

‘Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

HAT-SAN GEMİ İNŞAA BAKIM ONARIM SANAYİ ve TİCARET A.Ş.

‘Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket” ve/veya “Hat-San”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

İşbu raporda kullanılan bilgiler, konsorsiyum lideri İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu ve İzahname’den temin edilmiştir.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Şirket, Pkr Gemi İnşaat ve Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla Temmuz 2008’de İstanbul’da kurulmuştur. 2011 yılında ilk teslimatını gerçekleştirmiştir. 2013 yılında Şirket’in unvanı, mevcut unvanı olan Hat-San Gemi İnşaat Bakım Onarım Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

Şirket, Yalova ili Altınova ilçesinde 108.975 m² üzerine kurulu 13.495 m²’si kapalı alan ve 7.158 m² alan üzerine kurulu 3.849 m²’si kapalı alan olmak üzere iki farklı lokasyonda tersanecilik faaliyeti yürütmekte olup yeni gemi inşası, gemi tamir bakımı, gemi dönüşümü ve yüzer havuz inşası faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Şirket’in Yalova ili Altınova ilçesinde faaliyet gösterdiği tersane alanları, 2065 yılına kadar T.C. Milli Emlak Genel Müdürlüğü’nden hasılat payı karşılığında kiralanmıştır. 7.158 m² alan üzerine kurulu 3.849 m² kapalı alan ise ön imalat gerçekleştirmek amacıyla ek tesis olması için üzerindeki bina ve ekipmanlarıyla birlikte 2030 yılına kadar kiralanmıştır. Üretim alanları içerisinde Şirket’e ait 3 adet iskele, 2 adet rıhtım, 5 adet kızak (1’i eğimli), 1 adet 25.000 ton kaldırma kapasiteli yüzer havuz, gemi inşa ve bakım onarım faaliyetleri için yeterli ekipman

ve altyapı olanakları barındırmaktadır. Şirket'in merkezi Bakırköy/İstanbul'da olup merkez adresinde Şirket'in genel, mali ve idari yönetimine ilişkin faaliyetler yürütülmektedir.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

Operasyonel Faaliyetleri

Şirket operasyonel faaliyetleri kapsamında aşağıdaki hizmetleri sunmaktadır:

- Yeni Gemi İnşası
- Gemi Tamir Bakımı
- Gemi Dönüşümü
- Yüzer Havuz İnşası
- Operasyon ve Terminal Hizmetleri Organizasyonu
- Veri Tabanı ve Altyapı Sistemi

2020, 2021, 2022, 2023/3 ve 2023/3 dönemleri itibarıyla Şirket'in satışlarının coğrafi dağılımı aşağıda yer almaktadır:

(milyon TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Yurt Dışı Satışlar	349,5	443,6	1.016,7	123,3	300,2
Yurt İçi Satışlar	34,7	14,5	115,7	21,4	6,3
Toplam	384,2	458,1	1.132,4	144,7	306,5

Özet Finansallar:

2020, 2021, 2022, 2023/3 ve 2023/3 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş özet finansalları aşağıdaki gibidir;

(milyon TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Hasılat	384,2	458,1	1.132,4	144,7	306,5
Brüt Kar	47,2	80	534,4	42	77,1
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>%12,3</i>	<i>%17,5</i>	<i>%47,2</i>	<i>%29</i>	<i>%25,2</i>
Esas Faaliyet Karı	23,7	17,1	463,5	33	72,2
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	<i>%6,2</i>	<i>%3,7</i>	<i>%40,9</i>	<i>%22,8</i>	<i>%23,6</i>
FAVÖK	32,6	65,2	494,3	34,3	75,9
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>%8,5</i>	<i>%14,2</i>	<i>%43,7</i>	<i>%23,7</i>	<i>%24,8</i>
Net Kar	7,9	10,8	318,7	-8	49
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	<i>%2,1</i>	<i>%2,4</i>	<i>%28,1</i>	<i>-</i>	<i>16%</i>
Net (Finansal) Borç	180,4	649,7	308,7	-	331,7

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket halka arzdan elde edeceği geliri aşağıda şekilde kullanmayı hedeflemektedir:

- Yeni yüzer havuz inşası ve/veya satın alınması: %75-85
- Elektrik üretim santrallerinin kurulması: %15-25

4. Değerleme Hakkında Verilen Özet Bilgi

Değerleme çalışmasında, Gelir Yaklaşımı (Atanan Ağırlık: %50) ve Piyasa Yaklaşımı (Atanan Ağırlık: %50) kullanılmıştır. Buna göre ağırlıklandırılmış özsermaye değeri 5.335 milyon TL olarak hesaplanmış ve %20,3 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra toplamda 4.250 milyon TL olmak üzere pay başına değer 22,60 TL olarak belirlenmiştir.

Gelir Yaklaşımı – İNA Analizi

İNA Analizi'nde Şirket'in 31.03.2023 dönemi faaliyet sonuçları baz alınıp 2023-2029 yıllarına ilişkin projeksiyonlar oluşturularak TL bazında değerlendirilmiştir. Sonuç olarak; 14.07.2023 tarihi itibarıyla 5.886 milyon TL özsermaye değeri hesaplanmıştır. İNA analizi ile hesaplanan özsermaye değerine %50 ağırlık atanmıştır.

İNA Analizi'nde kullanılan finansal projeksiyonlar Şirket yönetiminin öngörülerini yansıtmaktadır. İNA Analizi'nde kullanılan AOSM %21,6 olarak belirlenmiştir. Risksiz Getiri Oranı olarak, TR 10 yıllık devlet tahvili getirisinin 14 Temmuz 2023 kapanışı olan %17 kullanılmıştır. Borç maliyeti %21 olarak varsayılmıştır. Hisse senedi risk primi %5,5 ve hisse betası 1,0x olarak kullanılmıştır. Kaldıraç oranı olarak %61,1 oranı kullanılmıştır. Uç Değer Büyüme Oranı olarak %5,0 kullanılmıştır. Hesaplanan Uç Değer'in Firma Değeri'ndeki payı %43,9'dur. Uç Değer Çıkış Çarpanı 5,9x seviyesindedir.

Gelir Yaklaşımı - İNA Analizi (milyon TL)	2029							Uç Değer
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	(Normalize)	
Net Satışlar	1.737	3.564	5.518	7.644	6.912	7.535	7.912	
Değişim	53%	105%	55%	39%	(10%)	9%	5%	
Faaliyet Karı	382	541	860	1.972	1.353	1.472	1.545	
Amortisman	44	69	74	82	89	97	101	
FAVÖK	426	609	934	2.054	1.442	1.568	1.647	
FAVÖK Marjı	24,5%	17,1%	16,9%	26,9%	20,9%	20,8%	20,8%	
Operasyonel Vergiler	-	(2,9)	(16,0)	-	-	-	-	
İşletme Sermayesi Değişimi	72	(39)	(105)	(219)	46	(25)	(27)	
Net Yatırım Giderleri	(111)	(516)	(514)	(252)	(76)	(83)	(87)	
Deprem Vergisi	(41)	-	-	-	-	-	-	
Yüzer Havuz SMM	-	-	-	875	-	-	-	
Firma Serbest Nakit Akışları	193	52	299	2.458	1.412	1.460	1.533	9.682
AOSM	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	179	41	193	1.301	614	522	451	2.582
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları Toplamı	3.301							
Uç Değer	2.582							
Firma Değeri	5.883							
Uç Değer Payı	43,9%							
Uç Değer Büyüme	5,0%							
Uç Değer Çıkış Çarpanı	5,9x							
Net Borç	332							
Özsermaye Değeri (31.03.2023)	5.551							
Özsermaye Değeri (14.07.2023)	5.886							
Pay Adedi (mn)	188							
Pay Başına Değer (TL)	31,30							

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	
Risksiz Getiri Oranı	17%
Beta	1,0 x
Piyasa Risk Primi	5,5%
Özsermaye Maliyeti	22,5%
Borç Maliyeti	21,0%
Özsermaye Oranı	38,9%
Borç Oranı	61,1%
Etkin Kurumlar Vergisi Oranı	0,0%
AOSM	21,6%

Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları Analizi:

Piyasa Çarpanları Analizi'nde Şirket, yurt dışında uluslararası benzer şirketler ile, yurt içinde BİST Sinai endeksi ile karşılaştırılmıştır. Yurt içinde BİST Sinai Endeksi'nin kullanılmasının nedeni; Şirket ile bire bir veya benzer alanda faaliyet gösteren herhangi bir halka açık şirket bulunmamasıdır. Uluslararası benzer şirketler karşılaştırmasıyla hesaplanan özsermaye değeri 5.881 milyon TL, BİST Sinai endeksi karşılaştırmasıyla hesaplanan özsermaye değeri 3.141 milyon TL'dir. Uluslararası benzer şirketlerle yapılan karşılaştırma sonucu hesaplanan özsermaye değerine %30, BİST Sinai endeksi ile yapılan karşılaştırma sonucu hesaplanan özsermaye değerine %20 ağırlık atanmıştır.

Piyasa Yaklaşımı - Yurt Dışı Benzerler	
FD/FAVÖK çarpanına göre Özsermaye Değeri	
Yurt Dışı Benzerler Medyan FD/FAVÖK	9,2 x
Hat-San S12A Normalize FAVÖK (milyon ABD\$)	18
Hesaplanan Firma Değeri (milyon ABD\$)	170
Hat-San Net Borç (milyon ABD\$)	17
Hesaplanan Özsermaye Değeri (milyon ABD\$)	153
14.07.2023 ABD\$/TL Kuru	26,25
Hesaplanan Özsermaye Değeri (milyon TL)	4.004

F/K çarpanına göre Özsermaye Değeri	
Yurt Dışı Benzerler Medyan F/K	23,8 x
Hat-San S12A Normalize Net Kar (milyon ABD\$)	12
Hesaplanan Özsermaye Değeri (milyon ABD\$)	296
14.07.2023 ABD\$/TL Kuru	26,25
Hesaplanan Özsermaye Değeri (milyon TL)	7.758

Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		
		Özsermaye Değeri
Karşılaştırma Ölçütü	Ağırlık	(milyon TL)
FD/FAVÖK'e göre	50%	4.004
F/K'ya göre	50%	7.758
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		5.881

Piyasa Yaklaşımı - BİST Sinai (milyon TL)	
FD/FAVÖK çarpanına göre Özsermaye Değeri	
BİST Sinai Şirketleri Medyan FD/FAVÖK	11,7 x
Hat-San S12A Normalize FAVÖK	330
Hesaplanan Firma Değeri	3.860
Hat-San Net Borç (milyon TL)	332
Hesaplanan Özsermaye Değeri	3.529

F/K çarpanına göre Özsermaye Değeri	
BİST Sinai Şirketleri Medyan F/K	12,3 x
Hat-San S12A Normalize Net Kar	223
Hesaplanan Özsermaye Değeri	2.753

Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		
		Özsermaye Değeri
Karşılaştırma Ölçütü	Ağırlık	(milyon TL)
FD/FAVÖK'e göre	50%	3.529
F/K'ya göre	50%	2.752
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		3.141

5. Sonuç:

Değerleme çalışmaları sonucunda 5.335 milyon TL ağırlıklandırılmış özsermaye değerine ulaşılmış, %20,3 halka arz iskontosu sonrası özsermaye değeri 4.250 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Böylelikle iskontolu halka arz pay fiyatı, 22,60 TL olarak belirlenmiştir.

Özsermaye Değeri		
Değerleme Sonucu	Ağırlık	(milyon TL)
Gelir Yaklaşımı	50%	5.886
Piyasa Yaklaşımı - Uluslararası	30%	5.881
Piyasa Yaklaşımı - BİST Sinai	20%	3.141
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		5.335
Halka Arz İskontosu		20,3%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri		4.250
Pay adedi		188
Halka Arz İskontosu Sonrası Pay Başına Değer		22,60

Değerleme Çarpanları		
İskontolu Özsermaye Değeri (milyon TL)		4.250
Net Borç (milyon TL)		332
İskontolu Firma Değeri (milyon TL)		4.582
Hesaplanan Çarpanlar		
	3A23	2023T
FD/FAVÖK	8,5 x	10,7 x
F/K	11,3 x	---
FD/Ciro	3,5 x	2,6 x
PD/DD	1,2 x	---

- Hat-San için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda kullanılan finansal bilgilerin ve değerlendirme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu, Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve detaylı olduğunu düşünüyoruz. Başvurulan değerlendirme yaklaşımlarını ve yöntemlerini makul buluyoruz.
- TR 10 yıllık devlet tahvili getirisinin son dönemde %20'li seviyelere yükseldiği göz önünde bulundurulduğunda, İNA analizinde kullanılan %17'lik risksiz getiri oranının düşük kaldığını düşünüyoruz.
- 2023 yılı toplam serbest nakit akışının Haziran-Eylül arasına denk gelen bir iskonto faktörüyle indirgenmesi ve 1Ç23 net borç pozisyonunun kullanılması İNA analizinde değerlemeyi -sınırlı da olsa- yukarı yönlü saptırabileceğini düşünüyoruz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023