



# **Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş.**

## **"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ**

**OCAK 2018**



**Ziraat Yatırım**

---

## İÇİNDEKİLER

<b>I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER</b>	<b>3</b>
<b>II. SEKTÖREL BİLGİ</b>	<b>4</b>
<b>III. ŞİRKET BİLGİLERİ</b>	<b>6</b>
<b>IV. FİNANSAL BİLGİLER</b>	<b>12</b>
<b>V. DEĞERLEME</b>	<b>14</b>
<b>VI. GÖRÜŞ ve SONUÇ</b>	<b>17</b>

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Deniz Yatırım") lider aracı kurum olduğu Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. (kısaca "Trabzon Limanı" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Deniz Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## I. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 21.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 21.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 6.300.000 TL nominal- Ortak Satışı*
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	■ 15,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 97.650.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %30
Halka Arz Tarihi	■ 18-19 Ocak 2018
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini)	■ 24-25 Ocak 2018
Tahsis Grupları	■ Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %90 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %10
Konsorsiyum Lideri	■ Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. (Gedik Yatırım eş lider)
Aracılık Yöntemi	■ En İyi Gayret Aracılığı
Satmama Taahhüdü	■ Şirket, payların BİAŞ'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmayacağını, ■ mevcut ortaklar, payların BİAŞ'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca (Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında alınacak paylar hariç) ilave pay satmayacaklarını, ■ Albayrak Turizm, Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında aldığı payları, payların BİAŞ'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında satmayacağını, taahhüt etmiştir.
Halka Arz Teşvikleri	■ Payların ilk işlem görmeye başladığı günden itibaren 10 gün süreyle 65,1 milyon TL'lik kaynak ile her gün 420.000 adet alım emri girilecektir. ■ Albayrak Turizm, halka arzdan pay alan yatırımcılara payların işlem görmeye başladığı günden itibaren 30 gün boyunca sahip olacakları en düşük gün sonu bakiyesinden %2 oranında bonus pay verecektir. ■ Halka arzdan 50 adet ve üzerinde başvuru yaparak pay almaya hak kazanan bireysel yatırımcılara 1 adet bedelsiz pay verilecektir.

## II. Sektörel Bilgi

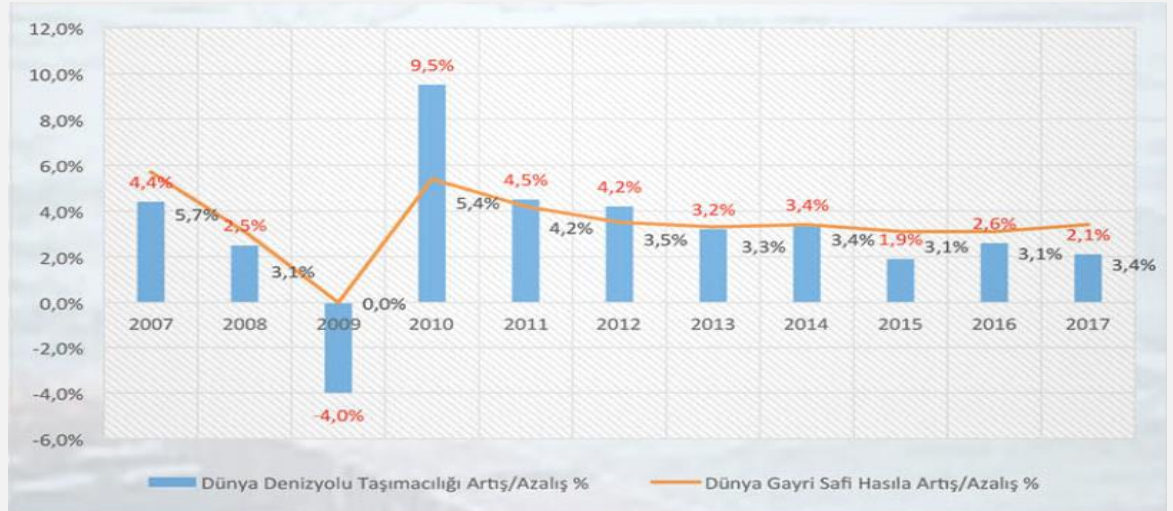
Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Trabzon Limanı Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

### II.1. Küresel Görünüm

- ✓ Dünya deniz taşımacılığının geçtiğimiz dokuz yıldaki yıllık ortalama bileşik büyümesi (YOBB) %3,1 olarak gerçekleşmiştir. Tüm yolları içeren dünya taşımacılığına oranı ise %2,5'tir.

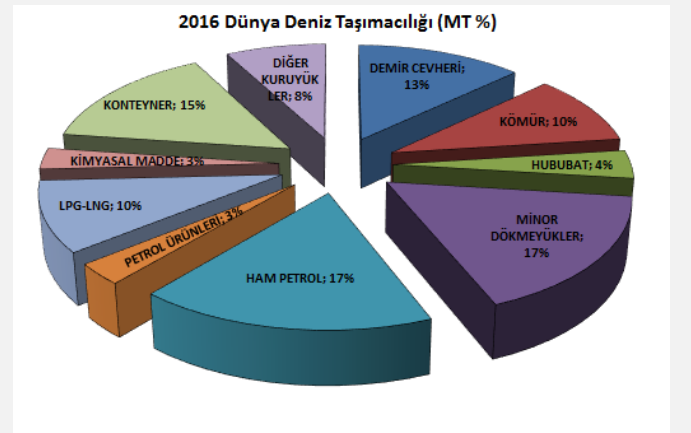
Dünya Taşımacılığı ve Deniz Yolunun Payı				
Yıllar	Dünya Taşımacılığı (Tüm Yollar) mr ton	Dünya Taşımacılığı Değişim (%)	Dünya Denizyolu Taşımacılığı (mr ton)	Dünya Taşımacılığında Denizyolunun Payı (%)
2008	10,86		8,61	79,3%
2009	9,56	-12%	8,29	86,7%
2010	10,82	13%	9,07	83,8%
2011	11,54	7%	9,47	82,1%
2012	11,83	3%	9,88	83,5%
2013	12,19	3%	10,21	83,8%
2014	12,58	3%	10,54	83,8%
2015	12,88	2%	10,77	83,6%
2016	13,18	2%	11,1	84,2%
2017	13,55	3%	11,34	83,7%

### Global Deniz Yolu Ticareti (%)



Kaynak: [http://www.denizticaretodasi.org.tr/dergi/Sayfalar/Deniz-Ticareti-Dergisi.aspx?YIL=2017&SAYI=Ek\\_2](http://www.denizticaretodasi.org.tr/dergi/Sayfalar/Deniz-Ticareti-Dergisi.aspx?YIL=2017&SAYI=Ek_2)

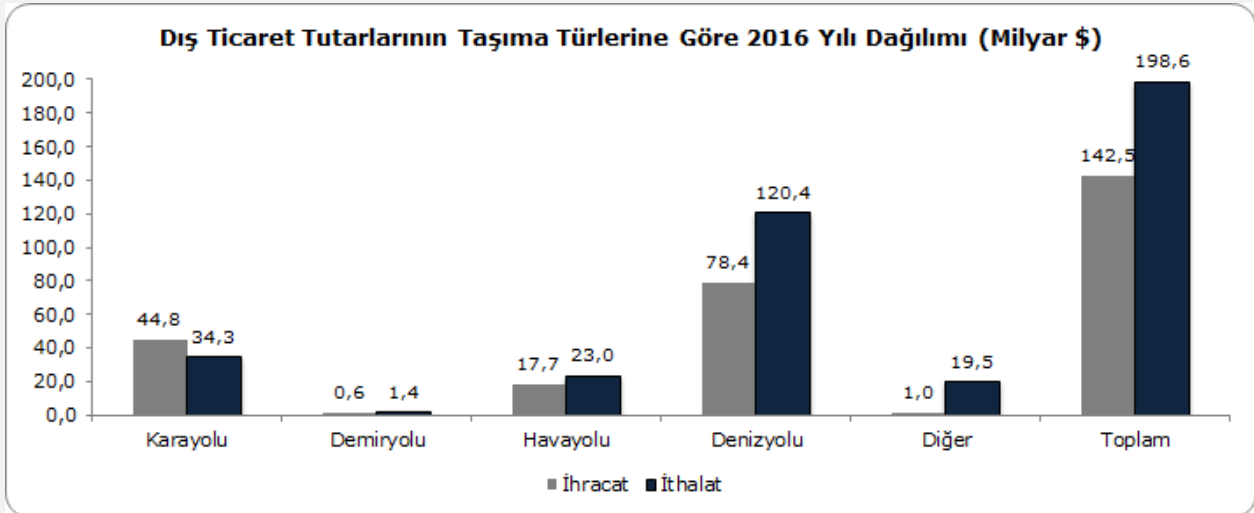
- ✓ 2007 yılında başlayan küresel krizin etkisiyle 2009 yılında deniz ticaretinde ilk defa %4'lük negatif büyüme yaşanmıştır. 2010 yılında dünya deniz yolu taşımacılığında %9,5'lik büyüme ile anlamlı bir iyileşme görülmüştür. Ancak ilerleyen yıllarda bazı ülkelerde görülen resesyon ve deflasyonist dönem, büyümeleri sınırlamıştır.
- ✓ 2017 yılı itibarıyla ton cinsinden en yüksek hacme sahip ürünler ham petrol, minör dökme



yükler, konteyner, demir ve kömür olarak sıralanmaktadır. Bu yüklerin son dokuz yıllık YOBB oranları incelendiğinde demir %6,5'le ilk sırada yer almaktadır. Demirdeki YOBB hızını LPG-LNG, hububat ve kömür izlemektedir.

## IV.2. Türkiye'de Görünüm

- ✓ Türkiye'de deniz yolu taşımacılığı 2016 yılında toplam 198,8 milyar USD ile diğer tüm taşıma türlerinin toplam tutarından daha yüksek seviyededir. Deniz yolu ile gerçekleştirilen bu tutar, tüm yollarla yapılan taşımacılık tutarı içerisinde %58'lik paya sahiptir.
- ✓ Türkiye'de 2016 yılı itibarıyla 945 kıyı yapısı, 210 adet liman tesisi bulunmaktadır. Kabotaj hattını dışarıda bıraktığımızda yük gemilerine 166 liman, 458 adet terminal hizmet vermektedir.
- ✓ 2016 yılında 242 milyon ton boşaltma, 121 milyon ton yükleme, 66 milyon ton transit hizmetleri başta olmak üzere toplam 430 milyon ton elleçleme hizmeti verilmiştir. 2017 yılının ilk dokuz ayında ise 195 milyon ton boşaltma, 106 milyon ton yükleme ve 50 milyon ton transit hizmetleri sonucunda 351 milyon ton elleçleme hizmeti verilmiştir.



Kaynak: T.C. Ulaştırma Denizcilik ve Haberleşme Bakanlığı (<http://www.udhb.gov.tr/images/istatistik/2003-2016.pdf>)

- ✓ 2004 yılında 213 milyon ton seviyesinde olan Türkiye limanlarında elleçlenen yük miktarı 2016 yılına gelindiğinde 430 milyon tona ulaşmıştır. Buna göre 2004-2016 arasındaki 12 yıllık dönemde elleçlenen toplam yük miktarındaki yıllık ortalama bileşik büyüme %6 seviyesindedir. Aynı dönemde boşaltma hacmi %5 yükleme hacmi %4,4 büyürken, transit yük hacmi 6 milyon tondan 67 milyon tona ulaşarak %22,6 oranında yıllık ortalama bileşik büyüme göstermiştir.
- ✓ Trabzon Limanı'nda 2016 yılında 2,9 milyon ton yük elleçlemesi gerçekleşmiştir. Bu itibarla Türkiye'de elleçlenen toplam yük hacminin %0,7'si Trabzon Limanı üzerinden geçmektedir.
- ✓ Trabzon Limanı özellikle Rusya Federasyonu ve Ukrayna'dan gelen yüklerin elleçlendiği bir merkez konumundadır.

### III. Şirket Bilgileri

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Trabzon Limanı Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- ✓ Geçmiş milattan önce 117-119 yıllarına dayanan Trabzon Limanı'nın (kısaca "Liman"), bugünkü görünümünün ilk adımı 1946 yılında atılmıştır. Liman olarak hizmete girmesi ise 1954 yılında gerçekleşmiştir.
- ✓ 1990 yılında modernize edilen Trabzon Limanı, 20.11.2003 tarihinde T.C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nca (kısaca "ÖİB") yapılan ihale sonucunda Albayrak Grubu içerisinde yer alan Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. (kısaca "Trabzon Limanı" ya da "Şirket") tarafından 30 yıllığına devralınmıştır.
- ✓ Şirket limanı 20,2 milyon USD bedelle devralmıştır. İşletme hakkı 20.11.2033 tarihinde sona erecektir.
- ✓ Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. firması 19.09.2003 tarihinde kurulmuş olup güncel ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)
Albayrak Turizm Seyahat İnşaat Ticaret A.Ş.	11.914.000	56,7%	5.614.000	26,7%
Ereğli Tekstil Turizm San. ve Tic. A.Ş.	8.400.000	40,0%	8.400.000	40,0%
Diğer	686.000	3,3%	686.000	3,3%
Halka Açık Kısım	-	-	6.300.000	30,0%
<b>TOPLAM</b>	<b>21.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>21.000.000</b>	<b>100,0%</b>

- ✓ Trabzon Limanı, bir yandan Sibiry'a'dan ülkemize ithal edilen kömür madenlerinin elleçlendiği, öte yandan kuzey ve kuzeydoğuda Rusya, Ukrayna ve Kafkasya, batıda ise Amerika kıtası arasında gerçekleştirilen transit tahıl ticaretinin önemli bir merkezi konumundadır.
- ✓ Trabzon Liman sahası içinde bulunan Trabzon Serbest Bölgesi'nin işletmecisi Transbaş Trabzon Serbest Bölge İşletmecisi A.Ş.'nin payları 2008 yılında Albayrak Grubu tarafından satın alınmıştır. Serbest Bölge işletmesinin Grup şirketine geçmesi, liman ve serbest bölge işbirliğini daha etkin hale getirmiş ve özellikle tahıl ürünleri transit ticaret hacminin artışını hızlandırmıştır.
- ✓ Şirket tabi olduğu 2872 sayılı Çevre Kanunu kapsamında liman, tersane, gemi bakım-onarım, gemi söküm, marina gibi kıyı tesisleri; kendi tesislerine ve gemi ve diğer deniz araçlarında oluşan petrolü, yağlı katı atıklar ve sintine, kirli balast, slaç, slop gibi sıvı atıklar ile su ve katı atıkların alınması, depolanması, taşınması ve bertaraf edilmesi ile ilgili işlemleri ve tesisleri yapmak ve yaptırmakla yükümlüdür.
- ✓ Şirket, Rusya ile Türkiye arasında "Turkstream Project" olarak anılan, Karadeniz'in altından geçecek yeni gaz boru hattının kurulması sırasında taşınacak yüklü miktarda çelik boruların ve diğer malzemelerin dünyadaki çeşitli üretim merkezlerinden, Türkiye'deki geçici depolama alanlarına (Marshalling Yard) taşınması sırasında verilecek hizmetler için South Stream Transport B.V. ("SSYT") ile 22.06.2017 tarihinde Turkstream Sözleşmesini imzalamıştır.

- ✓ 2017/09 tarihi itibariyle Şirket'te 201 kişi çalışmaktadır.

### **Albayrak Grubu**

- ✓ Albayrak Grubu'nun (kısaca "Grup") temelleri 1952 yılında atılmış olup, ağırlıklı olarak taahhüt ve gayrimenkul, lojistik, sanayi ve hizmet sektörlerinde faaliyet göstermektedir.



- ✓ Grup ayrıca medya sektöründe "Yeni Şafak" ve "tvnet" ile faaliyet göstermektedir.
- ✓ Grup 2004 yılında Tümosan'ı ÖİB'den satın almıştır. Tümosan grubun ilk halka açık şirketidir.
- ✓ Grup 2014 yılında Somali'de Mogadişu Limanı'nın işletmesini 20 yıllığına almıştır.
- ✓ Grup son olarak 2003 yılında ÖİB'den Seka Balıkesir Kâğıt fabrikasını satın almış olup, yeni teknoloji tesisin kurulması amacıyla 2013 yılından bugüne yatırımlar devam etmektedir.

### **III.1. Faaliyetler**

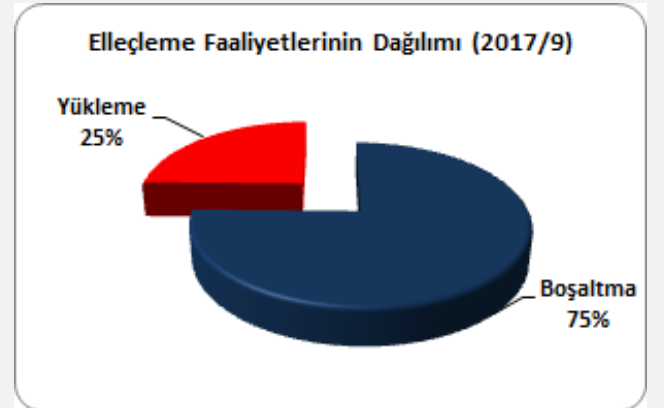
- ✓ Şirket'in ana faaliyeti, liman işletmeciliği kapsamında gerçekleştirilen tüm işlemlerdir. Trabzon Limanı sahasında aşağıdaki hizmetler verilmektedir.
  - a) Yüklere verilen hizmetler
  - b) Gemilere verilen hizmetler
  - c) Alan kiralamaları
- ✓ Söz konusu bu hizmetler boşaltma, yükleme, terminal, pilotaj, römorkaj, ardiye, geçici depolama, barınma, konteyner içi yükleme-boşaltma, tartı, su-elektrik, atık, yolcu hizmetleri ve açık kapalı alan kiralama faaliyetlerini kapsamaktadır.
- ✓ Trabzon Limanı'nın güncel kapasite bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

<b>Kapasite Konusu</b>	<b>Kapasite-Yıl</b>
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

### III.1.1. Yüklere Verilen Hizmetler

#### a) Elleçleme (boşaltma ve yükleme):

- ✓ Boşaltma hizmeti; deniz yolu ile limana gelen yüklerin, gemilerden alınarak liman sahasına indirilmesi ve/veya taşıma araçlarına aktarılması; yükleme hizmeti ise liman sahasında ve/veya taşıma araçlarında bulunan yüklerin alınarak gemilere aktarılmasıdır.
- ✓ Şirket'in transit ticaret hacminin artmasına bağlı olarak 2014 yılında %85-%15 olan boşaltma-yükleme dağılımı, 2017/09 tarihi itibarıyla %75-%25 olarak değişmiştir.
- ✓ Şirket boşaltma ve yükleme hizmetini 8 normal rıhtım ve 1 ro-ro rıhtımı ile vermektedir.
- ✓ Trabzon Limanı sahip olduğu makine-ekipman ve yer altı-yer üstü düzenleri ile genel kargo, dökme katı, dökme sıvı, dolu-boş konteyner, tekerlekli-paletli araçlar ve canlı hayvan gibi birçok yükü elleçlemektedir.
- ✓ 2014 yılından bu yana Liman'da elleçlenen toplam yük hacminin %90'ından fazlasını dökme katı yükler oluşturmaktadır.
- ✓ 2002 yılında 1 milyon ton seviyesindeki elleçleme hacmi 2017 yılı ilk 9 aylık döneminde 3 milyon tona ulaşarak %7,7 yıllık ortalama bileşik büyüme göstermiştir.
- ✓ Trabzon Limanı'nda elleçlemesi yapılan en önemli ürün kömürdür. 2014-2016 yılları arasında yıllık ortalama 1,3 milyon ton kömür elleçlemesi yapılmış olup, 2017/09 tarihi itibarıyla elleçlenen kömür miktarı ise 1 milyon ton seviyesindedir.
- ✓ Trabzon Limanı'nda elleçlenen bir diğer yük, madendir. 2012 yılında 368 bin ton olan maden elleçlemesi bölgedeki maden şirketinin faaliyetlerinin sonraki yıllarda aksaması sonucunda gerileme göstermiş ve 2016 yılına gelindiğinde 39 bin tona kadar düşmüştür. 2017/09 tarihi itibarıyla 76 bin ton maden elleçlenmiştir.
- ✓ Trabzon Limanı'nda 2016 yılında toplam 2,92 milyon ton, 2017 yılının ilk 9 ayında da 2,25 milyon ton yük elleçlemesi yapılmıştır. 2017 yılının Ocak-Eylül döneminde elleçlenen yüklerin ürün bazında dağılımına bakıldığında %44 ile kömürün ve %38 ile transit yüklerin büyük bir bölümünü oluşturan tarım ürünlerinin ilk iki sırada yer aldığı görülmektedir.



- ✓ Aşağıdaki tabloda Trabzon Limanı'nın rejime göre elleçleme yapılan yüklerinin dağılımı yer almaktadır. Tabloda da yer aldığı üzere, son yıllarda çok hızlı artış gösteren ve 2016'da 1,1 milyon tona ulaşan transit yüklerin hem yük hacminde hem de liman gelirleri içinde çok büyük paya sahip olduğu görülmektedir.



Elleçlemede Rejimlere Göre Ürün Dağılımı					
İşlem-Rejim-Ürün-Ton	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
<b>Boşaltma</b>	<b>1.892</b>	<b>2.173</b>	<b>2.226</b>	<b>1.605</b>	<b>1.696</b>
- <b>Dâhili</b>	<b>273</b>	<b>263</b>	<b>276</b>	<b>205</b>	<b>200</b>
- <b>İthalat</b>	<b>1.449</b>	<b>1.541</b>	<b>1.404</b>	<b>987</b>	<b>1.129</b>
Kömür	1.256	1.344	1.263	878	976
Tarım Ürünü	113	127	84	60	127
Konteyner	47	49	41	33	20
Demir	1	5	8	8	2
Hayvansal Ürün	18	15	5	5	4
Çeşitli	1	1	2	2	0
İnşaat Malzemesi	13	0	0	0	0
- <b>Transit</b>	<b>169</b>	<b>370</b>	<b>547</b>	<b>413</b>	<b>367</b>
Tarım Ürünü	161	356	541	408	354
Konteyner	9	7	5	5	7
Çeşitli	-	-	-	-	6
Demir	-	6	-	-	0
<b>Yükleme</b>	<b>336</b>	<b>498</b>	<b>693</b>	<b>526</b>	<b>556</b>
- <b>Dâhili</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>28</b>	<b>22</b>	<b>26</b>
- <b>İhracat</b>	<b>237</b>	<b>160</b>	<b>106</b>	<b>81</b>	<b>137</b>
Konteyner	129	82	54	49	64
Maden	70	37	27	22	55
Çeşitli	21	18	16	9	18
Hayvansal Ürün	1	4	3	2	0
Kömür	16	20	7	0	0
- <b>Transit</b>	<b>65</b>	<b>304</b>	<b>559</b>	<b>423</b>	<b>393</b>
Tarım Ürünü	29	225	489	361	365
Konteyner	30	78	70	62	18
Maden	4	0	0	0	0
Çeşitli	2	0	0	0	11
<b>Toplam</b>	<b>2.228</b>	<b>2.672</b>	<b>2.919</b>	<b>2.131</b>	<b>2.252</b>

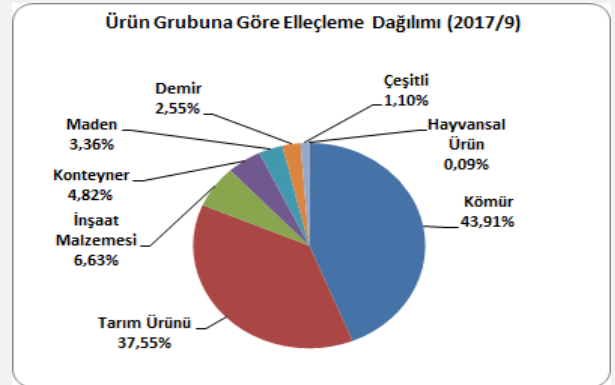
**Dâhili Rejim:** Aynı ülkenin iki limanı arasında hareket etmektedir.

**Transit Rejim:** Yükün yabancı bir ülke limanından gelip, boşaltıldığı ülkeye girişi yapılmadan yine başka bir ülke limanına gitmek üzere yüklenmesidir.

**İthal Rejim:** Yabancı bir ülke limanından gelerek, boşaltıldığı ülkeye giriş yapmaktır.

## b) Terminal Hizmetleri:

- ✓ Terminal hizmetleri, yükleme öncesi veya sonrası liman sahası üzerinde yüklere ilişkin tüm hareketleri kapsamaktadır. Bu nedenle Liman, elleçlenen yük hacmine ve yük sahibinin ilgili yüke ilişkin tasarrufuna bağlı olarak belirlenen tarifeler üzerinden terminal hizmetleri geliri elde etmektedir.
- ✓ Şirket terminal hizmetlerinden 2016 yılında 1,6 milyon USD gelir elde etmiştir. 2017 yılının ilk 9 ayında ise, belirli ürünler için uygulanan terminal hizmet ücretlerinde artış yapılmasının etkisiyle 2 milyon USD gelir elde edilmiştir.



- ✓ Şirket'in 2015-2017/09 dönemi arasındaki terminal hizmeti verilen genel kargo ve dökme yük tonajları ile dolu ve boş konteyner adetleri aşağıdaki gibidir.

Terminal Hizmetleri	2015	2016	2017/9
Genel Kargo + Dökme (ton)	789.740	634.269	624.665
Konteyner (adet)	470.429	322.380	196.174
<b>TOPLAM</b>	<b>1.260.169</b>	<b>956.649</b>	<b>820.839</b>

### III.1.2. Gemilere Verilen Hizmetler

- ✓ Trabzon Limanı'nda gemilere genel olarak pilotaj, römorkaj, barınma, elektrik-su, atık alım hizmetleri verilmektedir. Şirket Trabzon Limanı'na yanaşan gemilere ek olarak, liman dışında bulunan akaryakıt tesislerine petrol taşıyan tankerlere de pilotaj ve römorkaj hizmeti sağlamaktadır. Söz konusu tankerlere uygulanan tarifeler liman içi hizmete göre %50-100 daha yüksektir.
- ✓ Liman'da 24 saat pilotaj (kılavuzluk) ve römorkaj hizmetleri verilmektedir.
- ✓ Liman yönetmeliğine göre 1.000 GT ve daha büyük Türk ticaret gemileri ile 500 GT üzerindeki yabancı bayraklı gemiler kılavuz kaptan ile;
  - 2.000-5.000 GT arasındaki gemiler 1 römorkör
  - 5.001-15.000 GT arasındaki gemiler 2 römorkör
  - 15.000 GT'den daha büyük gemiler 2-3 römorkör almak zorundadır.
- ✓ Pilotaj ve römorkaj hizmet gelirleri Şirket'in gelir grupları arasında 2017/09 itibarıyla üçüncü sırada yer almaktadır. Trabzon Limanı'nda Pilotaj ve Römorkaj hizmetleri aşağıdaki deniz vasıtaları ile sağlanmaktadır.

Gemi Hareketleri (Adet)	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
<b>Yük Gemileri</b>	<b>597</b>	<b>549</b>	<b>588</b>	<b>412</b>	<b>418</b>
T.C. Bayraklı	181	187	206	155	138
Yabancı Bayraklı	416	362	382	257	280
<b>Tanker</b>	<b>76</b>	<b>91</b>	<b>96</b>	<b>73</b>	<b>59</b>
T.C. Bayraklı	43	45	52	35	31
Yabancı Bayraklı	33	46	44	38	28
<b>Toplam</b>	<b>673</b>	<b>640</b>	<b>684</b>	<b>485</b>	<b>477</b>

- ✓ Şirket'in 2015 yılında satın aldığı 2.800 HP beygir gücüne sahip Albayrak 61 adlı römorkörü gelir ve kurumlar vergisi ile fonlardan istisnadır. Şirket bu römorkör ile önemli ölçüde vergi avantajı elde etmektedir.

### III.1.3. Alan Kiralamaları

- ✓ Trabzon Limanı 300.000 m<sup>2</sup> üzerinde kurulmuş Türkiye'nin önemli büyüklüğe sahip limanlarından biridir. Şirket, liman sahası üzerinde bulunan açık ve kapalı olmak üzere toplam yaklaşık 240 bin m<sup>2</sup> alanı müşterinin elleçleme potansiyelini değerlendirerek müşterilerine kiralamaktadır.
- ✓ Şirket özelleştirme sonrasında yaptığı altyapı yatırımları ile depolama kapasitesini artırmıştır. Liman'da yer alan 21 adet kapalı ambarda 23.585 m<sup>2</sup> üzerinde 85.000 ton depolama

kapasitesi mevcuttur. Buna ek olarak 216.415 m<sup>2</sup> üzerinde 400.000 ton açık depolama kapasitesi bulunmaktadır.

- ✓ Mevcut durumda 21 kapalı ambarın 18'i kiralanmış ve ardiye-geçici depolama hizmetine tahsis edilmiş durumdadır. Diğer 3 ambar Liman'ın diğer hizmetleri kapsamında kullanılmaktadır.
- ✓ Trabzon Limanı, 2013-2015/06 döneminde Birleşmiş Milletler Güçleri'ne dahil olan Alman Ordusu'nun, Afganistan'da bulunan makine-ekipman ve araçlarını ülkesine geri taşıması sırasında kullanılmıştır. Yaklaşık 28 ay süren geri çekilme sırasında Liman'da 43.000 m<sup>2</sup> açık-kapalı alan kiralaması yapılmıştır.

### III.2. Yatırımlar

- ✓ Şirket devraldığından bugüne kadar Liman'da toplam 45 milyon USD düzeyinde yenileme ve kapasite artışı yatırımı yapmıştır.
- ✓ Şirket'in 2014-2015-2016 ve 2017/09 dönemleri itibarıyla yapmış olduğu önemli yatırımlar aşağıdaki gibidir.

Yatırımın Cinsi – 2014	Tutarı	Tamamlanma Derecesi	Finansman Şekli
17.000 m <sup>2</sup> Liman Sahası, Rıhtım ve Mendirek	1.524.058	Tamamlandı	Özkaynak
<b>Önemli Yatırımlar Tutarı</b>	<b>1.524.058</b>		

Yatırımın Cinsi – 2015	Tutarı	Tamamlanma Derecesi	Finansman Şekli
Albayrak 61 Römorkör	4.056.654	Tamamlandı	Özkaynak
Fuel Oil Tankları	3.250.810	Tamamlandı	Özkaynak
<b>Önemli Yatırımlar Tutarı</b>	<b>7.307.464</b>		

Yatırımın Cinsi – 2016	Tutarı	Tamamlanma Derecesi	Finansman Şekli
Liebherr LHM 550 - Mobil Vinç	10.403.389	Tamamlandı	Ticari Borç
<b>Önemli Yatırımlar Tutarı</b>	<b>10.403.389</b>		

Yatırımın Cinsi - 2017/09	Tutarı	Tamamlanma Derecesi	Finansman Şekli
6 adet 1.000 m <sup>2</sup> Kapalı Ambar	1.476.183	Tamamlandı	Özkaynak
Liebherr LRS 545 - Konteyner İstifleme Aracı	1.237.995	Tamamlandı	Özkaynak
<b>Önemli Yatırımlar Tutarı</b>	<b>2.714.178</b>		

- ✓ Liman, 2014 yılında yapılan 17 bin m<sup>2</sup> liman sahası inşaatı, rıhtım ve mendirek yatırımları ile iyileştirilmiştir. Bu sayede o dönemdeki rıhtımlara 600 metre rıhtım ilave edilmiş ve 40.675 m<sup>2</sup> geri saha elde edilmiştir. Bu bölgede bir çimento firmasına saha kiralanmış ve yıllık 200 bin ton elleçleme hacmi garantisi alınmıştır.

### III.3. Teşvikler

- ✓ Şirket, minimum 5.000.000 TL tutarında yatırım harcaması taahhüdü karşılığında 24.04.2017 tarihinde %60 vergi indirimi, %25 de KDV istisnası, gümrük vergisi muafiyeti ve sigorta primi işveren hissesi desteği içeren teşvik almıştır. Şirket, toplam yatırım katkı tutarınının 27,5 milyon TL olması planlanan yatırım için, 1,2 milyon TL tutarında makine teçhizat harcaması yapmış olup, 2017 yılı itibarıyla henüz vergi avantajından yararlanmamıştır.

- ✓ Şirket ayrıca, 30.09.2017 tarihinde aldığı teşvik belgesi kapsamında yatırıma katkı oranı %20 olan ve ilerde Kurumlar Vergisi'nden muafiyet sağlayacağı 12,2 milyon TL tutarında makine teçhizat harcaması yapmış olup, 2017 yılında 2,4 milyon TL vergi avantajından yararlanmışır.

## IV. Finansal Bilgiler

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Trabzon Limanı Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Bilanço - (bin TL)	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>28.170</b>	<b>26.163</b>	<b>27.265</b>	<b>17.964</b>
Nakit ve nakit benzerleri	65	105	734	122
Ticari alacaklar	5.169	1.425	1.526	1.726
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	3.291	294	21	29
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	1.879	1.131	1.506	1.697
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	22.708	23.481	22.712	13.622
Stoklar	65	49	147	154
Peşin ödenmiş giderler	103	460	457	497
Diğer alacaklar	30	38	155	9
Diğer dönen varlıklar	30	604	1.534	1.835
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>46.106</b>	<b>57.467</b>	<b>75.359</b>	<b>117.261</b>
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	7.571	16.204	22.457	66.795
Maddi duran varlıklar	20.758	26.967	37.904	35.759
Maddi olmayan duran varlıklar	15.095	14.296	14.427	14.402
Peşin ödenmiş giderler	2.682	0	396	0
Diğer duran varlıklar	0	0	176	306
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>74.276</b>	<b>83.630</b>	<b>102.625</b>	<b>135.226</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>18.043</b>	<b>25.280</b>	<b>31.302</b>	<b>47.233</b>
Kısa vadeli finansal borçlar	4.303	9.135	9.292	13.275
Ticari borçlar	3.699	1.997	3.974	4.039
- İlişkili taraflara ticari borçlar	1.796	74	191	437
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	1.903	1.923	3.782	3.602
Çalışana sağlanan faydalar kapsamında borçlar	1.139	1.488	1.827	1.746
Ertelenmiş gelirler	428	212	6.821	11.625
İlişkili taraflara diğer borçlar	128	17	2.238	2.538
Diğer kısa vadeli karşılıklar	508	508	692	692
Dönem karı vergi yükümlülüğü	5.557	5.913	1.812	5.362
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2.281	6.010	4.646	7.957
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>5.373</b>	<b>5.352</b>	<b>17.984</b>	<b>31.035</b>
Uzun vadeli finansal borçlar	0	0	0	13.448
İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	706	0	6.594	5.871
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	1.792	2.467	3.523	4.348
Ertelenen vergi yükümlülüğü	906	751	381	308
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.970	2.134	7.338	6.988
<b>Özkaynaklar</b>	<b>50.860</b>	<b>52.998</b>	<b>53.339</b>	<b>56.957</b>
Ödenmiş sermaye	15.000	15.000	15.000	15.000

Kârdan ayrılan kısıtlanmış yedekler	7.626	9.651	11.699	13.737
Geçmiş yıllar kârları	5.771	7.027	6.935	5.795
Net dönem kârı	22.336	21.468	20.309	23.052
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>74.276</b>	<b>83.630</b>	<b>102.625</b>	<b>135.226</b>

<b>Gelir Tablosu - (bin TL)</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2016</b>	<b>30.09.2016</b>	<b>30.09.2017</b>
Satışlar	42.019	50.166	50.895	35.903	53.279
Satışların maliyeti (-)	15.076	16.908	22.234	15.790	20.650
<b>Brüt kâr</b>	<b>26.943</b>	<b>33.258</b>	<b>28.661</b>	<b>20.113</b>	<b>32.629</b>
Pazarlama satış dağıtım giderleri (-)	26	6	49	43	18
Genel yönetim giderleri (-)	2.016	2.223	2.856	2.126	2.413
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	3.288	1.542	2.078	1.566	1.691
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	5.335	7.253	7.193	5.531	6.012
<b>Esas faaliyet kârı</b>	<b>22.854</b>	<b>25.317</b>	<b>20.641</b>	<b>13.979</b>	<b>25.877</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelir/giderler	2.965	59	-399	-448	33
<b>Finansman gelir/gideri öncesi faaliyet kârı</b>	<b>25.819</b>	<b>25.376</b>	<b>20.242</b>	<b>13.531</b>	<b>25.910</b>
Finansal gelirler	3.977	3.156	4.187	3.700	5.104
Finansal giderler (-)	2.472	1.237	1.357	835	2.669
<b>Vergi öncesi kâr</b>	<b>27.324</b>	<b>27.295</b>	<b>23.071</b>	<b>16.396</b>	<b>28.345</b>
- Cari dönem kurumlar vergisi (-)	5.565	5.913	3.017	3.127	5.362
- Ertelenmiş vergi gelir/gideri (-)	577	87	255	-192	69
<b>Net dönem kârı</b>	<b>22.336</b>	<b>21.468</b>	<b>20.309</b>	<b>13.077</b>	<b>23.052</b>

Kaynak: Trabzon Limanı Bağımsız Denetim Raporu

## V. Değerleme

*Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Trabzon Limanı Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.*

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Deniz Yatırım") tarafından 26 Aralık 2017 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Trabzon Liman Fiyat Tespit Raporu"nda ("Rapor") İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor'da kullanılan yöntem ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır.

### V.1. ÇARPAN ANALİZİ

Rapor'da Çarpan Analizi kapsamında değerlendirmeye dâhil edilebilecek Borsa İstanbul'da işlem gören şirket bulunmadığı, bu nedenle Trabzon Limanı ile benzer faaliyetlere sahip olan ve yurt dışı piyasalarda işlem gören şirketlerin incelendiği ifade edilmiştir. Ancak söz konusu şirketlerin işletmekte oldukları limanların işletme hakkı sürelerinin birbirlerinden ve Trabzon Limanı'ndan farklı olması nedeniyle bu şirketlere ait piyasa çarpanları kullanılarak değer tespiti yapılamadığı belirtilmiştir.

### V.2. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ (İNA)

21.11.2003 tarihinde tanzim ve imza edilen İşletme hakkı Devir Sözleşmesi'ne göre Trabzon Limanı'nın işletme hakkı 30 yıllığına Trabzon Liman İşletmesi A.Ş.'ye devredilmiştir. Rapor'da söz konusu devir sözleşmesinin bitiş tarihinin 20.11.2033 olarak kabul edildiği ve İNA analizinde yer verilen nakit akımlarının söz konusu tarihte sonlandırıldığı ifade edilmiştir.

Trabzon Limanı'nın müşterilerine sunduğu hizmetlerden elde ettiği gelirlerin USD cinsinden olması nedeniyle Rapor'da Şirket değerinin belirlenmesi için oluşturulan modelde yer alan projeksiyonlar ve Şirket değeri USD cinsinden hesaplanmıştır.

Rapor'da İNA çalışmasında kullanılan varsayım ve öngörülerin, Şirket yönetimi tarafından Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek dönemlere ilişkin beklentileri yansıtacak şekilde oluşturulduğu ifade edilmiştir.

Deniz Yatırım tarafından yapılan analizde kullanılan önemli varsayımlar hakkında özet bilgi aşağıda yer almaktadır:

- Şirket'in yüklerle verdiği hizmetler ve gemilere verdiği hizmetler doğrudan Trabzon Limanı'ndan elleçlenen yük hacmi ile bağlantılı olduğundan tüm bu hizmetler "Liman Hizmetleri" olarak gruplandırılmıştır. Şirket'in liman sahası üzerinde gerçekleştirdiği açık ve kapalı alan kiralamaları ise ayrı bir gelir kalemi olarak takip edilmiştir.
- 2018 yılı ve sonrasında liman hizmet gelirlerinin hem elleçlenen yük miktarında hem de liman hizmet tarifesinde yer alan fiyatlamalarda meydana gelecek değişikliklerin bileşik etkisiyle yıllık %3 oranında artacağı öngörülmüştür. Raporda, IMF tarafından ABD enflasyonu için yapılan ve 2018-2022 arası dönem için %2,1, 2022 sonrası için de %2,3 olarak öngörülen beklentiler dikkate alındığında, %3 olarak öngörülen bu büyüme oranının muhafazakâr düzeyde olduğuna dikkat çekilmiştir.
- 2018 ve sonrası dönemde kira gelirlerinin de liman hizmet gelirlerinde olduğu gibi yıllık %3 oranında büyüyeceği öngörülmüştür.
- Satışların maliyeti altında değerlendirilen personel giderlerinin liman hizmet gelirlerinde meydana gelmesi tahmin edilen %3 düzeyindeki artışın %25'ini içereceği ve buna ek

---

olarak her yıl USD bazında %2 oranında artacağı varsayılmıştır. Buna göre 2018 yılı ve sonrası için olan dönemde personel giderlerinin USD bazında artış oranı %2,75 olarak varsayılmıştır.

- 2018 yılı ve sonrası için olan dönemde liman hizmet giderlerinin, gelir artışı ile birebir uyumlu olarak %3 seviyesinde büyüyeceği öngörülmüştür.
- Genel yönetim giderleri altında yer alan personel giderlerindeki artış oranı, beyaz yakalı personele ait giderleri kapsadığı ve bu giderlerin Liman'da gerçekleşecek elleçleme miktarları ile bağlantılı olmaması gerekçeleri ile 2018 ve sonrası dönemler için %2 olarak öngörülmüştür.
- Esas faaliyetlerden diğer gelirlerin geçmiş dönem gerçekleştirmeleri ile uyumlu olarak 2018 ve sonraki dönemlerde toplam personel giderinin %4,41'i oranında gerçekleşeceği öngörülmüştür.
- Esas faaliyetlerden diğer gelirlerin içinde en büyük paya sahip olan bağış ve yardımların Şirket Yönetim Kurulu'nun ilk genel kurulda onaya sunacağı karara istinaden bir önceki yılın net dönem kârının %3'ü ile sınırlı kalacağı öngörülmüştür.
- Şirket'in mevcut kapasitesi dikkate alındığında 20.11.2033 tarihine kadar yapılacak sabit kıymet yatırımlarının görece sınırlı olmasının beklenmesine istinaden, 2018-2031 yılları arasında her yıl liman hizmet gelirlerinin %2'si oranında sabit kıymet yatırımı yapılacağı varsayılmıştır. 2032 ve 2033 yıllarında ise bu oran %0,50 olarak dikkate alınmıştır.
- Kurumlar vergisi oranı 2018-2020 yılları arasında %22, 2021-20.11.2033 dönemi arası ise %20 olarak öngörülmüştür.
- 30.09.2017 itibariyle Şirket'in net finansal borcu -2,6 milyon TL seviyesindedir.
- İndirgeme oranı olarak kullanılan ağırlıklı sermaye maliyeti hesaplamasında, Şirket'in net finansal borcu bulunmaması nedeniyle borçlanma maliyeti dikkate alınmayarak sadece öz sermaye maliyeti dikkate alınmış ve %10 olarak kullanılmıştır.

Aşağıda detayları yer aldığı üzere yapılan İNA çalışmasında Şirket değeri 406,1 milyon TL (106,8 milyon USD) olarak hesaplanmış olup, %19,8 halka arz iskontosu sonrasında halka arz birim pay değeri 15,50 TL olarak tespit edilmiştir.

Trabzon Liman -İNA (mn USD)	30.09- 31.12.2017T	2018 T	2019 T	2020 T	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	2033 T*
Net Satışlar	5,2	20,6	21,2	21,8	22,5	23,2	23,9	24,6	25,3	26,1	26,9	27,7	28,5	29,4	30,2	31,1	28,5
Satışlardaki Büyüme (%)		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Satışların Maliyeti (amortisman hariç) (-)	1,4	5,7	5,9	6,0	6,2	6,4	6,6	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0	8,2	8,5	7,7
Maliyetlerin Satışlara Oranı (%)		28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Brüt Kar (amortisman hariç)	3,8	14,9	15,3	15,8	16,3	16,8	17,3	17,8	18,4	18,9	19,5	20,1	20,7	21,4	22,0	22,7	20,7
Brüt Kar Marjı (amortisman hariç) (%)	73%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%
Faaliyet Giderleri (-)	0,2	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1
Esas Faaliyet karı	2,8	11,9	12,4	12,9	14,3	14,8	15,3	15,8	16,3	16,8	17,6	18,2	18,8	19,4	20,0	20,7	18,9
FAVÖK	3,3	13,9	14,3	14,8	15,2	15,7	16,1	16,6	17,2	17,7	18,2	18,8	19,4	20,0	20,6	21,3	19,4
Sabit Kıymet Yatırımları	0,0	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,2	0,1
Vergi	0,5	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,6	3,7	3,3
Serbest Nakit Akımı	2,8	11,2	11,5	11,8	12,2	12,6	13,0	13,4	13,8	14,2	14,6	15,0	15,5	16,0	16,5	17,4	16,0
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı	2,8	10,0	9,3	8,7	8,2	7,6	7,1	6,7	6,3	5,9	5,5	5,1	4,8	4,5	4,2	4,1	3,4
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı		104,2 USD															
Net Borç (-)		-2,6 USD															
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer-USD		106,8 USD															
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer-tl		406,1 TL															
USD/TL Alış Kuru		3,8029 TL															
İNA Yöntemine Göre Tahmini Birim Pay Değeri		19,34 TL															
Halka Arz İskontosu		19,80%															
Halka Arz Birim Pay Değeri		15,50 TL															

\*01.01.2033-20.11.2033 arası dönemi içermektedir.



## VI. Görüş ve Sonuç

Deniz Yatırım tarafından Trabzon Limanı için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Trabzon Limanı ile benzer faaliyetlere sahip olan ve yurt dışı piyasalarda işlem gören şirketlerin işletmekte oldukları limanların işletme hakkı sürelerinin birbirlerinden ve Trabzon Limanı'ndan farklı olması nedeniyle bu şirketlere ait piyasa çarpanları kullanılarak değer tespiti yapılmamasını makul buluyoruz.

Değerleme çalışmasında tek yöntem olarak kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Şirket'in açıkladığı yüksek temettü ödeme politikasının ve halka arz teşviklerinin ilgili halka arzın avantajları olduğu görüşündeyiz.

Nihai olarak, bahsi geçen Rapor'da tespit edilen Şirket değeri ve sonrasında ulaşılan fiyat ile söz konusu olan iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

*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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.*