

Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

26.12.2017



1. Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. ("Şirket" veya "Trabzon Liman İşletmesi")

Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş., 19 Eylül 2003 tarihinde kurulmuştur. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nca yapılan ihale sonucu Trabzon Limanı'nın ("Liman") 30 yıllık işletme hakkı 20.11.2003 tarihi itibarıyla 20,2 milyon ABD Doları ("USD") bedel ile Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. tarafından devralınmıştır.

Şirket'in ana faaliyeti liman işletmeciliği kapsamında gerçekleştirilen tüm işlemlerdir. Şirket'in işvereni olduğu çalışanları ve sahibi olduğu/kullanım hakkına sahip olduğu makine - ekipman vasıtası ile Trabzon Limanı sahası üzerinde verdiği başlıca hizmetler; yüklere verilen hizmetler, gemilere verilen hizmetler ve alan kiralalamaları olarak üç ana grupta toplanabilir. Söz konusu üç ana grup altında yer alan hizmetler; Boşaltma, Yükleme, Terminal, Pilotaj, Römorkaj, Ardiye, Geçici Depolama, Barınma, Konteyner İçi Yükleme - Boşaltma, Tartı, Su - Elektrik, Atık, Yolcu Hizmetleri ve Açık-Kapalı Alan Kiralamaları olarak sayılabilir.

Şirket'in elde ettiği gelirler, döviz bazlı olarak hazırlanmış olan tarife üzerinden faturalandırılmaktadır.

Liman'ın kapasite bilgileri 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:Şirket Verileri

1.1 Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in 30.09.2017 itibarıyla 15.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesi, 13.11.2017 tarihli yönetim kurulu kararı ve 17.11.2017 tarihli ticaret sicil tesciliyle iç kaynaklardan 6.000.000 TL artırılarak 21.000.000 TL'ye ulaşmıştır. Şirket ortakları, Albayrak Ailesi mensuplarından ve onların sahip olduğu Albayrak Grubu Şirketleri'nden oluşmaktadır. Güncel ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Adı Soyadı/Ticaret Ünvanı	Pay Grubu	(TL)	(%)
Albayrak Turizm Seyahat İnşaat Ticaret A.Ş.	A*	2.800.000,00	13,33
Albayrak Turizm Seyahat İnşaat Ticaret A.Ş.	B	9.114.000,00	43,40
Ereğli Tekstil Turizm Seyahat San. ve Tic. A.Ş.	B	8.400.000,00	40,00
Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.	B	1,40	0,03

Ahmet Albayrak	B	114.345,00	0,54
Bayram Albayrak	B	114.331,00	0,54
Nuri Albayrak	B	114.331,00	0,54
Kazım Albayrak	B	114.331,00	0,54
Mustafa Albayrak	B	114.329,60	0,54
Muzaffer Albayrak	B	114.331,00	0,54
Toplam		21.000.000,00	100,00

* A grubu payların oyda imtiyazı mevcut olup A grubu 1 adet pay 15 (onbeş) oy hakkına sahiptir.

1.2 Faaliyet Verileri

1.2.1 Boşaltma – Yükleme Hizmetleri

Trabzon Liman İşletmesi 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. Liman’da toplam uzunlukları 2.235 metre olan 8 rıhtım ve 1 Ro-Ro rıhtımı bulunmaktadır. 2014 yılından bu yana Liman’da elleçlenen yük hacmi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

İşlem – Milyon Ton	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Boşaltma	1,9	2,2	2,2	1,6	1,7
Yükleme	0,3	0,5	0,7	0,5	0,6
Toplam	2,2	2,7	2,9	2,1	2,3

Kaynak: Şirket Verileri

Trabzon Limanı’nda elleçlenen yüklerin tabi oldukları rejimlere göre dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Rejime Göre Yük – Milyon Ton	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
İthalat	1,4	1,5	1,4	1,0	1,1
Transit	0,2	0,7	1,1	0,8	0,8
Dahili	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
İhracat	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Toplam	2,2	2,7	2,9	2,1	2,3

Kaynak: Şirket Verileri

Trabzon Limanı’nda 2014 – 2017/09 dönemleri itibarıyla elleçlenen yüklerin ana ürün grupları bazında dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ürün Grubu – Milyon Ton	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Kömür	1,29	1,37	1,27	0,88	0,99
Tarım Ürünü	0,30	0,71	1,11	0,83	0,85
İnşaat Malzemesi	0,19	0,19	0,22	0,20	0,15
Konteyner	0,21	0,22	0,17	0,15	0,11
Maden	0,09	0,05	0,04	0,03	0,08
Demir	0,10	0,10	0,08	0,03	0,06
Çeşitli	0,03	0,02	0,02	0,01	0,02
Hayvansal Ürün	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00
Toplam	2,23	2,67	2,92	2,13	2,25

Kaynak: Şirket Verileri

DENİZ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Büyükdere Cad. No 141 K.9
 Esentepe / Beşiktaş / İstanbul
 Tic. Sic. No: 274943
 Mersis No: 08010015000001000001
 www.denizyatirim.com.tr

Yukarıdaki tablolardan da görüleceği üzere Trabzon Limanı'nda elleçlenen yüklerde en büyük hacmi; ithal ve transit rejime tabi yükler ve buna bağlı olarak da boşaltma işlemi oluşturmaktadır. Elleçlenen yükler arasında kömür ve tarım ürünleri en büyük hacmi oluşturmaktadır.

1.2.2 Terminal Hizmetleri

Terminal hizmetleri; yükleme öncesi veya boşaltma sonrası liman sahası üzerinde yüklere ilişkin tüm hareketleri kapsamaktadır. Örnek olarak gemiden liman sahasına boşaltılan buğdayın; kamyonu yüklenmesi, kamyonla ambara taşınması ve kamyonun ambara istiflenmesi üç terminal hareketi anlamına gelmektedir. Bu itibarla Şirket, elleçlenen yük hacmine ve yük sahibinin ilgili yüke ilişkin tasarrufuna bağlı olarak belirlenen tarifeler üzerinden terminal hizmetleri gelirleri elde etmektedir. 2014 - 2017/09 dönemlerinde terminal hizmeti verilen genel kargo ve dökme yük tonajları ile dolu ve boş konteyner adetleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Terminal Hizmeti	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Genel Kargo+Dökme - Mn Ton	0,8	0,8	0,6	0,5	0,6
Konteyner - Adet	31.162	30.347	22.097	19.127	15.059

Kaynak: Şirket Verileri

1.2.3 Pilotaj ve Römorkaj Hizmetleri

Trabzon Limanı'nda 24 saat kılavuzluk (pilotaj) ve römorkaj hizmetleri verilmektedir. Liman yönetmeliğine göre; limandaki rıhtımlara yanaşacak veya ayrılacak 1.000 GT ve daha büyük Türk Ticaret gemileri ile 500 GT üzerindeki yabancı bayraklı gemiler kılavuz kaptan ile büyüklüklerine göre 1 ile 3 römorkör almak zorundadır.

Yukarıda belirtilen liman rıhtımlarına yanaşan gemilere ek olarak, Trabzon'da Liman dışında bulunan akaryakıt tesislerine petrol taşıyan tankerler de Şirket'ten pilotaj ve römorkaj hizmeti almaktadır. Söz konusu tankerlere uygulanan tarifeler liman içi hizmete göre %50 - %100 daha yüksektir.

Aşağıdaki tabloda 2014 - 2017/09 döneminde Trabzon Limanı'nda hizmet verilen yük gemileri ile liman dışı sahada hizmet alan tankerlere ilişkin tablo yer almaktadır.

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

Şirket'in 2015 yılında satın aldığı 2.800 HP beygir gücüne sahip olan Albayrak 61 adlı römorkörü Türk Uluslararası Gemi Sicili'ne ("TUGS") kayıtlıdır. 23.06.2000 tarih ve 24088 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Türk Uluslararası Gemi Sicili Yönetmeliği'nin 26. Maddesi'nin a) fıkrasının 1. bendi uyarınca TUGS'a tescilli gemilerin ve yatların işletilmesinden ve devrinden sağlanan kazançlar gelir ve kurumlar vergisi ile fonlardan istisnadır. Şirket, römorkaj hizmetlerinin büyük kısmını TUGS'a tescilli Albayrak 61 römorkörü ile sağladığından söz konusu hizmetten elde ettiği kazançlarda önemli ölçüde vergi avantajı elde etmektedir.

1.2.4 Açık - Kapalı Alan Kiralamaları, Geçici Depolama ve Ardiye Hizmeti

Trabzon Limanı kurulu olduğu 300 bin metrekarenin üzerinde alan itibarıyla Türkiye'nin önemli büyüklüğe sahip limanlarından biridir. Liman sahasının büyüklüğü bir yandan yük elleçlemeleri ve terminal hizmetlerinde hız ve kolaylık sağlarken bir yandan da ihtiyaç duyan müşterilere açık - kapalı alan kiralamaları yapılmasına ve bu alanlar üzerinde ardiye ve geçici depolama hizmeti verilmesine olanak sağlamaktadır. Şirket, müşteri ihtiyaçlarına cevap vermek üzere Liman'ın Özelleştirme İdaresi'nden devir alınmasından sonra kapalı ambar kapasitesini artırmıştır. Buna göre Liman sahasında; 21 adet kapalı ambarda 23.585 metrekare üzerinde 85.000 ton depolama kapasitesi mevcuttur. Kapalı depolama kapasitesine ek olarak 240.000 metrekare üzerinde 400.000 ton açık depolama kapasitesi de bulunmaktadır. Bu itibarla Şirket, müşteri ihtiyaçları, dönemsel yoğunluklar, fiyat rekabeti ve yaratılacak yük hacimleri gibi birçok farklı kriteri değerlendirerek genellikle proje bazlı olarak kapalı ve açık alan kiralamaları yapabilmektedir.

Liman sahasında bulunan 21 kapalı ambarın 18'i kiralanmış / ardiye / geçici depolama hizmetine tahsis edilmiş durumdadır. Diğer 3 ambar ise Şirket'in diğer hizmetleri kapsamında kullanılmaktadır. Ayrıca liman sahasına bitişik konumda bulunan, Şirket'in ilişkili tarafı tarafından işletilen ve Trabzon Limanı'nda yoğun elleçleme hacmine sahip olan Trabzon Serbest Bölgesi'nde de artan iş hacmine cevap verebilmek amacıyla mevcut 5.500 metrekare kapalı ambar kapasitesine ek olarak 4.000 metrekarelik yeni kapalı ambar yatırımları devam etmektedir.

2013 - 2015 döneminde Birleşmiş Milletler Güçleri'ne dahil olan Alman Ordusu, Afganistan'da bulunan makine - ekipman ve araçlarını ülkesine geri taşıması sırasında Trabzon Limanı'nı kullanmıştır. Yaklaşık 28 ay süren geri çekilme esnasında Liman'da 43.000 metrekare açık - kapalı alan kiralaması yapılmış, ayrıca yükleme ve boşaltmalardan da gelir elde edilmiştir. Liman sahası üzerinde buna benzer şekilde müşteri ihtiyaçlarına göre düzenlenerek kiralanabilecek toplam

240.000 metrekare açık alan bulunmaktadır. Rusya'daki büyük gaz rezervlerini doğrudan Türkiye'nin gaz ulaşım ağına bağlayarak Türkiye ve güneydoğu Avrupa için güvenilir bir enerji kaynağı yaratmayı amaçlayan Türk Akımı (South Stream) projesi kapsamındaki açık deniz boru hattında kullanılacak boruların bir bölümü Trabzon Limanı'nda elleçlenmekte ve depolanmaktadır. Söz konusu proje kapsamında yapılan anlaşma uyarınca depolanan boruların limanda işgal ettiği alan üzerinden kiralama geliri elde edilmektedir. Son durum itibarıyla boruların Liman'da işgal ettiği alan 1.920 metrekare seviyesindedir.

1.3 Finansal Tablolar

Şirket'in 2014, 2015, 2016 mali yılları ile 30.09.2017 tarihli ara dönem finansal tablolarının bağımsız denetimini Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Anonim Şirketi (A member firm of Ernst & Young Global Limited) gerçekleştirmiştir.

Varlıklar - TL	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
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 ticari alacaklar	3.290.722	294.164	20.507	28.607
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	1.878.592	1.131.023	1.505.669	1.697.304
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	38.373.985	36.178.673
Maddi olmayan duran varlıklar	15.094.584	14.295.864	13.956.570	13.981.952
Peşin ödenmiş giderler	2.682.256	0	396.089	0
Diğer duran varlıklar	0	0	175.848	305.848
Toplam Varlıklar	74.276.193	83.629.954	102.624.838	135.225.531
Kaynaklar - TL	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Kısa Vadeli Yükümlülükler	18.042.909	25.280.117	31.302.408	47.232.811
Kısa vadeli 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
- İlişkili taraflara ticari borçlar	1.795.869	73.944	191.370	436.808
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	1.902.741	1.923.146	3.782.160	3.601.966
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	1.138.808	1.487.853	1.827.337	1.745.725
Ertelenmiş gelirler	427.621	211.685	6.820.986	11.624.796
İlişkili taraflara diğer borçlar	128.229	16.908	2.238.249	2.537.514
Diğer kısa vadeli karşılıklar	507.981	507.981	692.495	692.495
Dönem karı vergi yükümlülüğü	5.557.077	5.913.375	1.812.122	5.361.696
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
Uzun vadeli finansal borçlar	0	0	0	13.448.055
İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	705.552	0	6.594.155	5.870.927
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	1.792.116	2.466.808	3.523.051	4.347.697
Ertelenmiş gelirler	0	0	146.664	73.332
Ertelenen vergi yükümlülüğü	906.016	750.513	381.449	307.634
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.969.699	2.134.294	7.338.387	6.987.661
Özkaynaklar	50.859.901	52.998.222	53.338.724	56.957.414
Ödenmiş 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 yıllar kârları	5.770.574	7.027.259	6.935.125	5.794.593
Net dönem 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

Gelir Tablosu - TL	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Satışlar	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
Pazarlama satış ve dağıtım giderleri (-)	25.622	6.034	49.284	42.860	17.941
Genel yönetim giderleri (-)	2.016.384	2.222.921	2.855.950	2.126.359	2.412.521
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 gelir / giderler	2.964.856	58.999	-398.621	-448.393	33.264
Finansman gelir/gideri öncesi faaliyet karı	25.818.530	25.376.300	20.242.024	13.530.597	25.910.285
Finansal gelirler	3.977.190	3.156.054	4.186.637	3.700.338	5.103.756
Finansal giderler (-)	2.471.535	1.237.328	1.357.367	835.171	2.669.048
Vergi öncesi kar	27.324.185	27.295.026	23.071.294	16.395.764	28.344.993
- Cari dönem kurumlar vergisi (-)	5.564.931	5.913.375	3.016.683	3.126.581	5.361.696
- Ertelenmiş vergi gelir / 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
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında hesaplanan aktüeryal kazanç / kayıplar	-13.019	-344.941	-571.101	-500.571	-26.097
Vergi etkisi	2.604	68.988	114.220	100.114	5.219
Vergi sonrası diğer kapsamlı gelir / (gider)	-10.415	-275.953	-456.881	-400.457	-20.878
Toplam kapsamlı gelir	22.325.345	21.192.213	19.852.574	12.677.007	23.031.015
<i>Hisse Başına Kar (TL)</i>	<i>1,49</i>	<i>1,43</i>	<i>1,35</i>	<i>0,87</i>	<i>1,54</i>

2. Değerleme

2.1 Değerleme Yöntemleri

Şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") yöntemleri incelenmiştir.

2.1.1 Çarpan Analizi yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntem kapsamında kullanılan başlıca çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) : İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net finansal borcunun ("Net Borç" = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler - Hazır Değerler) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık faiz, amortisman, vergi öncesi karına ("FAVÖK") bölünmesiyle hesaplanır.

Fiyat / Kazanç (F/K) : İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına ("Kazanç" veya "Net Kar" veya "Ana Ortaklık Net Kar") bölünmesiyle hesaplanır.

Piyasa Değeri / Öz Kaynaklar (PD/A.O. Öz Kaynaklar) : İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan ana ortaklığa ait öz kaynaklarına ("A.O. Öz Kaynaklar") bölünmesiyle hesaplanır.

Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar) : İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan Net Borç'un toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, yine aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık net satışlarına ("Satışlar") bölünmesiyle hesaplanır.

Hizmet şirketleri için; Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) yaygın olarak kullanılan çarpanlardır. Trabzon Liman İşletmesi paylarının değerinin tespit edilmesinde çarpan analizi yöntemine yer verilmemiştir. Bu durumun nedenleri; benzer şirketlerin işletmekte oldukları limanların işletme hakkı sürelerinin birbirlerinden ve Trabzon Limanı'ndan farklı olmasıdır.

2.1.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA")

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre bir şirketin değeri, söz konusu şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında indirgeme oranı olarak "ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti" ("AOSM") kullanılmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır. AOSM hesaplamasında; risksiz getiri oranı (R_f), risk primi ($R_m - R_f = \text{Risk Primi}$), beta (β), kredi faiz oranı (R_d), kurumlar vergisi oranı (T) ile şirketin finansal borç (D) ve özkaynak (E) büyüklüklerine ihtiyaç duyulur. Risk primi ($R_m - R_f$), yatırımcıların beklenen getirisinin (R_m) risksiz faiz oranından (R_f) farkı olarak ifade edilmektedir.

Buna göre AOSM maliyeti aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

$$\text{AOSM} = [E / (E + D)] \times (R_f + (\beta \times \text{Risk Primi})) + [D / (E + D)] \times [(R_d \times (1 - T))]$$

2.2 Çarpan Analizi Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında değerlendirmeye dahil edilebilecek Borsa İstanbul'da işlem gören şirket bulunmamaktadır. Bu nedenle Trabzon Liman İşletmesi ile benzer faaliyetlere sahip olan ve yurt dışı piyasalarda işlem gören şirketler incelenmiştir. Bu kapsamda incelenen liman işletmecileri ve bunlara ait finansal veriler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Milyon USD - 26.12.2017	Piyasa Değeri (PD)	Firma Değeri (FD)	FAVÖK	Net Kar	FD / FAVÖK	PD / Net Kar	Ülke	İşletme Hakkı Bitişi
Piraeus Port Authority SA (PPA GA)	467,0	500,4	35,1	10,4	14,3	a.d.	Yunanistan	2052
Luka Koper (LKPG SV)	503,4	622,0	91,4	56,3	6,8	8,9	Slovenya	2043
Thessaloniki Port Authority SA (OLTH G)	297,9	255,1	31,3	20,0	8,2	14,9	Yunanistan	2051
Dong Nai Port JSC (PDN VN)	48,9	54,0	6,4	3,7	8,4	13,2	Vietnam	Süresiz
South Port New Zealand Ltd (SPN NZ)	110,6	116,4	11,1	6,0	10,5	18,4	Yeni Zelanda	Süresiz
Puerto Ventanas SA (VENTANA CI)	322,7	483,2	39,4	20,5	12,3	15,8	Şili	Süresiz
Bintulu Port Holdings Bhd (BPH MK)	676,5	924,7	96,2	35,1	9,6	19,3	Malezya	Bintulu 2022 + 30 yıl opsiyon Samalaju 2057 + 20 yıl opsiyon
Global Ports Holding PLC (GPH LN)	386,3	690,4	78,4	1,0	8,8	a.d.	Çeşitli	Antalya - 2028 Bar - 2043
Eurokai GmbH & Co KGaA	705,6	797,3	75,8	45,6	10,5	15,5	Çeşitli	12 Liman farklı sürelerle
Puertos y Logistica SA	223,2	495,0	34,7	-3,5	14,3	a.d.	Şili	Central Port 2031 + 10 yıl opsiyon Puerto Lirquen Süresiz
			Değer	FD / FAVÖK	PD / Net Kar			
			Median	10,1x	15,5x			
			Ortalama	10,4x	15,1x			
			Ağırlıklı Ortalama	9,9x	14,2x			

Kaynak: Bloomberg

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 Kat:3
Etiler - Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 270923 Şiş. Sic. No: 270923
Vergi No: 3309078370
www.denizyatirot.com.tr
Mersis No: 082910014000000000013

Söz konusu şirketlerin işletmekte oldukları limanların işletme hakkı sürelerinin birbirlerinden ve Trabzon Limanı'ndan farklı olması nedeniyle bu şirketlere ait piyasa çarpanları kullanılarak şirket değeri tespiti yapılmamıştır.

Yukarıda yer alan tabloda görüldüğü üzere yabancı piyasalarda işlem gören ve Trabzon Liman İşletmesi ile benzeri faaliyetler sürdüren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının median değeri 10,1x, Fiyat/Kazanç (PD/Net Kar) çarpanlarının median değeri ise 15,5x'dir. (FD/FAVÖK çarpanı için üst sınır 15,0x, PD/Net Kar çarpanı için üst sınır 20,0x olarak dikkate alınmıştır.)

2.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

2.3.1 Veriler ve Varsayımlar

2.3.1.1 İşletme Hakkı Süresi

Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 30.10.2003 tarih ve 2003/76 sayılı kararına istinaden; T.C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş. ve Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. arasında 21.11.2003 tarihinde tanzim ve imza edilen İşletme Hakkı Devir Sözleşmesi'ne göre Trabzon Limanı'nın 30 yıllık işletme hakkı Trabzon Liman İşletmesi A.Ş.'ye devredilmiştir. Söz konusu devir sözleşmesinin bitiş tarihi 20.11.2033 olarak kabul edilmiş ve İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında yer verilen nakit akımları söz konusu tarihte sonlandırılmıştır.

2.3.1.2 Para Birimi

Şirket'in, müşterilerine sunduğu hizmetlerden elde ettiği tüm gelirler, Amerikan Doları ("USD") cinsinden belirlenmiş olan tarifeye dayalıdır. Bu itibarla Şirket değerinin belirlenmesi için oluşturulan modelde yer alan projeksiyonlar ve Şirket Değeri USD bazındadır. 2014 - 2015 - 2016 yılları ile 2016/09 ve 2017/09 dönemlerine ilişkin gelir tabloları, ilgili dönemlerde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından açıklanan ve aşağıdaki tabloda yer alan günlük USD alış kurları ortalamaları (Kaynak: Rasyonet) ile USD'ye çevrilmiştir.

USD / TL	01.01 - 31.12	01.01 - 31.12	01.01 - 30.09	01.01 - 31.12	01.01 - 30.09
	2014	2015	2016/09	2016	2017/09
Dönem Ortalama USD/TL	2,19	2,72	2,93	3,02	3,60
Dönem Sonu USD/TL	2,33	2,92	3,00	3,52	3,55

(Kaynak: Rasyonet)

2.3.1.3 Gelir ve Gider Sınıflamaları

2.3.1.3.1 Esas Faaliyetlere İlişkin Gelirler

Trabzon Liman İşletmesi'nin 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 kirallanmasıyla elde ettiği gelirler ise kira gelirlerini oluşturmaktadır. Aşağıdaki tabloda 2014 - 2017/09 dönemleri arasında gerçekleşen net satışların hizmet türlerine göre dağılımı USD bazlı olarak yer almaktadır.

Milyon USD	2014	2015	2016/09	2016	2017/09
Satışlar	19,2	18,4	12,2	16,8	14,8
Liman Hizmet Gelirleri	14,2	16,0	12,1	16,6	14,4
<i>Boşaltma hizmeti</i>	<i>7,1</i>	<i>8,3</i>	<i>5,8</i>	<i>8,4</i>	<i>6,6</i>
<i>Yükleme hizmeti</i>	<i>1,0</i>	<i>1,3</i>	<i>1,4</i>	<i>1,7</i>	<i>1,6</i>
<i>Terminal hizmeti</i>	<i>1,0</i>	<i>1,4</i>	<i>1,2</i>	<i>1,6</i>	<i>2,0</i>
<i>Römorkaj hizmeti</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,0</i>	<i>1,3</i>	<i>0,9</i>
<i>Pilotaj hizmeti</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,7</i>	<i>1,0</i>	<i>0,7</i>
<i>Geçici depolama hizmeti</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>	<i>0,8</i>
<i>Ardiye hizmeti</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>	<i>0,2</i>
<i>Barınma hizmeti (gemi işgalıye)</i>	<i>0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>
<i>Konteyner içi yükleme hizmeti</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>
<i>Diğer</i>	<i>1,5</i>	<i>1,2</i>	<i>0,9</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>
Kira Gelirleri	5,0	2,4	0,2	0,2	0,4

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında; yüklere verilen hizmetler ve gemilere verilen hizmetler, doğrudan Trabzon Limanı'nda elleçlenen yük hacmi ile bağlantılı olduğundan "Liman Hizmetleri" olarak gruplanmıştır.

Liman sahası üzerinde gerçekleştirilen açık ve kapalı alan kiralalamaları, geçmiş dönemlerden bu yana özellikle proje bazlı olarak elleçleme hacimlerinden bağımsız gelişme gösterdiği için Liman Hizmetleri'nden ayrı bir gelir kalemi olarak takip edilmiştir. Liman, 2013 - 2015 yıllarında Birleşmiş Milletler Güçleri'ne dahil Alman Ordusu'nun Afganistan'dan çekilmesi sırasında lojistik üs olarak kullanılmış ve bu kapsamda 43.000 metrekare açık-kapalı alan kiralaması yaparak 28 ayda toplam 11 milyon USD'nin üzerinde kira geliri elde etmiştir. Son durum itibarıyla; Türk Akımı (South Stream) projesi kapsamında Liman sahası üzerinde depolanacak boruların Liman'da işgal edeceği alana bağlı olarak açık alan kiralalamaları yapılmaktadır.

2.3.1.3.2 Esas Faaliyetlere İlişkin Giderler

Trabzon Liman İşletmesi'nin satışların maliyeti ve genel yönetim giderleri toplamı içinde en büyük bölümü (yaklaşık %50) personel giderleri oluşturmaktadır (*Satış-Dağıtım-Pazarlama Giderleri diğer giderlere kıyasla ihmal edilebilir düzeydedir (2017/09: 4.988 USD).*). Aşağıdaki tabloda

2014 - 2017/09 dönemleri arasında gerçekleşen Satışların Maliyeti ve Genel Yönetim Giderleri'nin dağılımı USD bazlı olarak yer almaktadır.

Milyon USD	2014	2015	2016/09	2016	2017/09
Satışların maliyeti (-)	6,9	6,2	5,4	7,4	5,7
Personel Gideri	2,9	2,8	2,5	3,3	2,6
Amortisman Gideri	1,4	1,2	0,9	1,4	1,5
Enerji, Yakıt ve Su Giderleri	1,1	0,8	0,6	0,8	0,5
Bakım Onarım Giderleri	0,5	0,5	0,4	0,6	0,6
Kira Giderleri (Araç Kiralama)	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3
Kılavuzluk, Römorkaj Hizmet Payı ve Tekel Ücreti	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Liman Hizmet Giderleri	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Sigorta Gideri	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Diğer	0,1	0,2	0,3	0,4	0,1
Pazarlama satış ve dağıtım giderleri (-)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genel yönetim giderleri (-)	0,9	0,8	0,7	0,9	0,7
Personel Gideri	0,6	0,6	0,5	0,7	0,5
Müşavirlik Giderleri	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Temsil ve Ağırlama Giderleri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vergi, Resim ve harçlar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Büro Giderleri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nakliye Giderleri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisman Gideri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Seyahat Giderleri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diğer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında; Satışların Maliyeti altında yer alan ve personel ile amortisman giderleri dışında kalan; enerji, yakıt, su, bakım-onarım, araç kiralama, kılavuzluk, römorkaj hizmet payı ve tekel ücreti, liman hizmet giderleri ve sigorta giderleri "Liman Hizmet Gelirleri" ile doğrudan ilişkilendirilmiş ve "Liman Hizmet Giderleri" olarak sınıflanmıştır. Satışların Maliyeti altında yer alan ve mavi yakalı personele ait giderlerden oluşan Personel Giderleri ise giderler içinde arz ettiği büyüklük ve elleçleme hacimlerine göre gösterdiği değişimin yansıtılabilmesi için ayrı olarak takip edilmiştir.

Satışların Maliyeti'nde olduğu gibi Genel Yönetim Giderleri altında yer alan personel ve amortisman giderleri dışında kalan; müşavirlik, temsil-ağırlama, vergi-resim-harç, büro, nakliye ve seyahat gibi Şirket'in yönetsel faaliyetleri ile ilgili giderler "Diğer Faaliyet Giderleri" olarak sınıflanmıştır. Genel Yönetim Giderleri altında yer alan ve beyaz yakalı personele ait giderlerden oluşan Personel Giderleri ise ayrı olarak takip edilmiştir.

2.3.1.3.3 Esas Faaliyetlere İlişkin Diğer Gelirler

Trabzon Liman İşletmesi'nin 2014 - 2017/09 dönemleri arasında Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirleri ağırlıklı olarak ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkı gelirleri ile erken ödeme iskonto gelirlerinden oluşmaktadır. Erken ödeme iskonto gelirleri, Şirket'in SGK tahakkuklarını düzenli ödemesinden dolayı 5084 nolu kanun kapsamında faydalandığı "sigorta primi işveren paylarında teşvik" istisnasından kaynaklanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasının USD bazında yapılmış olması nedeniyle gelecek dönemlerde ticari işlemlerden kur farkı geliri öngörüsünde bulunulmamıştır. Erken ödeme iskonto gelirleri dışında kalan; iskonto, tazminat ve kazanılan dava gelirleri gibi gelirlerin ihmal edilebilir büyüklükte ve/veya tek seferlik olmaları nedenleriyle İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında gelecek dönemlerde bunlara ilişkin bir öngöründe bulunulmayarak sadece erken ödeme iskonto gelirin yer verilmiştir.

Milyon USD	2014	2015	2016/09	2016	2017/09
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	1,5	0,6	0,5	0,7	0,5
<i>Ticari İşlemlerden Kur Farkı Geliri</i>	1,1	0,4	0,4	0,4	0,3
<i>Erken Ödeme İskonto Gelirleri</i>	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1
<i>İskonto Geliri</i>	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
<i>Tazminat Gelirleri</i>	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Kazanılan Dava Gelirleri</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Diğer</i>	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0

2.3.1.3.4 Esas Faaliyetlere İlişkin Diğer Giderler

Trabzon Liman İşletmesi'nin 2014 - 2017/09 dönemleri arasında Esas Faaliyetlerden Diğer Giderleri ağırlıklı olarak bağış ve yardımlar, ticari işlemler kur farkı giderleri ve vergi ceza-zamlarından oluşmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasının USD bazında yapılmış olması nedeniyle gelecek dönemlerde ticari işlemlerden kur farkı gideri öngörüsünde bulunulmamıştır. Şirket'in son mali tablo dönemi itibarıyla bilançosunda yer alan vergi borçları "net finansal borç" hesaplamasında dikkate alınmaktadır. Bu nedenle gelecek dönemlerde söz konusu giderlere yer verilmemiştir. Öte yandan Şirket, 2014 - 2017/09 dönemleri arasında tamamına yakını kamuya yararlı vakıflara olmak üzere bağış ve yardımlarda bulunmuştur. İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında esas faaliyetlere ilişkin diğer giderler altında söz konusu bağış ve yardımlara; hakim ortakların yapılacak ilk Genel Kurul'da olumlu oy kullanacaklarını taahhüt ettikleri bağış ve yardım politikasına uygun olarak yer verilmiştir.

Milyon USD	2014	2015	2016/09	2016	2017/09
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	2,4	2,7	1,9	2,4	1,7
<i>Bağış ve yardımlar</i>	0,6	1,5	0,9	1,2	0,8
<i>Ticari işlemlerden kur farkı gideri</i>	0,9	0,3	0,3	0,6	0,7
<i>Vergi cezaları ve zamları</i>	0,6	0,4	0,4	0,5	0,2
<i>Vade farkı ve iskonto giderleri</i>	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
<i>Diğer</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1

2.3.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Çalışması

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında kullanılan varsayım ve öngörüler, Şirket yönetimi tarafından; Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek dönemlere ilişkin beklentileri yansıtacak şekilde oluşturulmuştur. Çalışmayı oluşturan her bir değişkene ilişkin varsayım ve öngörüye ilişkin açıklama aşağıdaki bölümlerde yer almaktadır.

2.3.2.1 Net Satışlar

Şirket'in esas faaliyet gelirleri ilgili bölümde detaylı olarak açıklandığı üzere Liman Hizmet Gelirleri ve Kira Gelirleri olarak iki ana grup altında toplanmıştır.

2.3.2.1.1 Liman Hizmet Gelirleri

Liman Hizmet Gelirleri faaliyetlerin doğası gereği Liman'da elleçlenen yük hacmiyle doğrudan bağlantılıdır. Şirket, işletme hakkını devraldığı 2003 yılının sonundan bu yana Liman'da gerçekleşen elleçleme hacimlerini önemli düzeyde artırmıştır. Buna göre 2004 - 2016 yılları arasında elleçleme hacimlerinde meydana gelen yıllık ortalama bileşik büyüme ("YOBB") %6,2 düzeyindedir. 2011 - 2016 arasındaki 5 yıllık dönemde YOBB %4,9, 2014 - 2016 arasındaki 2 yıllık dönemde ise %14,5'tir. Hem uzun vadeli hem de kısa vadeli elleçleme hacim değişimleri değerlendirildiğinde; kriz dönemleri ve müşteri bazlı bazı aksaklıklar haricinde istikrarlı bir büyüme göze çarpmaktadır. Aşağıdaki tabloda 2014 - 2015 - 2016 yılları ile 2016/09 ve 2017/09 dönemleri itibarıyla gerçekleşen elleçleme hacimleri ve 2017 yıl sonuna ilişkin olarak Şirket yönetimi tarafından yapılan elleçleme miktarı tahmini yer almaktadır.

Milyon Ton	01.01 - 31.12 2014	01.01 - 31.12 2015	01.01 - 30.09 2016/09	01.01 - 31.12 2016	01.01 - 30.09 2017/09	01.01 - 31.12 2017T
Elleçlenen Yük Miktarı	2,23	2,67	2,13	2,92	2,25	3,04
12 Aylık Değişim		19,9%		9,2%	5,7%	4,1%

Kaynak: Şirket Verileri

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Sıhhiye Cad. No:141 Kat:9
Etiler/Beşiktaş/İstanbul
V.No:25467/0003 Tic. Sic. No:285244
www.denizyatirot.com.tr
Mersis No: 0291000000000000013

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında elleçleme hacimleri ile doğrudan ilişkilendirilen Liman Hizmet Gelirleri; 2017 yılının ilk 9 ayında 2,25 milyon ton elleçleme hacmine karşılık 14,4 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. Şirket yönetiminin 2017 yıl sonu elleçleme tahmini 3,04 milyon ton seviyesindedir. Yılın geri kalan bölümünde hizmet tarifesinde yer alan fiyatlamalarda herhangi bir değişiklik olmayacağı varsayımı ile 2017 yıl sonu itibarıyla Liman Hizmet Gelirleri'nin 19,5 milyon USD'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir.

2018 yılı ve sonrasında Liman Hizmet Gelirleri'nin; hem elleçlenen yük miktarı hem de liman hizmet tarifesinde yer alan fiyatlamalarda meydana gelecek değişikliklerin bileşik etkisiyle yıllık %3,00 oranında artacağı öngörülmüştür. 2018 ve sonrası dönem için IMF¹ tarafından ABD enflasyonu % 2,1 ile başlayıp 2022'den itibaren %2,3 düzeyinde öngörülmektedir.

Liman Hizmet Gelirleri için öngörülen yıllık %3,00 büyüme oranı, Trabzon Limanı'nda çeşitli dönemler itibarıyla gerçekleşen elleçleme hacimlerinin yıllık ortalama bileşik büyümeleri ve %2,1'in üzerindeki ABD enflasyonu beklentileri dikkate alındığında muhafazakar düzeydedir.

2.3.2.1.2 Kira Gelirleri

Şirket, Trabzon Liman sahası üzerinde sahip olduğu yaklaşık 24 bin metrekare kapalı ve 240 bin metrekare açık alan üzerinde müşterilerin ihtiyaçlarına göre kiralamalar yapmaktadır. Şirket'in 2017 yılının ilk 9 ayında elde ettiği kira geliri 0,4 milyon USD düzeyindedir. Yılın son 3 ayında elde edilecek gelirlerle 2017 yıl sonu itibarıyla Şirket'in kira gelirlerinin 0,5 milyon USD seviyesinde olacağı öngörülmektedir. 2018 ve sonrasında kira gelirlerinin Liman Hizmet Gelirleri'nde olduğu gibi yıllık %3,00 oranında büyüyeceği öngörülmüştür. Trabzon Limanı, 2013 - 2015 döneminde Birleşmiş Milletler Güçleri'ne dahil olan Alman Ordusu'na Afganistan'dan çekilme sırasında lojistik üs olarak hizmet vermiş ve 28 aylık dönemde 11 milyon USD'den fazla kira geliri elde etmiştir. Şirket'in, önümüzdeki dönemlerde de benzer mahiyette projeler kapsamında sahip olduğu açık ve kapalı alanları kiralayarak yüksek kira gelirleri elde edebileceği değerlendirilmesine rağmen oldukça muhafazakar bir yaklaşım ile kira gelirlerinde 2017 yılındaki 0,5 milyon USD seviyesinden başlamak üzere takip eden yıllarda yıllık %3,00 düzeyinde artış öngörülmüştür.

¹ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/weorept.aspx?sy=2015&ey=2022&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=111&s=PCPIPCH&grp=0&a=&pr1.x=66&pr1.y=9>

2.3.2.2 Satışların Maliyeti

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında Satışların Maliyeti ilgili bölümde detaylı olarak açıklandığı üzere Personel Giderleri ve Liman Hizmet Giderleri olarak iki ana grup altında toplanmıştır.

2.3.2.2.1 Personel Giderleri

Satışların Maliyeti altında sınıflanan Personel Giderleri, limancılık faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi sırasında sahada çalışan mavi yakalı personele ait giderlerdir. 2017 yılının ilk 9 ayında gerçekleşen Personel Giderleri 2,6 milyon USD seviyesindedir. Türk Lirası olarak gerçekleşen Personel Giderleri'nin yılın son 3 ayında gerçekleşecek Türk Lirası karşılıklarının ilgili aylara ait ortalama USD/TL kurları ile USD karşılıklarının hesaplaması sonucunda 2017 yıl sonu itibarıyla 3,4 milyon USD seviyesinde olacağı öngörülmektedir.

Mavi yakalı personel giderlerinin değerlendirilmesinde öne çıkan hususlar; faaliyetlerin doğası ve kullanılan makine-ekipmanın sağladığı avantajlar gereği elleçlenen yük hacmindeki değişimin liman sahasında çalışan personel sayısına birebir yansımaması, personel giderlerinin Türk Lirası bazlı olarak gerçekleşmesi nedeniyle USD/TL kurunda meydana gelebilecek artışlara bağlı olarak azalma ihtimali içermesi ve fazla mesai ücretlerinin müşterilere yansıtılmasıdır. Söz konusu hususlar göz önünde bulundurularak; Satışların Maliyeti altında sınıflanan Personel Giderleri'nin, Liman Hizmet Gelirleri'nde meydana gelecek %3,00 düzeyindeki artışın %25'ini içereceği ve buna ek olarak her yıl USD bazında %2,00 oranında artacağı öngörülmüştür. Buna göre Satışların Maliyeti altında yer alan Personel Giderleri'ne ilişkin olarak 2018 yılı ve sonrası için öngörülen yıllık artış oranı USD bazında %2,75'tir.

2.3.2.2.2 Liman Hizmet Giderleri

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. Söz konusu giderler Trabzon Limanı'nda elleçlenen yük hacmi ile doğrudan bağlantılı ve büyük ölçüde Türk Lirası bazlıdır. 2017 yılının ilk 9 ayında 2,25 milyon ton elleçlemeye karşılık 1,9 milyon USD olarak gerçekleşen gider, Şirket yönetiminin yıl sonu elleçleme tahmini olan 3,04 milyon ton ile orantılandırılarak 2,5 milyon USD olarak tahmin edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında; 2018 ve sonraki dönemlerde Liman Hizmet Giderleri'nin, Liman Hizmet Gelirleri'ndeki değişimi birebir yansıtacak şekilde yıllık %3,00 seviyesinde büyüyeceği öngörülmüştür.

2.3.2.3 Faaliyet Giderleri (Genel Yönetim Giderleri)

Şirket'in faaliyet giderlerinin tamamına yakını Genel Yönetim Giderleri'nden oluşmaktadır. Genel Yönetim Giderleri altında yer alan giderler Personel Giderleri ve Diğer Faaliyet Giderleri olarak iki ana grup altında toplanmıştır.

2.3.2.3.1 Personel Giderleri

Genel Yönetim Giderleri altında yer alan Personel Giderleri, Trabzon Liman İşletmesi'nde çalışan beyaz yakalı personele ait giderlerden oluşmaktadır. Söz konusu personel mevcudu 2014 yılından beri ortalamada sabit kalmaktadır. 2017 yılının ilk 9 ayında gerçekleşen Personel Giderleri 0,5 milyon USD seviyesindedir. Yılın son 3 ayında gerçekleşecek olan Personel Giderleri'nin Türk Lirası karşılıklarının ilgili aylara ait ortalama USD/TL kurları ile USD karşılıklarının hesaplaması sonucunda 2017 yıl sonu itibarıyla Personel Giderleri'nin 0,6 milyon USD seviyesinde olacağı öngörülmektedir.

Beyaz yakalı personele ait giderlerin; Liman'da gerçekleştirilecek elleçleme miktarları ile doğrudan bağlantılı olmaması, geçmiş dönemlerde söz konusu personel mevcudunun ortalamada aynı düzeyde seyretmesi ve Türk Lirası bazlı olarak gerçekleşmesi nedeniyle USD/TL kurunda meydana gelebilecek artışlara bağlı olarak azalma ihtimali içermesi nedenleriyle; 2018 ve sonrası dönemler için Genel Yönetim Giderleri altında yer alan Personel Giderleri'nin yıllık artış oranı %2,00 olarak öngörülmüştür.

2.3.2.3.2 Diğer Faaliyet Giderleri

Şirket'in yönetsel faaliyetleri kapsamında oluşan; müşavirlik, temsil-ağırlama, vergi-resim-harç, büro, nakliye ve seyahat gibi giderleri Diğer Faaliyet Giderleri'ni oluşturmaktadır. Söz konusu giderler 2014 - 2017/09 dönemleri itibarıyla USD bazında büyük farklılık göstermemiştir. Türk Lirası bazlı olan söz konusu giderler, 2017 yılının ilk 9 ayı itibarıyla 0,2 milyon USD seviyesindedir. Yılın son 3 ayında gerçekleşecek olan Diğer Faaliyet Giderleri'nin Türk Lirası karşılıklarının ilgili aylara ait ortalama USD/TL kurları ile USD karşılıklarının hesaplaması

sonucunda 2017 yıl sonu itibarıyla Diğer Faaliyet Giderleri'nin 0,3 milyon USD seviyesinde olacağı öngörülmektedir.

2014 - 2017/09 dönemleri itibarıyla artan Liman Hizmet Gelirleri'nde meydana gelen artışa karşın aynı seviyelerde seyreden Diğer Faaliyet Giderleri, İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında muhafazakar yaklaşımla 2018 ve sonraki dönemler için ABD enflasyonu beklentileri oranında (asgari %2,10 azami %2,60 ortalama %2,31) artırılmıştır.

2.3.2.4 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler

Trabzon Liman İşletmesi'nin gelir ve giderleri içinde; Liman Hizmet Gelirleri, Kira Gelirleri, Satışların Maliyeti ve Faaliyet Giderleri dışında Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler bulunmaktadır. Söz konusu gelir ve giderlere ilişkin sınıflama ilgili bölümde detaylı olarak açıklanmıştır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler altında Şirket'in SGK tahakkuklarını düzenli ödemesinden dolayı 5084 nolu kanun kapsamında faydalandığı "sigorta primi işveren paylarında teşvik" istisnası yer almaktadır. 2014 - 2017/09 dönemleri itibarıyla söz konusu gelirler Satışların Maliyeti ve Genel Yönetim Giderleri altında yer alan Personel Giderleri'nin yaklaşık %4,4'üne karşılık gelmektedir. 2017/09 itibarıyla 0,1 milyon USD seviyesinde olan ve aynı dönemde gerçekleşen toplam Personel Giderleri'nin %4,41'ine karşılık gelen Erken Ödeme İskonto Gelirleri'nin 2017 yıl sonu ile 2018 ve sonraki dönemlerde de toplam Personel Gideri'nin %4,41'i oranında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler altında en büyük paya sahip olan Bağış ve Yardımlar, Şirket Yönetim Kurulu'nun yapılacak ilk genel kurulda onaya sunacağı ve hakim ortakların olumlu oy kullanacaklarını taahhüt ettikleri Bağış ve Yardım Politikası uyarınca bir önceki yılın Net Dönem Karı'nın %3,00'ünü aşamayacaktır. Bu itibarla, İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında; hesaplanan Esas Faaliyet Karı'nın ilgili yılda geçerli olan Kurumlar Vergisi Oranı ile düzeltilmesi sonucu öngörülen Net Kar üzerinden her yıl %3,00 oranında Bağış ve Yardım gideri öngörüsünde bulunulmuştur.

2.3.2.5 Sabit Kıymet Yatırımları

Trabzon Liman İşletmesi, mevcut durumda sahip olduğu makine-ekipman ve altyapı yatırımları ile 10 milyon ton elleçleme hacmine sahiptir. 2017 yıl sonu itibarıyla elleçlenemesi beklenen yük

miktarı 3,04 milyon ton seviyesindedir. Muhafazakar yaklaşımla elleçleme ve fiyat değişimlerinin bileşik etkisini yansıtan yıllık %3,00 seviyesindeki Liman Hizmet Gelirleri büyümesi ve 10 milyon tonluk mevcut kapasite dikkate alındığında 20.11.2033 tarihine kadar yapılacak sabit kıymet yatırımlarının görece sınırlı olması beklenmektedir. Bu itibarla 2018 - 2031 döneminde her yıl Liman Hizmet Gelirleri'nin %2,00'si oranında sabit kıymet yatırımı yapılacağı varsayılmıştır. 2032 ve 2033 yıllarında ise söz konusu oran %0,50 olarak dikkate alınmıştır.

2.3.2.6 Amortisman Giderleri

Şirket'in maddi ve maddi olmayan varlıklarına ilişkin amortisman giderleri oluşmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında amortisman giderleri Türk Lirası olarak hesaplanmış, ilgili dönemlerde gerçekleşmesi beklenen ortalama USD/TL kurları üzerinden USD'ye çevirilmiştir.

Maddi Duran Varlıklar; Yer Altı Yer Üstü Düzenleri, Makine-Tekizizat, Taşıtlar, Döşeme-Demirbaş, Özel Maliyetler'den oluşmaktadır. Özel Maliyetler altında takip edilen maddi duran varlıklar, Şirket'in liman sahası üzerinde kendi imkanları ile inşaa ettiği ancak işletme hakkı süresi sonu olan 20.11.2033 tarihinde terk edeceği yapılardır. Söz konusu yapılara örnek olarak kapalı ambarlar gösterilebilir. Her bir maddi duran varlık grubu, 2017/09 Bağımsız Denetim Raporu'nda yer alan amortisman giderinin yıllıklandırılarak, dönem başı maliyete bölünmesiyle bulunan orana göre gelecek yıllarda giderleştirilmiştir. Gelecek dönemlerde yapılacak sabit kıymet yatırımlarının Makine-Tekizizat grubuna ait olacağı öngörülmüş, söz konusu yatırımlar için de söz konusu gruba ait oranlar üzerinden amortisman gideri oluşturulmuştur.

Maddi Olmayan Duran Varlıklar'ın tamamına yakını İşletme Hakkı'ndan oluşmaktadır. 2017 yıl sonu itibarıyla oluşacak Maddi Olmayan Duran Varlıkların net defter değeri kalan işletme süresi boyunca her yıl eşit tutarda amortisman gideri olarak yansıtılmıştır.

2.3.2.7 Kurumlar Vergisi

Kurumlar Vergisi Oranı, 2017 yılı için %20,0 , 2018 - 2019 - 2020 yılları için %22,0 , 2021 yılından 20.11.2033 tarihine kadar ise %20,0 olarak öngörülmüştür.

Şirket'in 2015 yılında satın aldığı 2.800 HP beygir gücüne sahip olan Albayrak 61 adlı römorkörü Türk Uluslararası Gemi Sicili'ne ("TUGS") kayıtlıdır. 23.06.2000 tarih ve 24088 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Türk Uluslararası Gemi Sicili Yönetmeliği'nin 26. Maddesi'nin a)

fıkrasının 1. bendi uyarınca TUGS'a tescilli gemilerin ve yatların işletilmesinden ve devrinden sağlanan kazançlar gelir ve kurumlar vergisi ile fonlardan istisnadır. 2017 yılının ilk 9 ayında Şirket'in Römorkaj geliri 0,94 milyon USD seviyesindedir. Liman Hizmet Gelirleri'nde 2017/09 - 2017 yıl sonu itibarıyla öngörülen artışın Römorkaj gelirine uygulanması sonucunda yıl sonu Römorkaj geliri 1,27 milyon USD olarak tahmin edilmiştir. 2018 ve sonrası için de söz konusu gelirleri Liman Hizmet Gelirleri için öngörülen %3,00 seviyesinde büyüyeceği varsayılmıştır. Şirket, 2016 yılında elde ettiği Römorkaj gelirlerinin yaklaşık %92'sini Kurumlar Vergisi'nden istisna etmiştir. Bu itibarla, her yıl Şirket'in Römorkaj Gelirleri'nin %92'sinin Kurumlar Vergisi matrahından istisna edileceği öngörülmüştür.

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 10. Maddesine göre Şirketler; genel ve özel bütçeli kamu idarelerine, il özel idarelerine, belediyelere ve köylere, Bakanlar Kurulunca vergi muafiyeti tanınan vakıflara ve kamu yararına çalışan dernekler ile bilimsel araştırma ve geliştirme faaliyetinde bulunan kurum ve kuruluşlara makbuz karşılığında yapılan bağış ve yardımların toplamının o yıla ait kurum kazancının %5'ine kadar olan kısmını Kurumlar Vergisi matrahından indirebilmektedirler. Bu itibarla; Şirket'in her yıl bir önceki yılın Net Dönem Karı'nın %3,00'ü olarak öngörülen Bağış ve Yardım tutarlarının kanunda belirtilen %5'lik sınır içinde kalması nedeniyle Kurumlar Vergisi Matrah'ından indirileceği öngörülmüştür.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No 141 Kat: 9
Etiler/Beşiktaş/İSTANBUL
V.No: 291100/0001 Tic. Sic. No: 266640
www.denizyatiirim.com.tr
Mersis No: 08010010000000000000000000

2.3.2.8 İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli

2.3.2.8.1 Esas Faaliyetlerden Gelir ve Giderler

Milyon USD	2014	2015	1.1-30.09 2016/09	2016	1.1-30.09 2017/09	2017 T	2018 T	2019 T	2020 T	2021 T	2022 T
Net Satışlar	19,2	18,4	12,2	16,8	14,8	20,0	20,6	21,2	21,8	22,5	23,2
Liman Hizmet Gelirleri	14,2	16,0	12,1	16,6	14,4	19,5	20,0	20,6	21,3	21,9	22,6
Kira Gelirleri	5,0	2,4	0,2	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
12 Aylık Değişim		12,8%		3,7%	19,4%	17,2%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
12 Aylık Değişim		-51,6%		-90,3%	122,5%	129,6%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Satışların Maliyeti - Amortisman Hariç	5,5	5,0	4,4	5,9	4,2	5,6	5,7	5,9	6,0	6,2	6,4
Personel Giderleri	2,9	2,8	2,5	3,3	2,6	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9
12 Aylık Değişim		-2,7%		16,8%	2,3%	1,9%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
Liman Hizmet Giderleri	2,6	2,2	1,9	2,6	1,6	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5
12 Aylık Değişim		-13,7%		17,7%	-15,0%	-16,1%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Brüt Kar - Amortisman Hariç	13,7	13,4	7,8	10,9	10,6	14,4	14,9	15,3	15,8	16,3	16,8
Brüt Kar Marjı - Amortisman Hariç	71%	73%	64%	65%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
Brüt Kar Marjı - Kira ve Amortisman Hariç	61%	68%	63%	64%	71%	71%	71%	72%	72%	72%	72%
Faaliyet Giderleri - Amortisman Hariç	0,9	0,8	0,7	1,0	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Personel Giderleri	0,6	0,6	0,5	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
12 Aylık Değişim		-8,7%		14,7%	-10,5%	-9,0%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Diğer Faaliyet Giderleri	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
12 Aylık Değişim		-21,5%		28,2%	-4,0%	-4,0%	2,10%	2,60%	2,40%	2,20%	2,30%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir	1,5	0,6	0,5	0,7	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Erken Ödeme İskonto Geliri	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Personel Giderine Oranı	4,37%	3,82%	4,47%	4,49%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%
Diğer	1,3	0,4	0,4	0,5	0,3	0,3					
Esas Faaliyetlerden Diğer Gider	2,4	2,7	1,9	2,4	1,7	2,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Bağış ve Yardımlar	0,6	1,5	0,9	1,2	0,8	1,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Önceki Yılın Net Karına Oranı (Esas Faaliyet Karı x (1- Vergi Oranı))		14,6%		15,5%		20,1%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Diğer	1,9	1,2	1,0	1,2	0,9	0,9					
Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FAVÖK)	11,9	10,5	5,7	8,3	8,7	12,1	13,9	14,3	14,8	15,2	15,7
FAVÖK Marjı	62%	57%	47%	49%	59%	60%	68%	68%	68%	68%	68%
FAVÖK - Bağış ve Yardımlar Hariç	12,5	12,0	6,6	9,4	9,5	13,1	14,2	14,6	15,1	15,5	16,0
FAVÖK Marjı - Bağış Hariç	65%	65%	54%	56%	64%	66%	69%	69%	69%	69%	69%
Amortisman ve İtfâ Payları	1,4	1,2	1,0	1,4	1,5	2,0	2,0	2,0	1,9	0,9	0,8
Esas Faaliyet Karı	10,4	9,3	4,8	6,8	7,2	10,0	11,9	12,4	12,9	14,3	14,8

Milyon USD	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	1.1-20.11 2033 T
Net Satışlar	23,9	24,6	25,3	26,1	26,9	27,7	28,5	29,4	30,2	31,1	28,5
Liman Hizmet Gelirleri	23,2	23,9	24,6	25,4	26,1	26,9	27,7	28,6	29,4	30,3	27,7
Kira Gelirleri	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
12 Aylık Değişim	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
12 Aylık Değişim	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Satışların Maliyeti - Amortisman Hariç	6,6	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0	8,2	8,5	7,7
Personel Giderleri	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	4,9	5,1	4,6
12 Aylık Değişim	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
Liman Hizmet Giderleri	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,1
12 Aylık Değişim	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Brüt Kar - Amortisman Hariç	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	72%	72%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%
Brüt Kar Marjı - Kira ve Amortisman Hariç	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
Faaliyet Giderleri - Amortisman Hariç	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1
Personel Giderleri	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
12 Aylık Değişim	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Diğer Faaliyet Giderleri	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
12 Aylık Değişim	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
Erken Ödeme İskonto Geliri	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
Personel Giderine Oranı	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%
Diğer											
Esas Faaliyetlerden Diğer Gider	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Bağış ve Yardımlar	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Önceki Yılın Net Karına Oranı (Esas Faaliyet Karı x (1- Vergi Oranı))	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Diğer											
Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FAVÖK)	16,1	16,6	17,2	17,7	18,2	18,8	19,4	20,0	20,6	21,3	19,4
FAVÖK Marjı	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%
FAVÖK - Bağış ve Yardımlar Hariç	16,5	17,0	17,5	18,1	18,7	19,2	19,8	20,4	21,1	21,7	19,9
FAVÖK Marjı - Bağış Hariç	69%	69%	69%	69%	69%	69%	70%	70%	70%	70%	70%
Amortisman ve İtfâ Payları	0,9	0,9	0,9	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
Esas Faaliyet Karı	15,3	15,8	16,3	16,8	17,6	18,2	18,8	19,4	20,0	20,7	18,9

2.3.2.8.2 Serbest Nakit Akımları

Nakit Akımları Milyon USD	30.09 - 31.12								
	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Esas Faaliyet Karı	2,8	11,9	12,4	12,9	14,3	14,8	15,3	15,8	16,3
FAVÖK	3,3	13,9	14,3	14,8	15,2	15,7	16,1	16,6	17,2
Sabit Kıymet Yatırımları	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Liman Hizmet Gelirlerine Oranı		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Kurumlar Vergisi	0,5	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9
Vergi Oranı	20,0%	22,0%	22,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Serbest Nakit Akımı	2,8	11,2	11,5	11,8	12,2	12,6	13,0	13,4	13,8

Nakit Akımları Milyon USD	1.1 - 20.11						
	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Esas Faaliyet Karı	16,8	17,6	18,2	18,8	19,4	20,0	20,7
FAVÖK	17,7	18,2	18,8	19,4	20,0	20,6	21,3
Sabit Kıymet Yatırımları	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,2
Liman Hizmet Gelirlerine Oranı	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	0,50%
Kurumlar Vergisi	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,6	3,7
Vergi Oranı	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Serbest Nakit Akımı	14,2	14,6	15,0	15,5	16,0	16,5	17,4

2.3.2.8.3 Net Finansal Borç

Trabzon Liman İşletmesi'nin net finansal borcunun hesaplanmasında 30.09.2017 tarihli denetimden geçmiş finansal tabloları kullanılmıştır. Söz konusu finansal tablolarda Türk Lirası olarak yer alan finansal veriler, 30.09.2017 tarihli USD/TL kuru olan 3,5521 ile USD'ye çevrilmiştir. Net Finansal Borç hesaplamasında dikkate alınan bilanço kalemleri ile bunlardan önemli büyüklüklere sahip olanlara ilişkin açıklamalar aşağıda yer almaktadır.

Bilanço Kalemi	Milyon USD
Nakit ve Benzerleri (-)	0,03
İlişkili Taraflardan Alacaklar (-)	22,6
Uzun ve Kısa Vadeli Finansal Borçlar	7,5
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	0,7
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	0,5
Ertelenmiş Gelirler	3,3
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	2,3
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1,5
Diğer Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,2
NET BORÇ	-2,6

İlişkili Taraflardan Alacaklar, Şirket'in Ana Ortağı Albayrak Turizm Seyahat İnşaat Ticaret A.Ş.'ye ("Albayrak Turizm") finansman amacıyla verilen tutarlardan oluşmaktadır. Söz konusu alacaklar halka arz izahnamesinde yer alacak esaslar çerçevesinde tahsil edilecektir.

Uzun ve Kısa Vadeli Finansal Borçlar, Şirket'in ana ortağı Albayrak Turizm'e ödediği temettü avansları ile finansman amacıyla verilen tutarların finanse edilmesi amacıyla kullanılmış olan banka kredilerinden oluşmaktadır.

DENİZ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Buyukçekirgeç Cad. No: 141 Kat: 5
Etiler - Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 264110 Şirket Sic. No: 264110
www.denizyatiirim.com
Mersis No: 020101407500000000

İlişki Taraflara Borçlar'ın tamamına yakını Şirket ortaklarından Ereğli Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye olan temettü borçlarından oluşmaktadır.

Ertlenemiş Gelirler'in tamamına yakın kısmı Şirket'in ilişkili taraflarından olan ve Trabzon Liman sahası içinde bulunan Trabzon Serbest Bölgesi'ni işleten Transbaş Trabzon Serbest Bölge İşletmecisi A.Ş.'den alınan avanslardan oluşmaktadır.

İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar altında dikkate alınan tutar Şirket'in borç senedi ile satın almış olduğu sabit kıymetten kaynaklanmaktadır. Söz konusu borç kısa ve uzun vadeli senetlerden oluşmaktadır.

Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü, Şirket'in 30.09.2017 itibarıyla elde ettiği ticari kar üzerinden ödemekle yükümlü olduğu Kurumlar Vergisi tutarını ifade etmektedir.

Diğer Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler'in tamamına yakını Şirket'in yapılandırma ile taksitlendirilmiş Kurumlar Vergisi ve Katma Değer Vergisi borçlarından oluşmaktadır.

Yukarıda yer alan tablo ve açıklamalar çerçevesinde Şirket'in 30.09.2017 itibarıyla Net Finansal Borcu -2,6 milyon USD seviyesindedir. Diğer bir ifade ile söz konusu tarih itibarıyla Şirket'in net finansal borcu bulunmamakta ve alacakları borçlarından 2,6 milyon USD yüksek seviyededir.

2.3.2.8.4 İndirgeme Oranı

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre bir şirketin değeri, söz konusu şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında indirgeme oranı olarak "ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti" ("AOSM") kullanılmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır.

Trabzon Liman İşletmesi'nin 30.09.2017 tarihli bağımsız denetimden geçmiş bilançosuna göre Şirket'in net finansal borcu bulunmamaktadır. Şirket, ana ortağı Albayrak Turizm'den olan alacakları halka arz izahnamesinde yer alacak esaslar çerçevesinde tahsil edecektir. Ayrıca Şirket, yarattığı nakit akımlarıyla ihtiyaç duyabileceği sınırlı düzeydeki sabit sermaye yatırımlarını da finanse edebilmektedir. Bu itibarla Şirket'in gelecek dönemlerde de borçlanmaya ihtiyaç duymayacağı değerlendirilmektedir. Söz konusu borç / özkaynak yapısının sonucu olarak nakit akımlarının bugünkü değerinin tespitinde kullanılacak indirgeme oranı; Borçlanma Maliyeti

dikkate alınmayarak sadece Özsermaye Maliyeti olarak belirlenmiştir. Özsermaye Maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

R_e = Özsermaye Maliyeti

R_f = Risksiz Getiri Oranı

R_m = Piyasadan Beklenen Getiri Oranı

Risk Primi = $(R_m - R_f)$ Piyasadan Beklenen Getiri ile Risksiz Faiz Oranı Farkı

β (Beta) = İşlem gören menkul kıymetlerin işlem gördükleri piyasaya göre risk seviyesi

$R_e = R_f + (\beta \times \text{Risk Primi})$

İndirgeme Oranı olarak kullanılan Özsermaye Maliyeti'nin hesaplanmasında;

Risksiz Getiri Oranı (R_f) olarak Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi tarafından ihraç edilmiş olan 14.02.2034 vadeli US900123AT75 ISIN kodlu USD cinsinden Eurobond'un 26.12.2017 tarihli alış ve satış getirileri ortalaması olan %5,7885 kullanılmıştır.

Risk Primi ($R_m - R_f$) Akademik çalışmalarda Risk Primi'nin tespit edilmesinde kullanılan yöntemlerden "tarihsel getiriler" in Türkiye'de sermaye piyasalarının oldukça kısa bir geçmişe sahip olması nedeniyle uygulamasında zorluklar bulunmaktadır. Bu nedenle Risk Primi'nin tespit edilmesinde dünya piyasalarının incelendiği akademik çalışmalar² ile piyasada genel kabul görmüş uygulamalar dikkate alınarak %5,00 öngörüsünde bulunulmuştur.

Beta (β) değeri, Borsa İstanbul'da işlem göre liman işletmesi bulunmaması nedeniyle yurt dışı borsalarda işlem gören liman işletmelerinin Beta değerlerinden faydalanılarak tespit edilmiştir. Sistematik riski ifade eden Beta, şirketlerin borç/özkaynak dengesinde ve tabi oldukları vergi oranından etkilenmektedir. Bu nedenle borçlu ve borçsuz şirketlerin Beta değerlerini karşılaştırılabilir hale getirmek üzere Beta değerleri, şirketlerin borç/özkaynak oranı ile tabi oldukları kurumlar vergisi oranları kullanılarak borçtan arındırılmak suretiyle "kaldıraçsız beta" hesaplanmaktadır.

Kaldıraçsız Beta = $\text{Beta} / [1 + ((1 - \text{Vergi Oranı}) \times (\text{Borç} / \text{Özkaynak}))]$

Hesaplanan "kaldıraçsız beta" değeri hesaplanan şirketin borç/özkaynak dengesi ve tabi olduğu vergi oranı ile kaldıraçlandırılarak, özkaynak maliyetinde kullanılacak Beta değerine ulaşılmaktadır.

² Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, "Global Evidence of the Equity Risk Premium" Journal of Applied Corporate Finance (Fall 2003), pp 27 – 38
Jeremy J. Siegel "Perspectives on the Equity Risk Premium" Financial Analyst Journal, Vol.61, No.6

Aşağıdaki tabloda görüleceği üzere benzer şirketlerin kaldıraçlı Beta değerleri 0,80 , kaldıraçsız beta değerleri ise 0,60 seviyesindedir. Trabzon Liman İşletmesi'nin son finansal tablolarında yer alan finansal borçların ana ortağına finansman sağlamak amacıyla kullanıldığı ve gelecek dönemler itibarıyla Şirket'in finansal borcu olmayacağı değerlendirilmektedir. Bu verilere göre muhafazakar yaklaşımla Beta değeri 0,80 olarak dikkate alınmıştır.

Şirket - 26.12.2017	Kaldıraçlı Beta (β)	Kaldıraçsız Beta (β)	Borç / Özkaynak	Resmi Vergi Oranı
Piraeus Port Authority SA (PPA GA)	0,80	0,62	0,40	29%
Luka Koper (LKPG SV)	1,19	0,93	0,34	19%
Thessaloniki Port Authority SA (OLTH GA)	0,85	0,85	0,00	29%
Dong Nai Port JSC (PDN VN)	0,43	0,26	0,79	20%
South Port New Zealand Ltd (SPN NZ)	0,79	0,67	0,26	28%
Puerto Ventanas SA (VENTANA CI)	0,75	0,49	0,68	26%
Bintulu Port Holdings Bhd (BPH MK)	0,67	0,32	1,45	24%
Global Ports Holding PLC (GPH LN)	a.d.	a.d.	1,29	20%
Eurokai GmbH & Co KGaA	1,01	0,81	0,33	30%
Puertos y Logística SA	0,48	0,27	1,05	26%
Median	0,79	0,62		
Ortalama	0,77	0,58		
Piyasa Değerlerine Göre Ağırlıklı Ortalama	0,85	0,63		

Global Ports Holding PLC Beta'sı işlem görme süresi 1 yıldan kısa olduğu için dikkate alınmamıştır.

Kaynak: Bloomberg

Yukarıda belirtilen değerlere göre Şirket'in serbest nakit akımlarının indirgenmesinde indirgeme oranı olarak kullanılan Özsermaye Maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır

$$\begin{aligned} \text{Risksiz Getiri} + (\text{Beta} \times \text{Risk Primi}) &= \text{İndirgeme Oranı} \\ \text{Özsermaye Maliyeti} &= \%5,79 + (0,80 \times \%5,00) = \%9,79 \end{aligned}$$

Yukarıda detayları açıklanan şekilde %9,79 olarak hesaplanan indirgeme oranı %10,00 olarak dikkate alınmıştır.

2.3.2.8.5 Firma Değeri ve Şirket Değeri

Trabzon Liman İşletmesi'nin 30.09.2017 - 20.11.2033 arasında elde edeceği serbest nakit akımlarının değeri Şirket'in Firma Değeri'ni ifade etmektedir. Firma Değeri'nden 30.09.2017 tarihi itibarıyla Şirket bilançosunda yer alan -2,6 milyon USD seviyesindeki net finansal borcun düşülmesi suretiyle Şirket Değeri'ne ulaşılmaktadır. (Nakit akımlarının indirgendiği tarih 30.09.2017'dir) Şirket'in liman işletme hakkı süresinin dolmasından sonra nakit akımı yaratmayacağı varsayılmış ve muhafazakar yaklaşımla ilgili tarihte Şirket aktifinde yer alacak makine-ekipman için de herhangi bir değer öngörüsünde bulunulmamıştır.

Nakit Akımları Milyon USD	30.09 - 31.12	2017 T	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	1.1 - 20.11
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	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,2	0,1	
Liman Hizmet Gelirlerine Oranı		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	0,50%	0,50%
Kurumlar Vergisi	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	
Vergi Oranı	20,0%	22,0%	22,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
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	
İndirgeme Katsayısı	0,976	0,888	0,807	0,733	0,667	0,606	0,551	0,501	0,455	0,414	0,376	0,342	0,311	0,283	0,257	0,233	0,215	
İndirgenmiş Serbest Nakit A.	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	
%10,00 İndirgeme Oranı İle İndirgenmiş Serbest Nakit A.Toplamı																		104,2

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarının 30.09.2017 tarihli olması nedeniyle Serbest Nakit Akımları bu tarihe indirgenmiştir. İndirgeme Katsayısı hesaplaması örnek dönemler için aşağıda açıklanmıştır:

Örnek Dönem	Hesaplama Formülü ve Uygulama		İndirgeme Katsayısı
31.12.2017 – 30.09.2017	$1 / [(1+0,10)^{((31.12.2017 - 30.09.2017)/365)}]$	$1 / [(1,10) ^ { (92 \text{ gün} \ / \ 365) }]$	0,976
31.12.2018 – 30.09.2017	$1 / [(1+0,10)^{((31.12.2018 - 30.09.2017)/365)}]$	$1 / [(1,10) ^ { (457 \text{ gün} \ / \ 365) }]$	0,888
20.11.2033 – 30.09.2017	$1 / [(1+0,10)^{((20.11.2033 - 30.09.2017)/365)}]$	$1 / [(1,10) ^ { (5895 \text{ gün} / 365) }]$	0,215

Şirket Değeri hesaplamasında indirgeme oranı için duyarlılık analizi yapılmıştır. Buna göre aşağıdaki tabloda %10,00 olarak kabul edilen indirgeme oranının 25 baz puan yüksek ya da düşük olması durumunda oluşacak Şirket Değerleri de yer almaktadır.

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

3. Sonuç

Trabzon Liman İşletmesi'nin Şirket Değeri İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'ne göre **106,8 milyon USD karşılığı 406,1 milyon TL³** 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 **%19,8⁴** halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri **15,50 TL** olarak belirlenmiştir.

Aşağıdaki tabloda; Trabzon Liman İşletmesi için belirlenen Halka Arz Şirket Değeri ("HAŞD") ve bu değere 30.09.2017 tarihli Net Borç tutarının eklenmesiyle hesaplanan Halka Arz Firma Değeri ("HAFD")'nin; İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde yer verilen; 2017 ve 2018 yılları tahmini FAVÖK ile 2016 yıl sonu ve 2017/09 dönemleri itibarıyla bağımsız denetimden geçmiş

³ 26.12.2017 tarihinde TCMB internet sitesinde ilan edilen USD/TL Alış Kuru 3,8029 TL

⁴ Birim pay değerinin Türk Lirası olarak belirlenmiş olması nedeniyle halka arz iskontosu USD/TL kurlarına göre değişiklik gösterebilir.

mali tablolarla yer alan verilerden hesaplanan 2017/09 12 Aylık Net Kar verilerine göre oluşan FD/FAVÖK ve PD/Net Kar çarpanları, Çarpan Analizi Yöntemi bölümünde yer alan benzer şirketlere ait çarpanlarla karşılaştırma olanağı sağlamak üzere bilgi amaçlı olarak yer almaktadır.

Değer	Halka Arz Şirket Değeri (HAŞD)	Halka Arz Firma Değeri (HAFD)	2017T FAVÖK	2017/09 12 Aylık Net Kar	2018T FAVÖK
Milyon USD	85,6	83,0	12,1	8,7	13,9

Çarpan	HAFD / 2017T FAVÖK	HAŞD / 12 Aylık Net Kar	HAFD / 2018T FAVÖK
Çarpan Değeri	6,9x	9,9x	6,0x

DENİZ YATIRIM
MENKUL KİMYETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No 141 Kat: 5
Etiler - Beşiktaş / İstanbul
V.No: 297107833 Gic. Sic. No: 27220
www.denizyatirim.com.tr
Mersis No: 08040010783000000000000000