşadası Kruvaziyer Limanı ile başlamıştır. Bugün ise Şirket, 5 farklı ülkede 8 adet limanı ile dünyanın en büyük kruvaziyer liman işletmecisidir. Şirket'in 6 kruvaziyer, 1 karma (ticari ve kruvaziyer) ve 1 ticari limanı bulunmaktadır. 2013 yılına kadar Bodrum Kruvaziyer ve Akdeniz-Antalya ticari limanını satın alarak portföyünü yurtiçinde genişleten Global Liman, 2013 yılında yurtdışına açılarak Adria-Bar ticari limanında ana ortak, İspanyol Cruers'te (Barselona, Malaga ve Singapur Kruvaziyer Limanları) ise azınlık hissedar olmuştur. 2014'te ise Cruers'te ana ortak olan şirket Lizbon Kruvaziyer Limanı'nda da %46,2 paya sahip olmuştur. Şirket'in bundan sonraki hedefi özellikle Avrupa ve Asya bölgesindeki kruvaziyer liman özelleştirmelerine katılarak portföyünü bu alanda genişletmektir. Bu kapsamda öncelikli hedefleri Dubrovnik Kruvaziyer Limanı (teklif verildi, ön yeterlilik alan tek teklif sahibi oldu) ve Venedik Limanı'dır (2015'in ilk yarısında ihaleye çıkması beklenmektedir). Mevcut durumda konsolide satış gelirinin %58'i ticari limanlardan sağlanmaktadır ve Şirket bu oranın uzun vadede %40-%60 ticari-kruvaziyer şeklinde değişeceğini öngörmektedir.

Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Çıkarılmış sermayesi 66,3 milyon TL olan şirketin halka arz sonrası sermayesi 90 milyon TL olması planlanmaktadır. Şirket 23,7 milyon TL nominal değerli payı sermaye artırımını ile satışa konu edecektir. Ortak satışının ise 9 milyon TL tutarında olması planlanmaktadır. Gelecek talebe göre kullanılması planlanan ek satış hakkı ise 4,9 milyon TL tutarındadır. Halka arzı takiben Şirket'in halka açıklık oranı %36,3 olacak, ek satış gerçekleşmesi halinde ise bu oran %41,8'e çıkacaktır. Talepler fiyat aralığı ile toplanacak olup, kurumlar en iyi gayret aracılığı yöntemiyle aracılık yapacaktır. Yurtiçi talep toplama tarihi 7-8 Mayıs olarak belirlenmiştir. Şirket paylarının 14 Mayıs'ta BİAŞ'da işlem görmeye başlaması beklenmektedir.

İhraççı	• Global Liman İşletmeleri A.Ş.
Çıkarılmış Sermaye	• 66.253.100 TL (Halka arz sonrası sermaye 90.000.000TL)
Halka Arz	• Sermaye Artırımı: 23.746.900 TL nominal değerli paylar • Ortak Satışı: 9.000.000 TL nominal değerli paylar • Ek Satış: 4.912.035 TL nominal değerli paylar (%15 ek satış hakkı)
Halka Açıklık ve Fiyat İstikrarı	• %36,39 (ek satışın gerçekleşmesi durumunda %41,84) • Payların BİAŞ'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile fiyat istikrarı yapılması planlanmaktadır. • Global Yatırım Holding'in portföyünden halka arz edilecek paylardan toplam 4.912.035 TL nominal değerli kısmın satış hasılatı kullanılacaktır.
Tahsisat	• Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar - %70 • Yurtiçi Kurumsal ve Bireysel Yatırımcılar - %30
Satmama Taahhüdü (Lock-up)	• Satan Ortaklar ve Şirket için 1 yıl

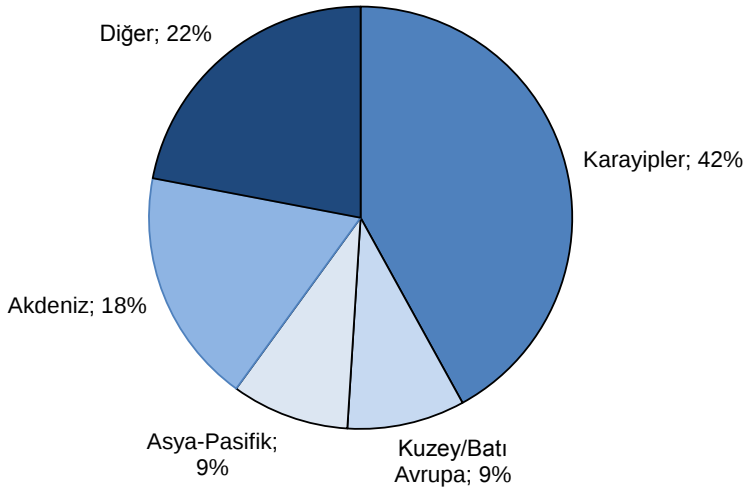
Kruvaziyer Liman Sektörü

Kruvaziyer pazarı 2007-14 yılları arasında küresel olarak yaklaşık %5, Avrupa'da ise %8'in üzerinde büyümüştür. 2014 yılında Dünya üzerinde 296 kruvaziyer gemisi ve kruvaziyer yolculuğuna çıkan 21,4 milyon insan bulunmaktadır. Bu yolcuların %61'i Kuzey Amerika'dan, %30'u Avrupa'dan ve kalan %9'u Asya'dan yola çıkmıştır. Yolcu kapasitesi olarak baktığımızda, 2001-14 yılları arasında en hızlı büyüyen %12,2 kapasite artışı ile Kuzey/Batı Avrupa olmuş, Akdeniz ise %6 ile onu takip etmiştir. Aynı dönem içinde Karayiplerdeki kapasite artışı ise %5,2 seviyesinde olmuştur. Toplam kapasitenin bölgeler bazında kırılımına bakıldığında, Karayipler %42 ile en büyük paya sahipken Avrupa-Asya Pasifik bölgesi %38 pay ile ikinci sıradadır. Şirketin odaklanmayı düşündüğü bölge olan Akdeniz Bölgesi ise Avrupa-Asya pasifik bölgesinin içinde yer almaktadır ve toplam kapasitenin içindeki payı %18'dir. Avrupa ve Asya'daki düşük penetrasyon seviyeleri oyuncular için büyüme fırsatı yaratmaktadır. Ayrıca Akdeniz'e yönelik gemi siparişleri burdaki kapasitenin artma beklentisini desteklemektedir.

Türkiye'deki kruvaziyer operasyonları ise dünya geneline göre daha sınırlıdır. Her yıl Türkiye'den yaklaşık 30-40 bin arası yolcu kruvaziyer seyahatlerine çıkmaktadır. Buna rağmen limanlara uğrayan yolcu sayısı 2003-13 yılları arasında %18 büyüme göstermiştir. 2013 verilerine göre yolcu sayısı bazında en çok pay %32 ile Bodrum'da olmakla beraber, Bodrum'u Kuşadası (%27) ve İzmir (%23) izlemektedir. Türkiye turizminde en büyük paya sahip bu üç bölge de Global Liman'ın sahip olduğu limanların art bölgesi içindedir. 2014 yılında pro forma* bazda (Creuers Barcelona ve Malaga sene başında satın alınmış olarak farz edilirse) Şirket'in limanlarına 3,7 milyon yolcu uğramıştır, bu rakamın dünyadaki yolcu sayısına oranı %17'dir.

(*) Şirket'e 2014 yılında devrolunan limanların tam yıl çalıştığı varsayımıyla

Grafik 1: Kruvaziyer Kapasitesinin Bölgelere Göre Dağılımı



Kaynak: Global Liman İşletmeleri

Şirket'in Kruvaziyer Liman Porföyü

Global Liman İşletmeleri'nin kruvaziyer limanlarından 2 tanesi Türkiye'de Bodrum ve Kuşadası'nda, kalan 4 tanesi ise yurtdışında konumlanmıştır. Şirket 2013 yılında azınlık hissedarı olduğu Cruers'in (Barselona, Malaga ve Singapur Kruvaziyer Limanları'nın işletmecisi) 2014 yılında çoğunluk hissesini alarak hakim ortağı olmuştur. Aynı zamanda Şirket 2014 yılında Lizbon Kruvaziyer Limanı'nda %46'lık efektif paya sahip olmuş ve ana ortak konumuna gelmiştir. Şirket Singapur ve Lizbon Kruvaziyer Limanları'nı özkaynak yöntemi ile değerlemektedir. Şirket'in satış gelirlerinin %42'si, FAVÖK'ünün ise %43'ü kruvaziyer limanlardan sağlanmaktadır. Ancak, bu oranın orta-uzun vadede %60-%40 kruvaziyer-ticari şeklinde değişmesi öngörülmektedir. Düşük marjlı kruvaziyer limanların işletme hakkını (çoğu yerel belediyelerden olmak üzere) devralıp marjları yeni fiyatlamaya yöntemleri ile iyileştiren, limanlarının bulunduğu stratejik konumlar sebebi ile de ciddi bir rekabete maruz kalmayan Global Liman İşletmeleri kruvaziyer sektöründe yeni satın almalar ile (Dubrovnik ve Venedik Limanları) büyümeyi hedeflemektedir.

Kruvaziyer sektöründe kalkış/varış ve uğrama olmak üzere iki liman türü bulunmaktadır. Kalkış/varış limanlarında bırakılan yolculardan sonra yeni yolcu alımı yapıldığı için bir gemiye iki kere servis verilir ve uğrama limanlarına göre daha çok gelir elde edilir. Şirket yolculardan ayakbaşı geliri haricinde gemilere verdiği hizmetler için ek ücret talep etmektedir. Aynı zamanda gümrüksüz saha gelirleri ve perakende işletmelerden alınan kira gelirleri de ek gelirler arasındadır. Şirket yalnızca yurtiçindeki limanlardan ek hizmet geliri elde edebilmektedir.

Limanlar	İmtiyaz Bitişi	Yatırım Yükümlülüğü	Peşin Ödenmiş İmtiyaz	Tarife Belirleme Yetkisi	Açıklamalar
Ege Ports (Kuşadası)	2033	Yok	Evet	Evet	- Fiyat tarifeleri serbestçe belirlenmektedir - En karlı limanlarından biridir - Tek rakibi İzmir Limanı'dır ancak turistik merkezlere olan yakınlığı sebebiyle daha yüksek tarifelere rağmen daha çok tercih edilir
Bodrum Limanı	2019	Yok	Evet	Evet	- Kruvaziyer gemilere ek olarak megayatlara ve feribotlara da hizmet vermektedir - Yolcuların en çok uğradığı limandır 49 yıla kadar uzatma alınacaktır
Barselona Limanı	2033	Yok	Evet	Yok	3 yıllık otomatik uzatma hakkı bulunmaktadır - Satın alındıktan sonraki ilk 5 yıl tarifiede artış yapılamaz ancak bölgedeki taban fiyattan sonrası için geçerlidir ve mevcut fiyatlamaya taban fiyatın çok altındadır, yani fiyat artışı için yer vardır
Malaga Limanı	2044	Yok	Evet	Yok	İmtiyaz süresi 40 yıla kadar uzatılabilir
Singapur Limanı	2022	Yok	Evet	Yok	5 yıllık uzatma başvurusu yapılmıştır
Lizbon Limanı	2049	20 mn EUR	Büyük Çoğunluk	Yok	2015 yılı için %10, 2016 için ise %20'lik tarife artışı için liman başkanlığından onay alınmıştır

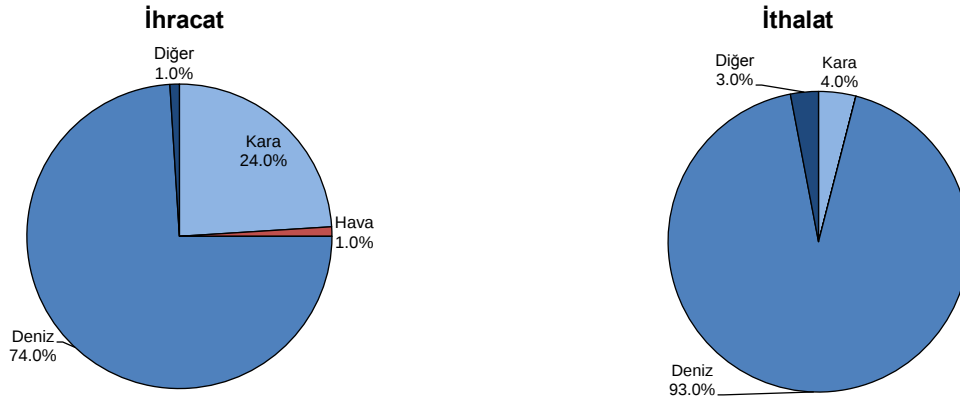
Kaynak: Global Liman İşletmeleri

Ticari Liman Sektörü

Ticari liman sektöründe öne çıkan konteyner ticareti 2000-12 arası %8 büyümüş ve deniz yoluyla yapılan toplam ticaret hacminin %16'sını oluşturmuştur. Uluslararası ticarete konteyner kullanımı, üretim kolaylığı, taşıma kolaylığı ve verimli alan kullanımı gibi faktörlerden dolayı tercih edilmektedir. Dünyada toplam konteyner ticaret hacmi 642,5 milyon TEU olup, en büyük pay ise %55 ile Asya-Pasifik bölgesindedir.

Türkiye'de ise elleçleme gelişimi aynı dönemde küresel konteyner ticaretinden daha hızlı olarak %13 büyümüştür. Türkiye'de kişi başına düşen konteyner oranı 0.08 iken bu oran ABD'de 0.14, Almanya'da 0.2 ve İspanya'da 0.31'dir. Türkiye'de 2012 yılı verilerine göre toplam konteyner elleçleme miktarı 6 milyon TEU'dur (Mersin Limanı'nın konteyner elleçleme hacmi ve pazar payına göre 2014 Türkiye verisi 8.8 milyon TEU'dur). Geçmiş verilere bakıldığında, Türkiye'deki konteyner elleçleme hacmi ortalama olarak GSYH büyümesinin 2,5 katı oranında büyümüştür. Türkiye'deki ticaret hacmine baktığımızda deniz taşımacılığının ithalat ve ihracatta en önemli paya sahip olduğu açıkça görülmektedir.

Grafik 2: Türkiye Ticaret Hacminin Taşıma Yöntemlerine Göre Dağılımı (2013)



Şirket'in Ticari Liman Porföyü

Şirket'in portföyünde iki adet ticari liman bulunmaktadır. Bunların ilki Akdeniz Port olup, Antalya'da bulunmaktadır. Akfen Holding'in faaliyet raporuna göre 9M14'te limanın pazar payı yaklaşık %2,5 oranındadır. Yine Akdeniz bölgesindeki Mersin Limanı'nın pazar payı ise %17 seviyelerindedir. Akdeniz Limanı'nda aynı zamanda küçük ölçekli kruvaziyer operasyonlarına da yer verilmektedir. Bölgedeki temel ihracat ürünleri Çin'e gönderilen mermer ve çimentodur. Bu ürünler Akdeniz Port'un hinterland'ında üretilmektedir ve en yakın liman olan Mersin Limanı'na uzaklık 353 km'dir. Bu sebeple Akdeniz Port kendi hinterlandında yoğun fiyat rekabetine maruz kalmamaktadır. Akdeniz Limanı haricinde şirketin Karadağ'da Adria-Bar ticari limanı bulunmaktadır. İki limanın toplam yıllık konteyner elleçleme kapasitesi 500 bin TEU seviyesindedir. 2014 yılında elleçlenen konteyner hacmi ise Antalya Limanı'nda 190 bin TEU, Adria-Bar 'da ise 40 bin TEU seviyelerindedir.

Global Liman'ın ticari liman operasyonlarında iki tür gelir kaynağı vardır: kargo elleçleme ve gemi hizmetleri. Şirket konteyner, kuru dökme yük ve genel kargo elleçlemelerinin yanı sıra Türkiye'deki limanında pilotaj, çekme, demirleme, depolama gibi gemilere verilen hizmetlerden de gelir elde etmektedir. Başka ülkelerde bu tür gelirler liman operatörlerine verilmemektedir.

Limanlar	İmtiyaz Bitişi	Yatırım Yükümlülüğü	Peşin Ödenmiş İmtiyaz	Tarife Belirleme Yetkisi	Açıklamalar
Akdeniz Port	2028	Yok	Evet	Evet	- Konteyner Elleçleme Kapasitesi 500.000 TEU (Mersin Limanı 2mn TEU) 2014'te konteyner elleçleme hacmi Çin'de konut sektörünün duraklaması ile %13 gerilemiştir ancak bu sene Çin'de konut sektöründeki talebin geçen seneye göre canlandığı gözlenmektedir - Hacimdeki daralmaya rağmen FAVÖK marjı ithalat ile dengelenerek korunmuştur
Adria-Bar	2043	15mn EUR tutarında ekipman alımı	Evet	Yok	- Konteyner elleçleme kapasitesi 500.000 TEU - Tarifeler Karadağ liman idaresi ile yapılan anlaşmaya tabiidir ancak bu aralık geniş bir banttadır bu sebeple artışa olanak vardır, ayrıca mevcut tarife fiyatları çok düşüktür - Yatırım programı henüz tamamlanmamasına rağmen konteyner elleçleme hacminde artış olmuştur

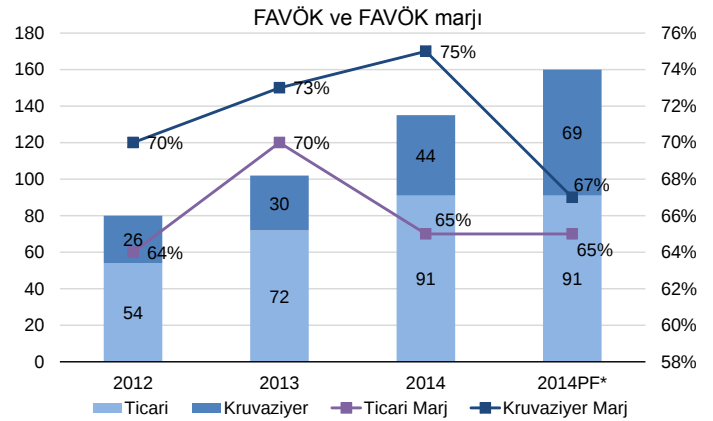
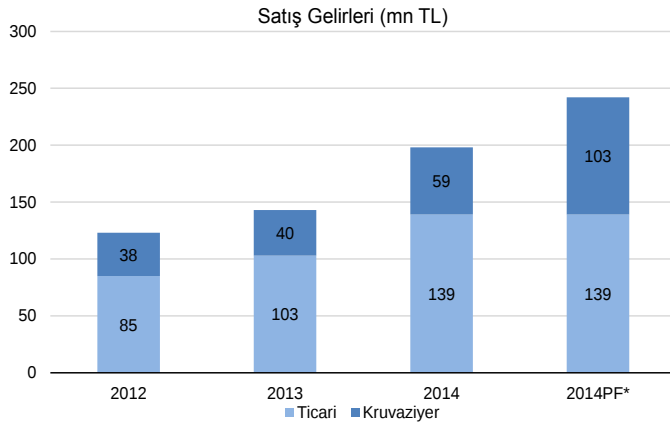
					- Sırbistan ve Bosna'daki ticari hareketlilikten faydalanma potansiyeli yüksektir 600 kişilik çalışan sayısı 400'e düşürülmüş ve 200'e düşürülmesi hedeflenmektedir
--	--	--	--	--	--

Kaynak: Global Liman İşletmeleri

Finansal Görünüm

2012-2014 yılları arasında Şirket'in satış gelirleri %27 FAVÖK'ü %30 büyüme göstermiştir. Bu verilere pro forma bakıldığında (2014 yılında devralınan Creuers Barcelona ve Malaga limanlarının tam yıl faaliyet gösterdiği varsayıldığında) satış gelirleri ve FAVÖK'ün 2012-2014 yılları arasında yaklaşık %40 büyüdüğü görülmektedir. Yolcu sayısı ise aynı dönemde 4 katına çıkmıştır. Marjlar ve yolcu başına gelirlerde ise satın almaların olumsuz etkisi görülmektedir. Yurtdışındaki liman tarifelerinin Türkiye'ye göre çok düşük olması, yurtdışındaki limanlardan ek hizmet gelirleri alınamıyor olması ve Adria-Bar'a yapılan belli ölçüdeki yatırımlar bu daralmalardaki temel sebepler olarak gösterilebilir. Şirket'in 2014 yılı itibarıyla pro forma satışlarının %32'si Euro, %68'i ise dolar cinsindendir. Maliyetlerindeki en büyük kalem amortisman giderleri olan Şirket'in genel yönetim giderlerindeki en büyük pay %20'lik oran ile personel giderleri olmuştur. 2012 yılında 7 milyon TL olan yatırım harcamaları Akdeniz limanı asfalt yenileme çalışmaları ve değişen kıyı kanunu gereği Ege Limanı'na yeni römorkör alınması zorunlu olduğu için 2014 yılında 29 milyon TL olmuştur. Şirket'in uluslararası limanlarda düşük işletme sermayesi ihtiyacı bulunmaktayken, Türkiye'deki limanlarda ise hizmet gelirlerinin önceden tahakkuk edilmesi sebebiyle negatif işletme sermayesi görülmektedir. 2014 yılında net kardaki daralmanın sebebi aynı yıl ihraç edilen 250mn dolar tutarındaki Eurobond'un faiz giderleri olmuştur.

Grafik 3: Satış Gelirleri ve FAVÖK Kırılımı



Gelir Tablosu (mn TL)	2012	2013	2014
Hasılat (Net)	122.3	143.5	198.3
Değişim (%)		17%	38%
Satışların Maliyeti	-71.6	-78.6	-123
Brüt Kar	50.7	64.9	75.3
Brüt Kar Marjı	41%	45%	38%
Genel Yönetim Giderleri	-11.2	-12.9	-22.07
Pazarlama Giderleri	-0.5	-0.5	-1.0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	0.2	53.1	14.4
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1.1	-1.0	-15.3
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından Payla	0.0	9.8	42.2
Esas Faaliyet Karı	38.0	113.3	93.6
Esas Faaliyet Kar Marjı	31%	79%	47%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3.7	3.1	4.9
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-4.6	0.0	-0.8
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	37.2	116.3	97.7
Finansman Giderleri	0.3	-18.1	-40.8
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	37.5	98.2	56.9
Dönem Vergi Gideri	-10.3	-9.9	-12.0
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	6.8	4.9	7.7
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı			
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	0	0	0
Dönem Net Karı/Zararı	33.9	93.2	52.6
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	4.1	5.8	3.8
Ana Ortaklık Payları	29.7	87.4	48.8
Net Kar Marjı	24%	61%	25%
Amortisman ve İtfa Payı	41.9	44.9	67.2
FAVÖK	80.9	96.4	119.4
FAVÖK Marjı	66%	67%	60%

Kaynak: Global Liman İşletmeleri

Yatırım Unsurları

Global Liman İşletmeleri'nin kruvaziyer liman operasyonlarında edindiği tecrübeyi yurtdışına taşıyarak, düşük marj yaratan küçük çaplı limanları alıp yeniden yapılandırarak büyütme stratejisini olumlu olarak değerlendiriyoruz. Şirket'in portföyündeki yerli limanların yurtdışına oranla çok daha yüksek FAVÖK marjı yaratmasını (%80-%55) yeni alınan limanlar için büyüme potansiyeli olarak görebiliriz. Şirket'in konumlandığı bölgelerin canlı ve yolcu sayılarının yüksek olması da olumlu birer özellik olarak öne çıkmakta, ayrıca Avrupa'daki kruvaziyer limanlarının çoğunluğunun yerel belediyelerde olması ve bunların iyi işletilemiyor olması da Şirket için potansiyel yaratmaktadır. Şirket'in Cruers ve Singapur Limanları'ndaki global ortaklarının (Royal Caribbean ve Temasek) anlaşmalarında ve yeni ortaklıklarda önemli bir avantaj sağladığını düşünüyoruz. Ticari limanlar tarafında ise, Adria-Bar limanı'nın Antalya'daki limanın alanına oranla 3 kat daha büyük olmasına rağmen hacim olarak 7'de biri oranında kalmasının güçlü bir büyüme potansiyeline işaret ettiğine inanıyoruz. Şirket buradaki yatırımlarını henüz bitirmiş değil ancak, personel sayısının yarıya düşürülmesini ve operasyonel giderlerde iyileşme sağlanmasını hedefliyor. Şirket'in gelirlerinin çoğu ABD\$ cinsinden olduğu için değer kazanan dolar operasyonel sonuçları olumlu etkilemektedir. Türkiye'deki limanlarda önceden tahsil edilen gelirler net işletme sermayesi ihtiyacını ortadan kaldırmaktadır. Temettü politikası ile ilgili ise Şirket her sene dağıtılabilir karın %50'sini dağıtmayı hedefliyor.

Riskler

Şirket 2014 yılında 250 milyon dolar tutarında, 7 yıl vadeli, 6 ayda bir faiz ödemeli %8,13 sabit faizli Eurobond ihraç etmiştir. Şirket'in toplam borcu 781 milyon TL olup, net borcu ise 641,5 milyon TL'dir. İhraç edilen Eurobond'a ilişkin kaldıraç sınırlaması bulunmaktadır. Bu sınırlama kapsamında Şirket'in toplam borç/FAVÖK tutarı 5x ve altında olmak zorundadır. Bu oran sağlanmazsa Şirket'in ilave borçlanması ve temettü ödemesi mümkün olmayacaktır. Şu anda toplam Borç/ 2014 Proforma FAVÖK 4.9x seviyesindedir. Şirket Venedik ve Dubrovnik liman satın alımlarını halka arzdan elde edilecek gelirlerden sağlamayı planlamaktadır. Sadece Venedik limanı finansallara konsolide edildiği takdirde toplam borç /FAVÖK oranı 4.3 seviyelerine gerilemektedir. 2014 yılı finansal tablolarına göre şirket doların TL karşısında %10 değer kazanmasından 40 milyon TL, Euro'nun %10 değer kazanmasından ise 15 milyon TL zarar yazmaktadır.

Değerleme

Global Liman İşletmeleri için üç farklı değerlendirme yöntemini inceledik. Fiyat Tespit Raporu'ndaki değerlemede Şirket geleceğe ilişkin net bir öngörü açıklanmadığı ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ve Şirket'in portföyünde bulunan en önemli limanlardan Bodrum ve Kuşadası (Ege Ports) limanlarının (FAVÖK'ün %25'ini oluşturuyor) net aktif değerine ilişkin değerlendirme raporu yayımlanmadığı için defter değeri yöntemi kullanılmamıştır. Bizim çalışmamız da buna göre, yalnızca yurtdışındaki benzer şirketlerin çarpanları baz alınarak yapılan Çarpan Karşılaştırma metodu ile yapılmıştır.

Çarpan Karşılaştırma

Global Liman İşletmeleri de dahil olmak üzere pek çok benzer şirketin açık döviz pozisyonu olduğunu göz önüne alarak, Şirket'in esas değerini daha iyi gösterebilmek adına yalnızca FD/FAVÖK çarpanlarını dikkate alıyoruz. Benzer şirket seçimimizde ise Şirket'in 2012-14 FAVÖK büyümesi pro forma bazda %41 olduğu için FAVÖK büyümesi çift haneli ya da çift haneliye yakın olan şirketleri tercih ediyoruz.

Uluslararası Benzer Şirketler

Benzer Şirketler	Ülke	Liman Tipi	2014 FD/FAVÖK çarpanı	2012-14 FAVÖK Büyümesi (%)
Tianjin Port	Hong Kong	Ticari	16.7	7%
Xiamen Int. Port	Hong Kong	Ticari	13.6	18%
DP World	Dubai	Ticari	14.2	9%
Intl. Container Term Services	Filipinler	Ticari	13.8	18%
Log-in Logistica Intermodal	Brezilya	Ticari	11.2	15%
ŞİRKETLERİN MEDYANI			13.8	15%

Kaynak: Bloomberg
Çarpanlar 27.04.2015 tarihinde güncellenmiştir

Şirket'in SPK raporundaki gelir tablosuna göre 2014 yılı için diğer gelir/giderleri katmadan hesapladığımız FAVÖK 119 milyon TL'dir. Ancak, Şirket'in esas performansını gösteren 2014 yılı için hesapladığı pro forma FAVÖK'ü SPK raporunda bulunmamaktadır. Bu sebeple değerlememizde Şirket'in analist sunumunda kullandığı holding düzeltmesi yapılmış pro forma konsolide FAVÖK'ü (153,3 milyon TL) kullanıyoruz. Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarına baktığımızda, 11,2x-16,7x bandında seyrettiklerini gözlemliyoruz. Bu çarpanlar 16,2TL-28,9TL fiyat bandına işaret ediyor, orta noktası ise 13,8x çarpanı ile 22,2TL'yi gösteriyor. Fiyat Tespit Raporu'nda bulunan hisse başına 29,79TL'lik fiyat ise bizim hesapladığımız fiyat aralığının dışında kalıyor.

Halka arz sonrası elde edilen nakdi Şirket'in net borcu ile netleştirdiğimizde alt bant 19,6TL için 2.080 milyon TL, üst bant 23,5 TL için ise 2.338 milyon TL firma değerine ulaşıyoruz. Bu değerler de sırasıyla 13,5x ve 15,25x FD/FAVÖK çarpanına işaret ediyor. Dolayısı ile bu bantta benzer şirketlerin çarpan aralığının içinde yer alıyor.

Sonuç

Halka arza aracılık eden aracı kuruluş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda 2014 yılı verileri dikkate alınmış, geleceğe yönelik beklentilere yer verilmemiştir. Buna göre bizim kendi çarpan karşılaştırmamız da 2014 yılı verileri üzerinden yapılmıştır. Hızlı büyüme sürecinde olan Global Liman gibi şirketler için önümüzdeki yıllarda beklenen gelir ve kazanç rakamları göz önüne alınarak yapılan çarpan analizi değerlemesinin 2014 yılı değerlerinden daha fazla önem arz ettiği hususunun yatırımcıların değerlendirmelerinde göz önünde bulundurmalarını tavsiye ederiz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.