

Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. ("Trabzon Liman" veya "Şirket") "Fiyat Tespit Raporu" Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu 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 Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. **Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

Halka Arz Yapısı:

İhraççı	Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. ("Trabzon Liman" veya "Şirket")
Konsorsiyum Lideri	Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Sermaye	21.00.000 TL (Halka Arz Öncesi) / 21.000.000 TL (Halka Arz Sonrası)
Halka Arz Şekli	Ortak Satış
Satan Ortak	Albayrak Turizm Seyahat İnşaat Ticaret A.Ş.
Halka Arz Edilecek Paylar / Halka Arz Oranı	6.300.000 TL (Ortak Satış) / %30
Tahsisat Grupları	Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar (%10) Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar (%90)
Lock - Up (Satmama Taahhüdü)	İhraççı ve Satan Ortak tarafından : 1 yıl boyunca pay satmama 1 yıl bedelli sermaye artırımını yapmama
Günlük Alım Emri Taahhüdü	10 iş günü süreyle 420.000 adet günlük alım emri taahhüdü bulunmaktadır
Planlanan Talep Toplama Tarihleri	18-19 Ocak 2018

Kaynak: Trabzon Liman, Deniz Yatırım

Trabzon Liman Hakkında

Şirket, 20.11.2003 tarihinden başlamak üzere Trabzon Limanı'nın 30 yıllık işletme hakkına sahiptir. Şirket'in ana faaliyeti liman işletmeciliği kapsamında gerçekleştirilen tüm işlemlerdir. İhraççının Trabzon Liman sahası üzerinde verdiği başlıca hizmetler; *yüklere verilen hizmetler*, *gemilere verilen hizmetler* ve *alan kiralalamaları* olmak üzere üç ana gruptan oluşmaktadır. Söz konusu üç ana grup altında yer alan hizmetler; 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 sayılabilir.

Şirket kapasite verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır;

Kapasite Konusu	Kapasite
Elleçleme	10.000.000 ton/yıl
Depolama	5.000.000 ton/yıl
Gemi Kabul	2.500 adet/yıl
Konteyner Elleçleme	350.000 TEU/yıl
Konteyner Depolama	300.000 TEU/yıl

Kaynak: Trabzon Liman

Yüklere Verilen Hizmetler: Şirket; genel kargo, dökme katı, dökme sıvı, dolu-boş konteyner, tekerlekli – paletli araçlar ve canlı hayvan gibi birçok yükü elleçlemektedir. 2014 yılından bu yana elleçlenen toplam yük hacminin %90'ından fazlasını dökme katı yükler oluşturmaktadır. 2014 – 2017/9 dönemlerinde Trabzon Limanı'nda elleçlenen yükler ile ilgili tablo aşağıda yer almaktadır;

İşlem - Ton	2014	2015	2016	2016/9	2017/9
Boşaltma	1,891,513	2,173,450	2,226,446	1,604,611	1,695,805
Yükleme	336,090	498,466	692,501	526,381	555,979
Toplam	2,227,603	2,671,916	2,918,947	2,130,992	2,251,784

Rejime Göre - Ton	2014	2015	2016	2016/9	2017/9
İthalat	1,449,078	1,541,062	14,023,658	986,805	1,128,985
Transit	233,819	673,538	1,105,534	836,032	759,842
Dahili	307,822	297,370	304,000	226,820	226,407
İhracat	236,884	159,946	105,755	81,335	136,550
Toplam	2,227,603	2,671,916	2,918,947	2,130,992	2,251,784

Kaynak: Trabzon Liman

Terminal Hizmetleri: Yükleme öncesi veya boşaltma sonrası liman sahası üzerinde yüklere ilişkin tüm hareketleri kapsamaktadır.

2014 – 2017/9 dönemlerinde terminal hizmeti verilen General Kargo ve Dökme Yük Tonajları ile dolu ve boş konteyner adetleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır;

Terminal Hizmeti	2014	2015	2016	2016/9	2017/9
Genel Kargo- Dökme Ton	160,435	162,501	162,947	140,958	207,498
Konteyner- Adet	31,162	30,347	22,097	19,127	15,059

Kaynak: Trabzon Liman

Gemilere Verilen Hizmetler: Trabzon Limanı'nda gemilere verilen hizmetler genel olarak; pilotaj, römorkaj, barınma, elektrik-su, atık alım hizmetleri olarak sınıflanabilir.

Kiralama Hizmetleri: Trabzon Liman sahasında; 21 adet kapalı ambarda 23.585 metrekare üzerinde 85.000 ton depolama kapasitesi mevcuttur. Ambarlara ek olarak 240.000 metrekare üzerinde 400.000 ton açık depolama kapasitesi de bulunmaktadır. Liman sahasında bulunan 21 kapalı ambarın 18'i kiralanmış durumdadır.

Şirket, 7 Şubat 2014 tarihli genel kurulda kayıtlı sermaye sistemine geçiş ve şirket esas sözleşmesinin SPK'na ve TTK'na uygun hale getirilmesine ilişkin esas sözleşme değişiklikleri gerçekleştirilmiştir. Söz konusu değişiklikler 12 Mart 2014 tarih ve 8526 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

Şirket kayıtlı sermaye tavanı 140.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 21.000.000 TL'dir.

Ortaklık Yapısı

Şirket'in sermayesini temsil eden paylar ilişkin bilgi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Miktarı (TL)	Pay Oranı (%)	Sermaye Miktarı (TL)	Pay Oranı
Albayrak Turizm Seyahat İnşaat Ticaret A.Ş.	11,914,000	56.73	5,614,000	26.73
Ereğli Tekstil Turizm San. ve Tic. A.Ş.	8,400,000	40.00	8,400,000	40.00
Diğer	686,000	3.27	686,000	3.27
Halka Açık			6,300,000	30.00
Toplam	21,000,000	100.00	21,000,000	100.00

Kaynak: Trabzon Liman

Önemli Hususlar

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup, halka arz sonucu Şirket'e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı tamamen halka arzda ortak satışı gerçekleştirecek Albayrak Turizm Seyahat İnşaat Ticaret A.Ş.'nin tasarrufunda olacaktır.

Finansal Tablolar

Bilanço

TL	2014	2015	2016	2017/9
Dönen Varlıklar	28,170,433	26,162,890	27,265,438	17,964,240
Nakit ve Nakit Benzerleri	65,030	104,982	734,264	121,809
Ticari Alacaklar	5,169,314	1,425,187	1,526,176	1,725,911
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	22,708,374	23,480,721	22,712,124	13,622,175
Stoklar	65,211	49,282	147,067	153,752
Peşin Ödenmiş Giderler	103,227	460,471	456,673	497,055
Diğer Alacaklar	29,659	38,037	155,358	8,898
Diğer Dönen Varlıklar	29,618	604,210	1,533,776	1,834,640
Duran Varlıklar	46,105,760	57,467,064	75,359,400	117,261,291
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	7,571,265	16,203,860	22,456,908	66,794,818
Maddi Duran Varlıklar	20,757,655	26,967,340	37,904,000	35,758,929
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15,094,584	14,295,864	14,426,555	14,401,696
Peşin Ödenmiş Giderler	2,682,256	-	396,089	-
Diğer Duran Varlıklar	-	-	175,848	305,848
Toplam Varlıklar	74,276,193	83,629,954	102,624,838	135,225,531

Kaynak: Trabzon Liman Fiyat Tespit Raporu

Kaynaklar				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	18,042,909	25,280,117	31,204,632	47,232,811
Finansal Borçlar	4,303,283	9,134,989	9,291,605	13,274,861
Ticari Borçlar	3,698,610	1,997,090	3,973,530	4,038,774
Ertelenmiş Gelirler	427,621	211,685	6,820,986	11,624,796
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,281,300	6,010,236	4,646,084	7,956,950
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,373,383	5,351,615	17,983,706	31,035,306
Finansal Borçlar	-	-	-	13,448,055
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,969,699	2,134,294	7,338,387	6,987,661
Özsermaye	50,859,901	52,998,222	53,338,724	56,957,414
Sermaye	15,000,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000
Sermaye düzeltmesi farkları	447,419	447,419	447,419	447,419
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	7,625,858	9,651,041	11,699,269	13,736,931
Tanımlanmış fayda planlarından aktüeryal (kayıp)/kazanç fonu	-319,710	-595,663	-1,052,544	-1,073,422
Geçmiş yıl karları	5,770,574	7,027,259	6,935,125	5,794,593
Dönem Net Karı	22,335,760	21,468,166	20,309,455	23,051,893
Toplam Kaynaklar	74,276,193	83,629,954	102,624,838	135,225,531

Kaynak: Trabzon Liman Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu

TL	2014	2015	2016	2016/9	2017/09
Hasılat	42,018,617	50,166,340	50,895,021	35,903,295	53,278,912
Satışların Maliyeti (-)	15,075,942	16,908,482	22,234,220	15,790,270	20,650,132
Brüt Kar	26,942,675	33,257,858	28,660,801	20,113,025	32,628,780
Genel Yönetim Giderleri (-)	2,016,384	2,222,921	2,855,950	2,126,359	2,412,521
Pazarlama Giderleri (-)	25,622	6,034	49,284	42,860	17,941
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3,288,022	1,541,801	2,078,108	1,566,274	1,690,870
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	5,335,017	7,253,403	7,193,030	5,531,090	6,012,167
Esas Faaliyet Karı	22,853,674	25,317,301	20,640,645	13,978,990	25,877,021
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2,964,856	58,999	-398,621	-448,393	33,264
Finansman Geliri Öncesi Faaliyet Karı	25,818,530	25,376,300	20,242,024	13,530,597	25,910,285
Finansman Gelirleri	3,977,190	3,156,054	4,186,637	3,700,338	5,103,756
Finansman Giderleri (-)	2,471,535	1,237,328	1,357,367	835,171	2,669,048
Sürdürülen Faaliyet Vergi Öncesi Karı	27,324,185	27,295,026	23,071,294	16,395,764	28,344,993
-Cari Dönem Vergi Gideri	5,564,931	5,913,375	3,016,683	3,126,581	5,361,696
-Ertelenmiş Vergi Gideri	576,506	86,515	254,844	-191,719	68,596
Net Dönem Karı	22,335,760	21,468,166	20,309,455	13,077,464	23,051,893

Kaynak: Trabzon Liman Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşlerimiz

Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Trabzon Liman için Borsa İstanbul'da işlem gören şirket bulunmaması ve yurt dışında olan şirketlerin işletme hakkı sürelerinin birbirlerinden ve Trabzon Liman'dan farklı olması nedeniyle bu şirketlere ait piyasa çarpanları kullanılarak şirket değeri tespiti yapılmamış ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemi kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Çalışması

Trabzon Limanı'nın 30 yıllık işletme hakkı Trabzon Liman İşletmesi A.Ş. 'ye devredilmiştir. Devir sözleşmesinin bitiş tarihi 20.11.2033 olarak kabul edilmiş ve nakit akımları söz konusu tarihte sonlandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi'nde Trabzon Liman'ın gelir kalemleri yüklere verilen hizmetler, gemilere verilen hizmetler ve açık kapalı alan kiralamaları olarak üç ana gruptan oluşmaktadır. Yüklere verilen hizmetler altında; yükleme, boşaltma, terminal, geçici depolama, ardiye hizmetleri ana gelir kalemlerini oluşturmaktadır. Gemilere verilen hizmetleri oluşturan ana gelir kalemleri ise römorkaj, pilotaj ve barınma hizmetleridir. Şirket'in liman sahası üzerinde bulunan açık ve kapalı alanların kiralanmasıyla elde ettiği gelirler ise kira gelirlerini oluşturmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yönteminde; yüklere verilen

hizmetler, doğrudan Trabzon Limanı'nda elleçlenen yük hacmi ile bağlantılı olduğundan "liman hizmetleri" olarak gruplanmıştır. Liman sahası üzerinde gerçekleştirilen açık ve kapalı alan kiralamaları proje bazlı ve elleçlemeden bağımsız gelişme gösterdiği için ayrı bir gelir kalemi "kira gelirleri" olarak takip edilmiştir. Liman'da gerçekleşen elleçleme hacimlerinde 2004-2016 yılları arasında yıllık ortalama birleşik büyüme ("YOBB") %6,2 düzeyindedir. 2011-2016 arasındaki 5 yıllık dönemde YOBB %4,9, 2014-2016 arasındaki dönemde ise %14,5'tir. Liman hizmet gelirleri; 2017 yılının ilk 9 ayında 2,25 milyon ton elleçleme hacmine karşılık 14,4 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2017 yıl sonu elleçleme tahmini 3,04 milyon ton seviyesindedir. 2017 yıl sonu itibarıyla liman hizmet gelirlerinin 19,5 milyon USD'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir. 2018 yılı ve sonrasında liman hizmet gelirlerinin %3 oranında artacağı öngörülmüştür.

Şirket'in 2017 yılının ilk 9 ayında elde ettiği kira geliri 0,4 milyon USD düzeyindedir. 2017 yıl sonu itibarıyla Şirket kira gelirlerinin 0,5 milyon USD olacağı öngörülmüştür. 2018 ve sonrasında kira gelirlerinin yıllık %3 oranında büyüyeceği öngörülmüştür.

Şirket'in satışların maliyeti personel giderleri ve liman hizmet giderleri olarak iki ana grup altında toplanmıştır. Satışların maliyeti altında sınıflanan personel giderleri, limancılık faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi sırasında sahada açışan mavi yakalı personel ait giderlerdir. Satışların maliyeti altında sınıflanan personel giderleri 2017 yılının ilk 9 ayında 2,6 milyon USD seviyesindedir. 2017 yıl sonu itibarıyla 3,4 milyon USD seviyesinde olacağı öngörülmektedir. Personel giderlerinin 2018 yılı ve sonrası için öngörülen yıllık artış oranı USD bazında %2,75'tir.

Liman hizmet giderleri, ağırlıklı olarak enerji, yakıt, su, bakım-onarım, araç kiralama, kılavuzluk, römorkaj hizmet payı ve tekel ücreti, liman hizmet giderleri ve sigorta giderlerinden oluşmaktadır. Şirket yönetimi 2017 yıl sonu için 2,5 milyon USD gider öngörülmüştür. 2018 ve sonraki dönemlerde liman hizmet giderlerinin, liman hizmet gelirlerindeki değişimi birebir yansıtabilecek şekilde yıllık %3,00 seviyesinde büyüyeceği öngörülmüştür.

Şirket'in faaliyet giderlerinin tamamına yakını genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Genel yönetim giderleri personel giderleri ve diğer faaliyet giderleri olarak iki ana grup altında

toplanmıştır. Genel yönetim giderleri altında yer alan personel giderleri, Trabzon Liman İşletmesi'nde çalışan beyaz yakalı personel ait giderlerden oluşmaktadır. 2017 yıl sonu itibarıyla personel giderlerinin 0,6 milyon USD seviyesinde olacağı öngörülmektedir. 2018 ve sonrası dönemler için yıllık artış oranı %2,00 olarak öngörülmüştür. Diğer faaliyet giderlerini; müşavirlik, temsil-ağırlama, vergi-resim-harç, büro, nakliye ve seyahat gibi giderler oluşturmaktadır. 2017 yıl sonu itibarıyla diğer faaliyet giderlerinin 0,3 milyon USD seviyesinde olacağı öngörülmektedir. 2018 ve sonrası dönemler için yıllık artış oranı ortalama %2,31 (asgari %2,10 - azami %2,60) olarak artırılmıştır.

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirler kalemi altında SGK tahakkukları düzenli ödemesinden dolayı sigorta primi işveren paylarında teşvik istisnası yer almaktadır. 2017 yılının ilk 9 ayında 0,1 milyon USD seviyesinde olan erken ödeme iskonto gelirlerinin 2017 yıl sonu ile 2018 ve sonraki dönemlerde de toplam personel giderinin %4,41'i oranında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Esas faaliyetlerden diğer giderler altında en büyük paya sahip olan bağış ve yardımlar net kar üzerinden her yıl %3,00 oranında öngörülmüştür.

Sabit kıymet yatırımlarında 2018-2031 döneminde her yıl liman hizmet gelirlerinin %2'si oranında, 2032 ve 2033 yıllarında ise söz konusu oran %0,50 olarak dikkate alınmıştır.

Değerleme Özeti

Trabzon Liman İşletmesi'nin 30.09.2017 – 20.11.2033 arasında elde edeceği serbest nakit akımlarının değeri Şirket'in firma değerini ifade etmektedir. Firma değerinden 30.09.2017 tarihi itibarıyla Şirket bilançosunda yer alan -2,6 milyon USD seviyesindeki net finansal borcun düşülmesi suretiyle şirket değerine ulaşılmaktadır. Şirket'in liman işletme hakkı süresinin dolmasından sonra nakit akımı yaratmayacağı varsayılmış ve ilgili tarihte Şirket aktifinde yer alacak makine-ekipman için de herhangi bir değer öngörüsünde bulunulmamıştır.

Şirket değeri hesaplamasında indirgeme oranı için duyarlılık analizi yapılmıştır. Buna göre şirket değerleri şu şekilde hesaplanmıştır:

İndirgeme Oranı	9,75%	10,00%	10,25%
Firma Değeri - Mn USD	105,9	104,2	102,5
Net Borç - Mn USD	-2,6	-2,6	-2,6
Şirket Değeri - Mn USD	108,5	106,8	105,1

Trabzon Liman İşletmesi'nin şirket değeri indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre **106,8 milyon USD karşılığı 406,1 milyon TL** olarak tespit edilmiştir. Buna göre çıkarılmış sermayesi 21.000.000 TL olan Şirket'in birim pay değeri **19,34 TL**'dir. Bu değer üzerinden uygulanan **%19,8** halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri **15,50 TL** olarak belirlenmiştir.

Genel Değerlendirme

- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgiler anlaşılır ve yeterlidir.
- ✓ Değerleme için kullanılan yöntem ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır.
- ✓ İndirgenmiş nakit akımları analizinde kullanılan liman hizmet gelirleri için öngörülen 2018 yılı ve sonrası için yıllık %3,0 büyüme oranı düzeyini, elleçleme hacimlerinin yıllık ortalama bileşik büyüme oranları ve IMF tarafından açıklanan ABD enflasyon seviyesi beklentileri ile beraber değerlendirildiğinde makul bulmaktayız.
- ✓ Şirket'in satışların maliyetini oluşturan mavi yakalı personel giderlerinin 2018 yılı ve sonrasında %2,75, liman hizmet giderlerinin aynı dönem için %3,00 oranında artış beklentisini makul değerlendiriyoruz.
- ✓ Faaliyet giderleri altında yer alan beyaz yakalı personele ait giderlerin de 2018 yılı ve sonrası için artış oranının, elleçleme miktarları ile bağlantılı olmamasına rağmen, mavi yakalı personel giderleri seviyesinde olmasının daha makul olabileceğini düşünmekteyiz.
- ✓ Şirket'in 30.09.2017 tarihinde net finansal borcu olmamasına rağmen ileri dönemlerde net finansal borç oluşabileceğinin göz önüne alınmasını ve bu sebeple indirgeme oranının ve hesaplanan şirket değerinin değişebileceğini belirtmekteyiz.

Sonuç

İndirgemiş Nakit Akımları yöntemine göre hesaplanan pay başına şirket değerinin %19,8 halka arz iskontosu uygulanarak elde edilen 15,50 TL halka arz fiyatını izahnamede belirtilen taahhüt ve teşvikler ile beraber değerlendirdiğimizde makul buluyoruz.

`Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. `