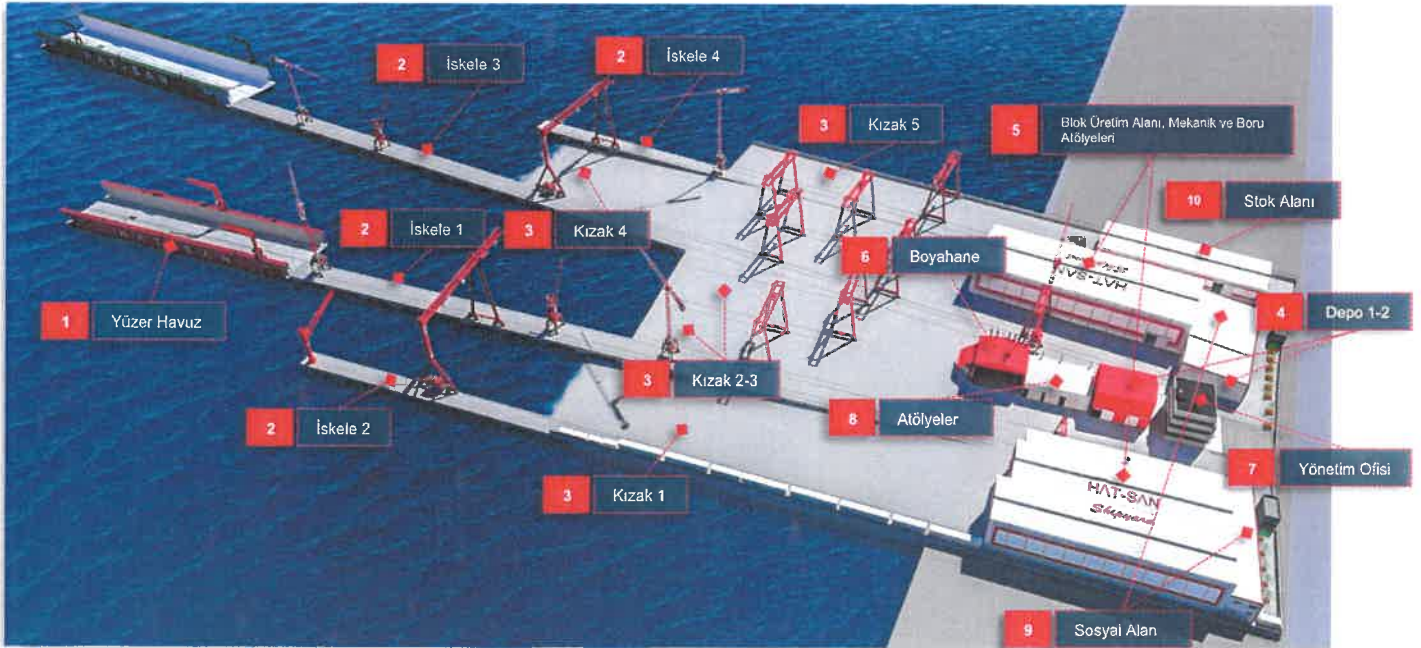




# Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.

## Fiyat Tespit Raporu

26 Temmuz 2023



<b>İçindekiler</b>	<b>Sayfa</b>
• <b>Kısaltmalar</b>	<b>3</b>
• <b>Raporun Amacı &amp; Etik İlkeler</b>	<b>4</b>
• <b>Yönetici Özeti</b>	<b>6</b>
• <b>Temel Yatırım Unsurları</b>	<b>9</b>
• <b>Riskler</b>	<b>11</b>
• <b>Şirket Profili</b>	<b>13</b>
• <b>Satışlar</b>	<b>20</b>
• <b>Finansal Analiz</b>	<b>22</b>
• <b>Değerleme Yöntemleri</b>	<b>37</b>
• <b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>	<b>38</b>
• <b>Piyasa Çarpanları</b>	<b>49</b>
• <b>Nihai Değer</b>	<b>52</b>
• <b>Sektör</b>	<b>53</b>

## KISALTMALAR

### Kısaltma

<b>A.Ş.</b>	Anonim Şirket
<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>A.B.D.</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>ABD Doları, USD</b>	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
<b>AOSM</b>	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
<b>AR-GE</b>	Araştırma ve geliştirme
<b>ÖBDR</b>	Özel Bağımsız Denetim Raporu
<b>BİST</b>	Borsa İstanbul
<b>CEO</b>	İcra Komitesi Başkanı
<b>CRR</b>	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
<b>EBITDA</b>	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
<b>EBIT</b>	Esas Faaliyet Karı
<b>EV</b>	Firma Değeri
<b>EVA</b>	Ekonomik Katma Değer
<b>FVFM</b>	Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
<b>GSYH</b>	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>IACS</b>	International Association of Classification Societies
<b>İMEAK</b>	İstanbul ve Marmara, Ege, Akdeniz, Karadeniz Bölgeleri
<b>İNA</b>	İndirgenmiş nakim akımları
<b>Info Yatırım</b>	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
<b>Kurul, SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>KKO</b>	Kapasite Kullanım Oranı
<b>M.D.</b>	Mevcut Değil
<b>ROA</b>	Aktif Karlılık
<b>ROIC</b>	Yatırımın Getirisi
<b>ROE</b>	Özkaynak Getirisi
<b>SGK</b>	Sosyal Güvenlik Kurumu
<b>SMM</b>	Satılan Malın Maliyeti
<b>TL</b>	Türk Lirası
<b>TUGS</b>	Türk Uluslararası Gemi Sicili
<b>YBBO</b>	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

## RAPOR ÖZETİ

### Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Şirket) arasında 8 Mayıs 2023'te imzalanan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

### Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

### Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Mitra Bağımsız Denetim A.Ş. (Eski unvanı: Abaküs Bağımsız Denetim A.Ş.) (2020-2021-2022) ve Ser & Berker Bağımsız Denetim A.Ş. (2022/03-2023/03) tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporlarına, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve diğer verilere dayanmaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Info Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

### Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.



## Değerleme Tarihi & Rapor Tarihi

Değerleme tarihi 14 Temmuz 2023 olup rapor tarihi 26 Temmuz 2023'tür.

## Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

## Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgilil ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

## Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

## Değerleme Çalışmasını Yöneten Uzmanlara İlişkin Bilgiler

### Hüseyin GÜLER, Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin Güler, 2006 yılında Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümünden mezun olup, 2010 yılında Marmara Üniversitesi'nde Sermaye Piyasası alanında yüksek lisans derecesine sahip olmuştur. 2005 – 2013 yılları arasında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman ve Araştırma departmanlarında görevler üstlenmiştir. 2005 yılından itibaren yapılan gerek lider olarak gerekse de konsorsiyum üyesi olarak girilen halka arzlarda aktif rol almış, şirket değerlemesi, halka arz, sermaye artırımına aracılık, pay alım teklifi projelerinde çeşitli görevler üstlenmiştir. Mart 2013 – Nisan 2019 dönemleri arasında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman müdürü olarak görev yapmış olan Hüseyin GÜLER, 9 şirketin halka arz projesi, 2 şirketin de özel sektör bono ihracı projelerinde görev almıştır. Bununla birlikte halka arz konsorsiyum üyelikleri, sermaye artırım, pay alım teklifi ve ayrılma hakkı işlemlerine aracılık, marka ve şirket değerlemesi projelerini aktif olarak yürütmüştür. 2019 yılı Nisan ayından itibaren Info Yatırım'da kurumsal finansmandan sorumlu genel müdür yardımcısı olarak görev yapan Hüseyin Güler, Info Yatırım bünyesinde 17 şirketin halka arz projesi, 7 şirketin özel sektör bono ihracı, çeşitli şirketlerin sermaye artırım, pay alım teklifi & ayrılma hakkı ve değerlendirme projelerini yürütmüş olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı'na sahiptir.

### Temur KAYHAN, Kurumsal Finansman Departmanı Müdürü

Boğaziçi Üniversitesi Matematik bölümünden 2007 yılında mezun olmuştur. 2010 yılında Bilgi Üniversitesinde finans masterını 2017 yılında Yeditepe Üniversitesinde finansal iktisat alanında doktorasını tamamlamıştır. İş hayatına 2007-2010 yılları arasında Kuveyttürk Katılım bankasında Hazine analisti olarak başlamıştır. Bu süre zarfında bankanın döviz pozisyonun yönetilmesinde, türev ürünlerin fiyatlanmasında, geliştirilmesinde ve müşterilere uygun türev ürün çözümlerinin tespit edilmesinde görev almıştır. 2011 yılında Bizim Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman ve araştırma departmanında sermaye piyasalarına adım atmıştır. Bu dönem zarfında çok sayıda halka arz, bedelli sermaye artışı, proje finansmanı ve due dilligence projesinde yer almıştır. 2017 sonunda Bahreyn merkezli Investrade Portföy Yönetim A.Ş.'nin kuruluşu ve lisans alım sürecini yönetmiş ve kurucu portföy yöneticisi olarak çalışmaya başlamıştır. Toplamda 25 milyon USD tutarındaki fonun yönetimini gerçekleştirmiştir. 2020 Aralık ayında Info Yatırım'da kurumsal finansman departmanında kurumsal finansman müdürü olarak çalışmaya başlamıştır. 2021-2023 yılları arası dönemde 17 şirketin halka arzında görev almıştır. 16 yıllık finansal piyasalar tecrübesi bulunmaktadır.

## HAT-SAN FİYAT TESPİT RAPORU

## Artan Kapasite, Güçlü İhracat Yapısı ve Vergi İstisnaları

1 2008 yılında kuruldu. Şirket, Pkr Gemi İnşaa ve Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla 08.07.2008 tarihinde kurulmuş olup 2013 yılında Şirket unvanı Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Şirket, Yalova ili Altınova ilçesinde 108.974,51 m2 üzerine kurulu 13.495,26 m2 kapalı alan ve 7.158,13 m2 alan üzerine kurulu 3.849,00 m2 kapalı alan olmak üzere iki farklı lokasyonda ana faaliyet alanı olan yeni gemi inşası, yüzer havuz inşası, gemi tamir bakımı ve gemi dönüşümü faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Şirket'in tersane alanları, yeni gemi inşaa faaliyetleri kapsamında, kuru yük, tanker, duba, yüzer havuz, balıkçı gemileri vb. geniş bir üretim çeşitliliğine sahipken diğer yandan 25.000 ton kaldırma kapasiteli yüzer havuz ile büyük taşıma kapasiteli gemilerin bakım onarımını yapabilmektedir. Cari durum itibari ile 188.037.093 TL sermayesi olan Şirket'in bünyesinde 3 adet iskele, 2 adet rıhtım, 5 adet kızak (1'i eğitimli), 1 adet 25.000 ton kaldırma kapasiteli yüzer havuz, 1 adet 300 ton kaldırma kapasiteli kreyn vinç, muhtelif kaldırma kapasitelerine sahip vinçler bulunurken 246 personel ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

2 A21 parsel ve yüzer havuz yatırımı ile artan kapasite. 2020 yılında etkisini göstermeye başlayan pandemi ve 2020 yılında başlayıp 2022 yılına kadar devam eden A21 parsel ve NB18 yüzer havuz yatırımlarının etkisi ile Şirket söz konusu dönemde gerçek potansiyelini gelir tablosuna yansıtamamıştır. A20 ve A21 parseller yan yana olup A21 parsel yatırımı ile Şirket'in toplam kullanılan alanı genişlemiştir. Ek olarak 2022 yılının Mayıs ayında NB18 yüzer havuz yatırımının tamamlanması ile 2022 yılının ikinci kısmından itibaren Şirket'in inşaa ve bakım & onarım yapabileceği gemi boyutu büyük boy gemiler düzeyine yükselmiştir. Pandemi etkinin ortadan kalması ve artan kapasitenin ciro ve karlılığı olumlu etkilemesi beklenmektedir.

3 Vergi istisnası ve artan kur finansalları olumlu etkilemekte. Şirket gelirlerinin tamamına yakını ihracat kaynaklı olup kurlardaki yükseliş faaliyet karlılığına olumlu yansımaktadır. Artan kur ciroya birebir yansırken maliyetlerin bir kısmının TL bazlı olması nedeniyle kar marjlarını da yukarı çekmektedir. 2023 Temmuz ayında başlayan kur hareketinin 2023 sonu finansallarını olumlu etkilemesi beklenmektedir. Ek olarak Şirket'in faaliyet alanı gereği sahip olduğu vergi teşvikleri nedeniyle efektif vergi oranı sifra yakın olup kurumlar vergisinin %25'e yükseldiği bir ortamda vergi istisnası Şirket için değer yaratıcı bir parametre olarak öne çıkmaktadır.

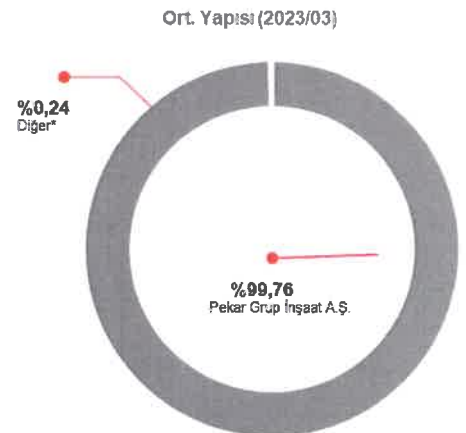
4 Değerleme. Şirket değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve 4.250 mn TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2023/03 gerçekleşen EBITDA ve net kar rakamlarına göre 8,5x EV/EBITDA ve 11,3x F/K çarpanlarına işaret etmektedir. Şirket gelirlerinin tamamına yakınının döviz cinsinden olması ve Temmuz 2023 kur hareketinin tam etkisinin 2024'e yansiyacak olması, A-21 parsel ve yüzer havuz yatırımının 2022 yılında kısmen devreye girmiş olması, sahip olunan vergi istisnası nedeniyle efektif vergi oranının düşük olması, portföye yeni dahil edilecek 107 mn dolarlık anlaşmanın 2024 ve 2025 büyümelerini destekleyecek olması, Şirket'in niş ve katma değerli bir alanda faaliyet gösteriyor olması ile sermaye gerekliliği anlamında sektöre giriş bariyerinin yüksek olması nedeniyle tespit edilen nihai değer makul olduğu kanaatindeyiz.

Gelir Tablosu (mTL)	2020	2021	2022	2023T
Net Satışlar	377,4	450,3	1.132,4	1.736,5
EBITDA	31,3	62,5	494,3	425,8
EBITDA Marjı	8%	14%	44%	25%
Net Kar	46,8	122,2	318,7	M.D

Değer	mTL
Piyasa Değeri	4.250
Net Borç	332
Firma Değeri	4.582
<b>Bilanço (mTL)</b>	<b>2023/03</b>
Dönen Varlıklar	594
Duran Varlıklar	743
Aktifler	1.337
Kısa Vadeli Borçlar	460
Uzun Vadeli Borçlar	497
Özkaynak	379
Finansal Borç	600

Değer Çarpanları	
EV/EBITDA 2023/03 4Ç	8,5x
F/K 2022/03 4Ç	11,3x
PD/DD 2023/03	1,2x
EV/Satış 2023/03	3,5x
Net Borç/EBITDA	0,6x

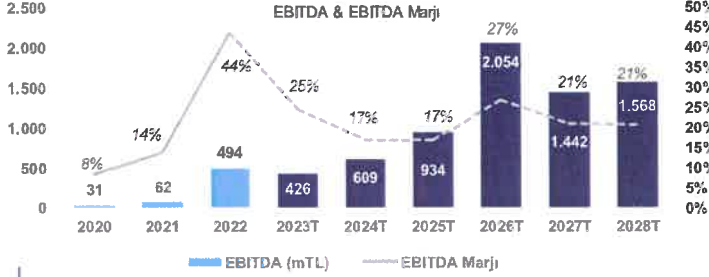
Piyasa Çarpanları 4Ç	EV/EBITDA
Yurtdışı Çarpanlar	9,2x
BIST Sınai	11,7x
HD Korea	17,3x
Cochin	8,1x
Endur	9,2x



\*: Diğer adı altında gösterilen ortaklar arasında %0,08'er pay ile Mehmed Halid İsmail PEPE, Mustafa Talha PEPE ve Mesud Abdurrahman PEPE bulunmaktadır.

## Yatırım Tezi

**Grafik:1** 2023 yılında yüzer havuz satışı olmaması nedeniyle EBITDA'da normalizasyon beklenirken önemli dönüşüm projelerinin devreye girmesi ile 2024 ve 2025'te büyüme beklenmektedir. 2026'da ise yüzer havuz satışı modele entegre edilmiştir.



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

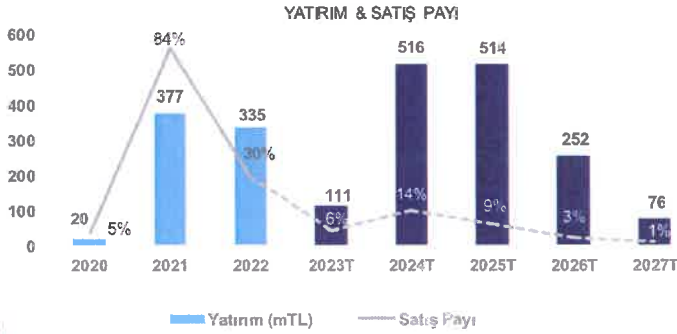
**Grafik:2** 2020-2023/03 döneminde güçlü mali veriler...

H Skor & Z Skor (Finansal Güç Ölçüsü)



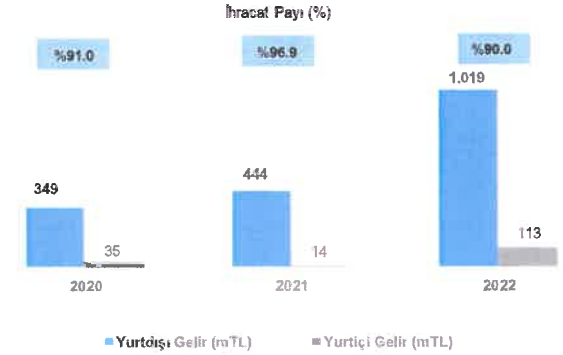
Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işaretleri verir.  
Kaynak: Şirketlerin Finansal Başarısızlık Risklerinin Tahmin Edilmesi, Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz

**Grafik:3** 2023'te bakım ve A21 parsel yatırımı öne çıkarken 2024-2025 arasında yeni yüzer havuz yatırımı planlanmaktadır...



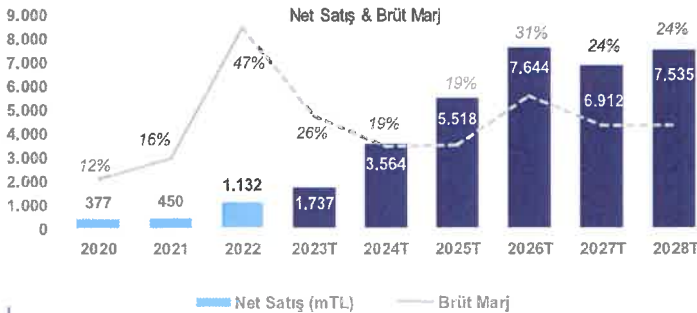
Kaynak: Şirket Tahminleri

**Grafik:4** Şirket gelirlerinin neredeyse tamamı ihracat bazlıdır...



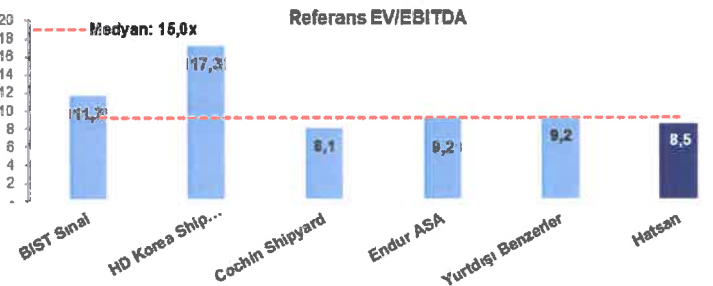
Kaynak: Şirket

**Grafik:5** Haziran 2023 itibarıyla 2023 gelir beklentisi önemli oranda gerçekleşebilir gözükmektedir. 2024 ve 2025'te dönüşüm projeleri etkili olurken 2026'da yüzer havuz satışı planlanmaktadır.



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik:6** Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet



## Değerleme

**Halka arz iskontosunu öncesi 5.335 m'n TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 4.250 m'n TL değere ulaşılmıştır. SPK lisanslı kurum tarafından Haziran 2023'te hazırlanan değerlendirme raporunun maddi duran varlıklara yansıtılması halinde Şirket'in 2023/03 özkaynakları 3,5 milyar TL olarak ölçülmüştür.**

**İNA'dan hesaplanan değere %50; Yurtdışı benzerler ve BİST Sınai çarpanlarından gelen değere sırasıyla %30 ve %20 ağırlık verilmiştir**

**Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2023/03'te gerçekleşen EBITDA ve net kar verilerine göre 8,5x EV/EBITDA ve 11,3x F/K çarpanlarına işaret etmektedir**

**Duyarlılık analizinde Şirket değer aralığı 2.826 m'n TL ve 7.057 m'n TL bandında hareket etmektedir**

## Değerleme Özeti

%20,3 halka arz iskontosunu. Şirket'in iç dinamiklerini ve Yönetim'in beklentilerini yansıtan İNA yöntemine %50 ağırlık verilirken mevcut piyasa algısını da yansıtmak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilerek şirket değeri tespit edilmiştir. Yurtdışında Şirket ile benzer alanda faaliyet yürüten bir rakip olmaması nedeniyle yurtdışı çarpanlara %30 ağırlık verilmiştir. Yurtdışı piyasa algısını da yansıtmak adına BİST Sınai endeksine %20 ağırlık verilmiştir. Şirket'in gelirlerinin tamamına yakını dolar bazlı olması sebebiyle kurdaki hareket Şirket gibi ihracatçı firmaların borsada hızlı yükselişini beraberinde getirmiştir. Yurtdışı çarpanlar ve İNA dolar kurundaki son dönem yükselişini yansıtırken BİST Sınai endeksi tam anlamıyla kur kaynaklı değer artışını yansıtamadığı için BİST Sınai endeksinden bulunan değer yurtdışı çarpanlar ve İNA değerinin altındadır. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere %20,3 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modelleri ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış, baz değer için değer aralığı belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
<b>Metodolojiler</b>			
İNA	5.886	50,0%	31,30
Yurtdışı Benzerler	5.881	30,0%	31,28
BİST Sınai	3.141	20,0%	16,70
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>5.335</b>	<b>100%</b>	<b>28,37</b>
Halka Arz İskontosu	-20,3%		
<b>Nihai Değer</b>	<b>4.250</b>		<b>22,60</b>

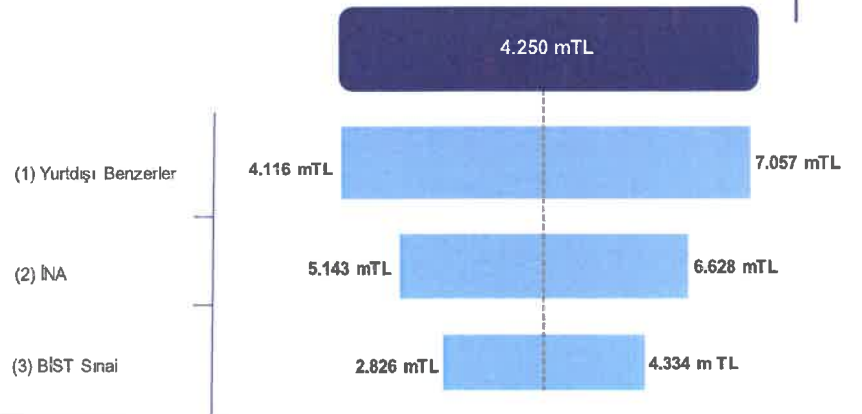
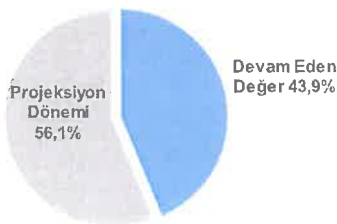
Değer Çarpanları	2023/03	2023T
EV/EBITDA	8,5	10,7
F/K	11,3	m.d.
EV/Net Satış	3,5	2,6
PD/DD	1,2	m.d.

## İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı için iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış; değerlerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %56'sı projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, İNA modeli iyimser (Projeksiyonda EBITDA'nın her yıl %10 daha yüksek olduğu) ve kötümser (Projeksiyonda EBITDA'nın her yıl %10 daha düşük olduğu) senaryolarda 5.143-6.628 m'n TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 2.826 m'n TL ve 7.057 m'n TL bandında hareket etmektedir.

Grafik: 7 Duyarlılık Analizi

### Firma Değeri Kırılımı







## Temel Yatırım Unsurları

**A21 parsel yatırımı ve yeni yüzer havuz yatırımı ile artan kapasitenin ilerleyen dönemlerde gelirleri olumlu etkilemesi beklenmekte**

**Gemilerin sigortasız seyrüsefere çıkamaması ve sigorta için de bakım & onarımın her 2,5 yılda bir yapılma zorunluluğu gelirleri sürdürülebilir kılmakta**

**Yeniden değerlendirme ile 3,5 milyar TL özkaynak imza aşamasındaki önemli projeleri içermemektedir.**

**Pandemi ve yatırımlar nedeniyle 2021 ve 2022 yıllarında tam kapasite çalışmayan Şirket'in ilerleyen dönemlerde kapasite kullanım oranının artması beklenirken gelirlerin önemli bölümünün TUGS'a kayıtlı işlemlerden gerçekleşmesi nedeniyle Şirket geçmiş üç yılda kurumlar vergisi ödemedi**

**Sürdürülebilir gelir yapısı ve güçlü özkaynaklar.** Gemilerin denizde ticari faaliyette bulunması için uluslararası denizcilik mevzuatı gereği sigorta yaptırması zorunlu olup sigorta şirketlerinin sigorta yapmak için gemilerin bakım ve onarımlarını zamanında ve eksiksiz yapmaları gerekmektedir. Bu durum Şirket satışlarının önemli bir bölümünü oluşturan bakım & onarım faaliyetlerinden kaynaklanan sürdürülebilirliğe işaret etmektedir. Şirket'in maddi duran varlıkları bilançoda kayıtlı değerle takip edilmesine rağmen Haziran 2023'te SPK lisanslı kurum tarafından yapılan yeniden değerlemeye göre Şirket'in özkaynakları 3,5 milyar TL olmaktadır. Bu durum güçlü bir varlık değerine işaret etmektedir.

**Rekabet avantajı.** Şirket'in iskele üzerinde yürüyerek gemilere büyük tonajda sevkiyat yapabildiği, 300 ton kapasiteli 150x2 Kreyn Vinci bulunmaktadır. Mevcut durumda yurt içinde su üzerinde 300 ton kapasiteli vinçle hizmet veren tek tersane olan Hat-San, rakiplerine bu hizmeti kiralamanın yanı sıra rekabet avantajı da elde etmektedir. Ayrıca Rusya-Ukrayna Savaşı'nın Karadeniz'de yer alan bazı tersanelerin devre dışı kalmasına sebep olması, Şirket faaliyetlerine pozitif yansiyabilir.

**Pandemi ve yatırımların faaliyetleri kısıtlayıcı etkisi sona ermekte.** 2020 ve 2021'de devam eden pandemi ve 2021 ve 2022'nin Mayıs ayına kadar gerçekleşen yüzer havuz yatırımı Şirket'in faaliyetlerini kısıtlayıcı etkide bulunmuştur. Her iki etkenin ortadan kalkması faaliyetler açısından olumlu bir durumdur.

**Vergi istisnası.** İnşa edilen gemilerde satış gerçekleşmeden önce TUGS kapsamına alındığı takdirde geminin satışından elde edilen gelirler kurumlar vergisinden muaf olmaktadır. Aynı zamanda TUGS kapsamında olan yüzer havuz vasıtası ile yapılan işlemlerden elde edilen gelirler de yasa gereği kurumlar vergisine tabi değildir. Bu nedenle Şirket geçtiğimiz dönemlerde hemen hemen hiç kurumlar vergisi ödemiştir. Dönüşüm faaliyetleri ve kabuk halinde kalan projeler dışında Şirket'in vergi ödemiştir. Dönüşüm faaliyetleri ve kabuk halinde kalan projeler dışında Şirket'in vergi ödemiştir. Dönüşüm faaliyetleri ve kabuk halinde kalan projeler dışında Şirket'in vergi ödemiştir. Dönüşüm faaliyetleri ve kabuk halinde kalan projeler dışında Şirket'in vergi ödemiştir.

**Düşük ilişkili taraf işlem hacmi ve sade finansal veriler.** Düşük ilişkili taraf işlem hacmi ve bağlı ortaklık bulunmaması sade ve anlaşılır bir bilanço yapısına işaret ederken Şirket'in Net Borç/EBITDA rasyosu 2023/03 itibarı ile 0,6x ile oldukça düşük bir seviyededir. Bu durum olası yatırım fırsatları için Şirket'in hali hazırda önemli bir borçlanma kapasitesi olduğu anlamına gelmektedir.

**IACS.** Hattsan, IACS sertifikasına sahiptir. Bu sertifikaya sahip olan şirketler tarafından yapılan gemi inşa ve gemi bakım & onarım işlemleri tüm dünyada kabul görmektedir. Bu anlamda bakıldığında Şirket herhangi bir ülkeden sipariş alıp gerçekleştirebilme hakkına sahip olup herhangi bir kısıtlamaya maruz değildir.

## Riskler

**Enflasyonist dönemlerde kurların artmaması marjların daralmasına neden olabilecektir.**

**Şirket'in fiili vergi oranı mevzuat çerçevesinde pratikte sıfıra yakındır. Mevzuatta vergi ile ilgili meydana gelebilecek değişiklikler değerlemeyi olumsuz etkileyebilir.**

**Pandemi gibi global afetler ile savaş durumlarında gemi taşımacılığı olumsuz etkilenebilir. Bu durum gelirleri olumsuz etkileyecektir.**

**Kur riski.** Şirket'in satışları genellikle döviz cinsinden olup giderlerinin bir kısmı TL bazlıdır. Kurların artmadığı dönemde gelirlerde artış kaydedilemeyecek ancak enflasyon nedeniyle giderlerde artış meydana gelebilecektir. Bu durumda Şirket'in kar marjları negatif etkilenebileceği gibi rekabette yaşanacak olumsuz durumlar nedeniyle döviz bazlı satış rakamlarında düşüş yaşanabilecektir. 2023 yılının ilk çeyreğinde yüksek enflasyon TL giderlerinin artırırken dolar kurunun sabit kalması Şirket'in brüt kar marjını aşağı çekmiştir. Yaşanan enflasyonun kurlara yansımaması tüm ihracatçılarda olduğu gibi Hatsan için de olumsuz bir durumdur.

**Arazi riski.** Şirket'in faaliyetlerini yürüttüğü Hat-San 1 tesisi arazisinin mülkiyeti, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (Hazine)'na ait olup bu kapsamda ilgili Kullanma İzni Sözleşmelerini kapsayan hukuki düzenlemelerde yapılacak değişiklikler, Şirket'in faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir. Şirket, bu taşınmazları tersane yatırımı yapmak amacıyla 22.11.2065 tarihine kadar bedelsiz ve binde bir hasılat payı paylaşımını olarak kullanma hakkına sahiptir.

**Ticaret hacminin daralması riski.** Şirket'in ihracat gerçekleştirdiği ülkelerle ticaret hacmi daralabilir, bu ülkeler tarafından Türkiye'ye ticari ambargolar, ek vergiler, ihracat kotaları, ihracat kontrolleri, gümrük tarifeleri ve diğer ticari sınırlamalar gibi yaptırımlar uygulanabilir.

**Mevzuat riski.** Şirket'in fiili vergi oranı, vergi kanunlarındaki veya bunların yorumlanmasındaki değişikliklerden veya Şirket yönetiminin ertelenmiş vergi varlıklarını kullanabilme kabiliyetindeki değişikliklerden etkilenebilmektedir. Şirket aynı zamanda uygulamaya konulan yeni vergiler veya geçerli vergi oranlarındaki artışlara maruz kalabilir.

**Küresel ekonominin daralması ve pandemi.** Küresel ve ulusal ekonomik gelişmeler, tüm sektörlerde olduğu gibi gemi inşa sektörünü de olumsuz yönde etkileyebilir. Covid-19 salgını da dahil olmak üzere kamu sağlığı ile ilgili yaygın endişelerin doğurduğu aksaklıklar, Şirket'in faaliyetlerini, faaliyet sonuçlarını, geleceğe yönelik beklentilerini veya mali durumunu olumsuz yönde etkileyebilir.





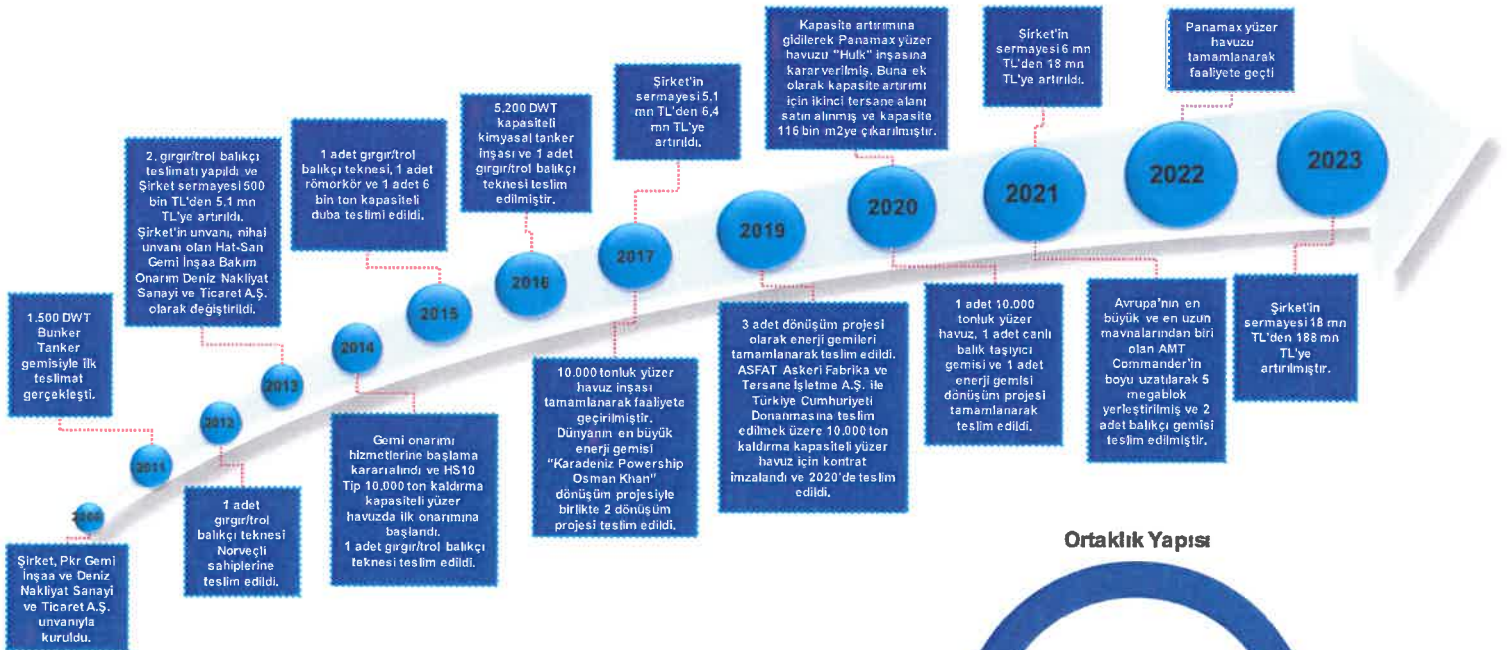
## Şirket Profili

**Şirket'in tersane alanları, yeni gemi inşa faaliyetleri kapsamında kuru yük, tanker, duba, yüzer havuz, balıkçı gemileri vb. geniş bir üretim çeşitliliğine sahipken diğer yandan 25.000 ton kaldırma kapasiteli yüzer havuz\* ile büyük taşıma kapasiteli gemilerin bakım onarımını yapabilmektedir**

2008 yılında kuruldu. Şirket, Pkr Gemi İnşaa ve Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla Temmuz 2008'de İstanbul'da kurulmuş olup 2011 yılında ilk teslimatını gerçekleştirdi. 2013 yılında Şirket'in unvanı, Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak tescil edilmiştir. Şirket'in merkezi Bakırköy/İstanbul'da olup merkez adresinde Şirket'in genel mali ve idari yönetimine ilişkin faaliyetler yürütülmektedir. Şirket'in faaliyet konusu yerli yabancı her tonajdaki gemi inşa tesisleri, tersaneler, otel, yolcu gemisi satın almak, kiralamak, inşa etmek veya ettirmek, gemi ve diğer yüzer havuz vasıtalarına periyodik bakım, onarım hizmetlerini verme amacı ile tersane ve yüzer havuz işletmeciliği yapmak ve Esas Sözleşme'de yazılı olan diğer işleri yapmaktır. Şirket, Yalova ili Altınova ilçesinde 108.975 m<sup>2</sup> üzerine kurulu 13.495 m<sup>2</sup>'si kapalı alan ve 7.158 m<sup>2</sup> alan üzerine kurulu 3.849 m<sup>2</sup>'si kapalı alan olmak üzere iki farklı lokasyonda tersanecilik faaliyeti yürütmekte olup bu kapsamda yeni gemi inşası, gemi tamir bakımı, gemi dönüşümü ve yüzer havuz inşası faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Şirket'in faaliyet gösterdiği tersane alanları, Yalova ili Altınova ilçesinde 2065 yılına kadar T.C. Milli Emlak Genel Müdürlüğü'nden hasılat payı karşılığında kiralanmıştır. Söz konusu kiralanılan alanın toplam büyüklüğü 108.975 m<sup>2</sup> olup 13.495 m<sup>2</sup>'lik kısmına kapalı alan inşa edilmiştir. 7.158 m<sup>2</sup> alan üzerine kurulu 3.849 m<sup>2</sup> kapalı alan ise ön imalat gerçekleştirmek amacıyla ek tesis olması için üzerindeki bina ve ekipmanlarıyla birlikte Kar Elektrik Üretim Ltd. Şti.'den 2030 yılına kadar kiralanmıştır. Kar Elektrik Üretim Ltd. Şti.'ne kira karşılığı hangar binası inşa edilerek kira borcu ödenmiştir. Söz konusu alanlar içerisinde Şirket'e ait 3 adet iskele, 2 adet rıhtım, 5 adet kızkak (1'i eğimli), 1 adet 25.000 ton kaldırma kapasiteli yüzer havuz, 1 adet 300 ton kaldırma kapasiteli kreyn vinç ve muhtelif kaldırma kapasitelerine sahip vinçler bulunmaktadır.

**188 mn TL'lik sermayenin %26,6'lık kısmı A grubu paylardan oluşmaktadır**

**Ana ortak Pekar Grup.** Şirket, Pekar Grup İnşaat A.Ş. bünyesine dahil olmakla birlikte nihai ana ortağı olan Pekar Grup İnşaat A.Ş.'nin ortak olduğu ilişkili taraf şirketleri bulunmaktadır. Şirket'in 188.037.093 TL tutarındaki mevcut sermayesinin %99,8'lik kısmına karşılık gelen 187.592.988 TL nominal değerli paylar Pekar Grup İnşaat A.Ş.'ye, %0,1'lik kısmına karşılık gelen 148.035 TL nominal değerli paylar Mehmed Halid İsmail PEPE'ye, %0,1'lik kısmına karşılık gelen 148.035 TL nominal değerli paylar Mustafa Talha PEPE'ye, %0,1'lik kısmına karşılık gelen 148.035 TL nominal değerli paylar Mesud Abdurrahman PEPE'ye aittir.



### Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Sermaye Tutarı, TL	Oran
Pekar Grup İnşaat A.Ş.	A	49.880.000	99,8%
	B	137.712.988	
Mehmed Halid İsmail PEPE	A	40.000	0,1%
	B	108.035	
Mustafa Talha PEPE	A	40.000	0,1%
	B	108.035	
Mesud Abdurrahman PEPE	A	40.000	0,1%
	B	108.035	
<b>Toplam</b>	<b>A + B</b>	<b>188.037.093</b>	<b>100%</b>

Pekar Grup İnşaat A.Ş.  
99,76%

Diğer  
0,24%

## Şirket Profili

**Mayıs 2023 itibarıyla personelin %38'i beyaz yakalı, %62'si mavi yakalıdır**

**Şirket, kaliteye, çalışanlarına ve çevreye olan sorumluluğunun belgelenilebilmesi amacıyla Nippon Kaiji Kyokai tarafından verilmiş olan ISO 14001 (Çevre Yönetim Sistemi), OHSAS 45001 (İş Sağlığı ve Güvenliği Sistemi) ve ISO 9001 (Kalite Yönetim Sistemi) sertifikalarına sahip olmuştur**

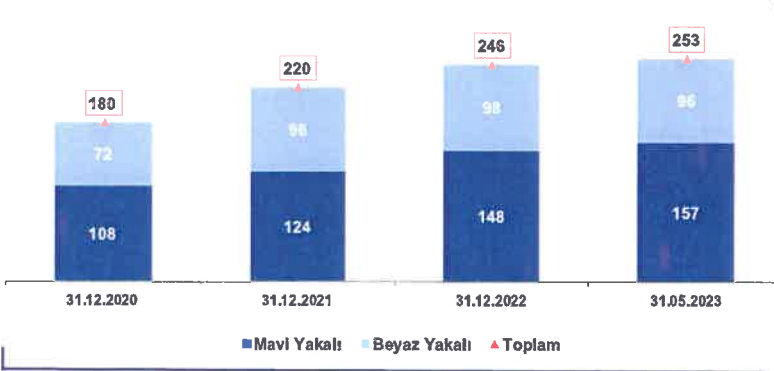
**Şirket, gemilerin inşası, onarımı ve dönüştürülmesi faaliyetleri ile ilgili olarak RMRS tarafından "Firma Uygunluk" ödülüne layık görülmüştür**

**Personel sayısı.** Şirket'in 2020 yılsonu itibarıyla 180 olan personel sayısı, 2021'de artan iş hacmine bağlı olarak %22,2 artışla 220'ye yükselmiştir. 2022'de devreye giren yeni yüzer havuzun etkisiyle Şirket'in kapasitesinin artmasına bağlı olarak personel sayısı yükselmiş ve 246 olarak kaydedilmiştir. Mayıs 2023'te ise sayı 253'e ulaşmıştır.

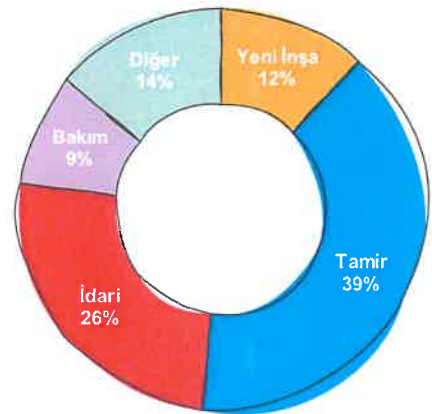
**Pekar grup.** Şirket, Pekar Grup İnşaat A.Ş. bünyesine dahil olmakla birlikte nihai ana ortağı olan Pekar Grup İnşaat A.Ş.'nin ortak olduğu ilişkili taraf şirketleri bulunmaktadır. Pekar Grup İnşaat A.Ş.'nin 1,00 TL nominal değerinde toplam 1.001.000 adet payınının 701.000 adet payına Dörtler İnşaat Taahhüt Ltd. Şti., sahipken Mehmed Halid İsmail PEPE, Mustafa Talha PEPE, Mesud Abdurrahman PEPE 100.000'er adet paya sahip olup sermayedeki payları %9,99'dur. Pekar Grup İnşaat A.Ş., Şirket'in de dahil olduğu 4 adet şirketin ana ortağı olup bağlı ortaklıklar ve pay oranları Hat-San İnşaat Madencilik Turizm Gemi İnşaa ve Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (%97,0), Hat-San Gemi (%99,76) Kar İnşaat Taahhüt Ltd. Şti. (%99,9) ve Kar Elektrik Üretim Ltd.Şti. (%75) şeklindedir.

**Tesis bilgileri.** Şirket, mevcut durumda toplamda 116.132,64 m<sup>2</sup>'lik alanda faaliyet göstermektedir. Artan iş hacmiyle birlikte A-20 parsel (Hat-San Tersanesinin olduğu parsel) yanındaki A-21 parsel için Yalova Altınova Tersane Girişimcileri A.Ş.'ye ait %4 oranındaki hisse 21.09.2020 tarihinde 16.505.000 TL karşılığında alınmıştır. Böylelikle ikinci tersane alanında hem altyapı yatırımına hem de gemi bloğu inşasına başlanmış olup kapasite artışı sağlanmıştır. İki tersane de yan yana olduğundan mevcutta tek bir alan gibi kullanılmaktadır. Yalova ili Altınova ilçesinde Yalova – Altınova Tersaneler Bölgesi Hersek – Subaşı Köyleri A20 ve A21 numaralı parsellerde bulunan Hat-San 1 Tesisi, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın (Hazine) özel mülkiyetinde bulunmaktadır. Bu doğrultuda Şirket, bu alanları 1 sayılı Cumhurbaşkanlığı Karamamesinin 101'inci maddesinin (b) bendi ile; Hazine'nin özel mülkiyetindeki taşınmazların üzerinde sınırlı aynı hak tesisi, devletin hüküm ve tasarrufu altındaki yerlerin kiralanması ve bu yerler için gerekli görülen hallerde kullanma izni verilmesi işlemlerini yapmak üzere görev ve yetki verilen Millî Emlak Genel Müdürlüğü ile her bir taşınmaz için ayrı ayrı akdetmiş olduğu, sırasıyla, 04.04.2017, 23.06.2020, 23.06.2020, 17.02.2021 ve 23.12.2021 tarihli kullanma izni sözleşmeleri ile kullanılmaktadır. Anılan sözleşmeler tahtında Şirket, bu taşınmazların tersane yatırımı yapmak amacıyla 22.11.2065 tarihine kadar bedelsiz ve binde bir hasılat payı paylaşımlı olarak kullanma hakkına sahiptir. Sözleşmeler uyarınca, Şirket'e verilen kullanma izinleri 22.11.2065 yılında sona erecektir. Bununla birlikte sürenin sona ermesi akabinde Şirket tarafından talep edilmesi ve T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından belirlenen koşulların Şirket tarafından herhangi bir itirazla konu olmadan kabul edilmesi halinde, sözleşmelere konu ilgili taşınmazlar için Millî Emlak Genel Müdürlüğü tarafından Şirket'e doğrudan kullanma izni verilebilecektir.

Personel Sayısı



Personel Dağılımı (2022/05)

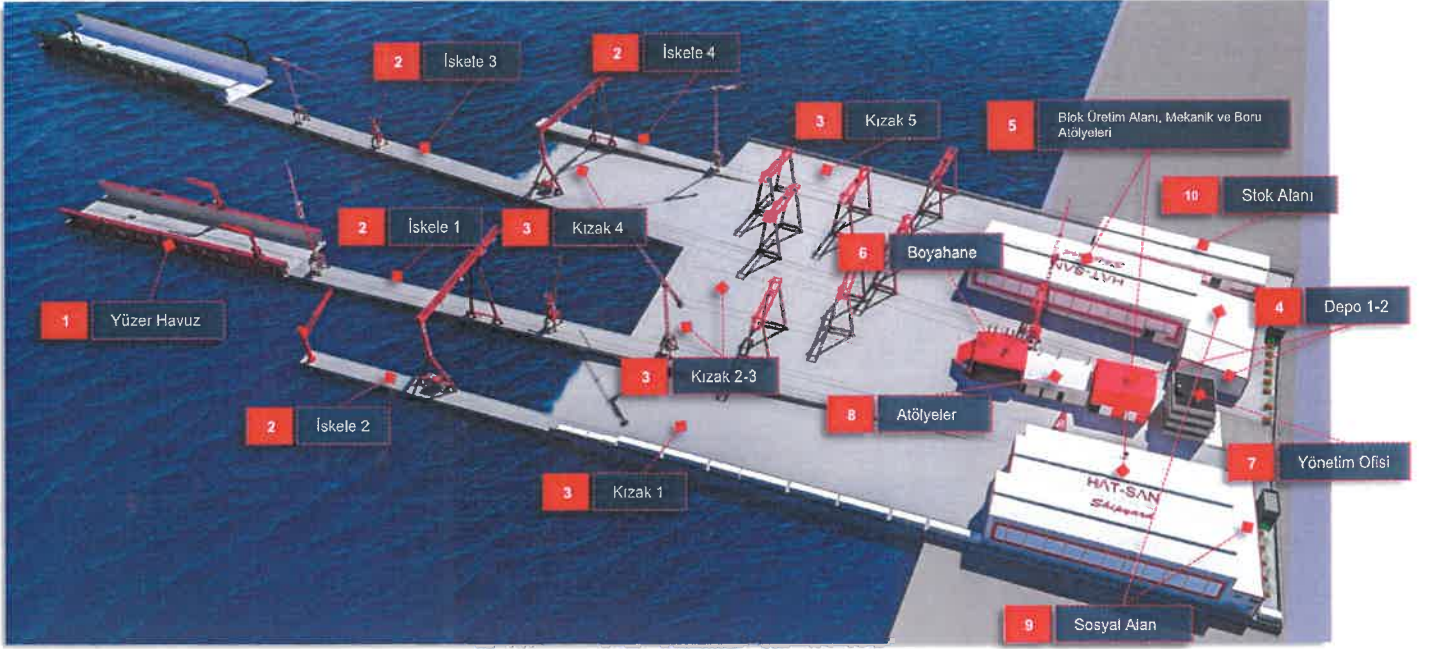


Fiyat Tespit Raporunda yıl sonu personel sayısı, Bağımsız Denetim Raporunda yıllık ortalama personel sayısı verilmiştir. Bu nedenle Fiyat Tespit Raporu ve Bağımsız Denetim Raporundaki personel sayıları farklılık gösterebilir.

Ticaret Unvanı	Kuruluş Yılı	Sermayesi	Faaliyet Konusu
Pekar Grup İnşaat A.Ş.	2007	1.001.000 ₺	Grup'un çatı firması olup Grup dahilindeki tüm firmaların ana ortağıdır.
Dörtler İnşaat ve Taahhüt Ltd. Şti.	1994	70.000 ₺	İnşaat-Taahhüt alanında faaliyet göstermektedir.
Hat-San İnşaat Madencilik Turizm Gemi İnşaa ve Deniz Nak. San. ve Tic. A.Ş.	1999	14.000.000 ₺	İnşaat yapım işleri, araç kiralama ve deniz nakliyatı alanlarında faaliyet göstermektedir.
Kar İnşaat Taahhüt Müşavirlik Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.	1997	14.945.000 ₺	İnşaat-Taahhüt ve araç kiralama alanlarında faaliyet göstermektedir.
Kar Elektrik Üretim Ltd. Şti.	2007	2.250.000 ₺	Elektrik enerjisi üretim ve işletmesi alanında faaliyet göstermektedir.











## Yönetim Kurulu

Mehmed Halid İsmail PEPE  
YK Başkanı

► 1980 yılında Kocaeli'de doğan Mehmed Halid İsmail PEPE, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme Bölümünü 2002 yılında bitirmiş olup 2004 yılında, İngiltere, University of Surrey'de Uluslararası İşletme Yönetimi üzerine Yüksek Lisans eğitimini tamamlamıştır. İnşaat, enerji, madencilik, denizcilik gibi farklı sektörlerde üst düzey yöneticilik yapmış olup mevcut durum itibarıyla Hat-San Gemi'nin yönetim kurulu başkanı olarak görev almaktadır.

Mustafa Talha PEPE YK Başkan Yardımcısı

► 1983 yılında Kocaeli'de doğan Mustafa Talha PEPE, İstanbul Bahçeşehir Üniversitesi'nde İngilizce İşletme Bölümünü tamamlamıştır. Pekar Grup'a ait şirketlerde yöneticilik yapmış olup mevcut durum itibarıyla Hat-San Gemi'nin yönetim kurulu başkan vekili olarak görev almaktadır. Ayrıca halen devam eden Altınova Tersane Girişimcileri A.Ş.'de yönetim kurulu başkan vekilliği, Yalova Pilotaj A.Ş. yönetim kurulu başkan vekilliği, Gemi Yat ve Hizmetleri İhracatçıları Birliği yönetim kurulu üyeliği ve Jamaika'da kurulu olan GSRJ Tersanesi yönetim kurulu üyeliği görevlerini devam ettirmektedir.

Mesud Abdurrahman PEPE YK Üyesi

► 1987 yılında Kocaeli'de doğan Mesud Abdurrahman PEPE, İstanbul Bilgi Üniversitesi İşletme Bölümünü 2010 yılında bitirmiş olup İngiltere'de London Metropolitan University'de Uluslararası Ticaret ve Taahhütçülük üzerine Yüksek Lisans yapmıştır. Mevcut durum itibarıyla Hat-San Gemi'nin yönetim kurulu üyesi olarak görev almaktadır.

Osman PEPE YK Üyesi

► Osman Pepe, 6 Mart 1954'te Trabzon Akçaabat'ta doğdu. Karadeniz Teknik Üniversitesi Makine Mühendisliği Fakültesi'ni bitirdi. İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsünde master yaptı. İller Bankası, Azot Sanayi ve Erdemir Demir Çelik A.Ş.'de mühendis olarak çalıştı. Özel sektörde yöneticilik yaptı. İş Adanı ve 20, 21, 22. Dönem Kocaeli Milletvekilidir. 21. dönemde TBMM Başkanlık Divanı İdare Amirliği, 58. Hükümet'te Orman Bakanlığı, 59. Hükümet'te Orman Bakanlığı ile Çevre ve Orman Bakanlığı görevlerini yürüttü. Orta düzeyde İngilizce bilen Pepe, evli ve 4 çocuk babasıdır.

İsmail VURAL Bağımsız YK Üyesi

► 1972 yılında Ordu/Ünye'de doğdu. 1993 yılında 9 Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi'nden mezun oldu. Kariyer hayatına 1997 yılında Kuveyt Türk Katılım Bankası'nda Pazarlama Müdürlüğü'nde Uzman Yardımcısı olarak başladığı görevinden 1999 yılında ayrılarak Türkiye Finans Katılım Bankası'nda çeşitli kademelerde sırasıyla Pazarlama Uzmanı, Pazarlama Yöneticisi, Şube Müdürü, Marmara Bölge Müdürü, İşe Alım ve Kariyer Planlama Müdürlüğü yaptıktan sonra, Temmuz 2016 itibarıyla Perakende Bankacılıktan Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Vekilliği görevini Mart 2017'ye kadar sürdürmüştür. Şubat 2018'de Türkiye Katılım Bankaları Birliği Genel Sekreter Yardımcılığı görevine başlayan Vural, Şubat 2022'de Genel Sekreter olarak atanmıştır.

## Şirket'in Ana Faaliyet Alanları



Tamir ve Bakım



Yeni Gemi İnşası



Yüzer Havuz



Dönüşüm Projeleri

## FAALİYET ÖZETİ

Ortaklık Yapısı & Künye	Faaliyet Alanları & Mali Veriler	Sektör																		
<p><b>Ortaklar</b></p> <p>99,8% Pekar Grup İnşaat A.Ş.</p> <p>0,1% Mehmed Halid İsmail PEPE</p> <p>0,1% Mustafa Talha Pepe</p> <p>0,1% Mesud Abdurrahman Pepe</p> <p><b>Künye</b></p> <p>Kuruluş: 2008</p> <p>Faaliyet Alanı: Tersanecilik Faaliyetleri</p> <p>Merkez: Bakırköy / İstanbul</p> <p>Çalışan Sayısı: 253</p>	<p><b>Şirket'in Ana Faaliyet Alanları</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tamir ve Bakım</li> <li>- Yeni Gemi İnşası</li> <li>- Yüzer Havuz</li> <li>- Dönüşüm Projeleri</li> </ul> <p><b>Mali Veriler</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2023/03 4Ç</th> <th>2023T</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Net Satışlar</td> <td>1.294,1 mTL</td> <td>1.736,5 mTL</td> </tr> <tr> <td>EBİTDA</td> <td>535,9 mTL</td> <td>425,8 mTL</td> </tr> <tr> <td>Net Kar</td> <td>375,7 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Özkaynak</td> <td>379,2 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Aktifler</td> <td>1.336,6 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> </tbody> </table>		2023/03 4Ç	2023T	Net Satışlar	1.294,1 mTL	1.736,5 mTL	EBİTDA	535,9 mTL	425,8 mTL	Net Kar	375,7 mTL	m.d.	Özkaynak	379,2 mTL	m.d.	Aktifler	1.336,6 mTL	m.d.	<p><b>Sektör</b></p> <p>Dünya toplam ticaret hacminin ortalama %85'ini oluşturan denizyolu ticareti, Covid-19 salgınında sıkça gündeme gelmiştir. Küresel ticaret hacmi, 2022 yılında, 2021 yılına kıyasla %0,7 artış göstererek yaklaşık 14,1 milyar ton olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Küresel deniz ticaret hacmi ise 2022 yılında 2021 yılına göre %0,4 gerileyerek 11,9 milyar ton olarak gerçekleşmiştir. Ekonomik olumsuzluklara yüksek enflasyon ve düşük büyümenin eklenmesi küresel ekonomiyi yavaşlatırken küresel deniz ticaretinde 2023 yılında, 2022'ye kıyasla yıllık ton bazında %1,6 oranında sınırlı bir büyüme olacağı tahmin ediliyor. 2022 yılında Türkiye'nin denizyoluyla yapılan ithalatı 243.917.119 ton, ihracatı ise 150.172.902 ton olarak gerçekleşmiştir. 'deki verileri incelendiğinde görüleceği üzere, Türkiye'nin 2012 yılına nazaran 2022 yılında ihracat taşımaları 91 milyon tondan 150 milyon tona, ithalat taşımaları ise 192 milyon tondan 243 milyon tona yükselmiştir. Denizyolu dış ticaret taşımacılığında Türk Bayraklı gemilerimizin bu taşımalarından aldığı pay 2022 yılında da %7'dir. 2003 yılında 37 adet olan faal tersane sayısı, 2008'de 58'e, 2023 Haziran'da 84'e ulaşmış, tersane kapasitesi ise 2023 Haziran'da 4,8 milyon DTW'ye ulaşmıştır. Tersane sayılarının yıllık bileşik büyüme oranı (2003-2023 Haziran) %4,2 olarak gerçekleşmiştir.</p>
	2023/03 4Ç	2023T																		
Net Satışlar	1.294,1 mTL	1.736,5 mTL																		
EBİTDA	535,9 mTL	425,8 mTL																		
Net Kar	375,7 mTL	m.d.																		
Özkaynak	379,2 mTL	m.d.																		
Aktifler	1.336,6 mTL	m.d.																		

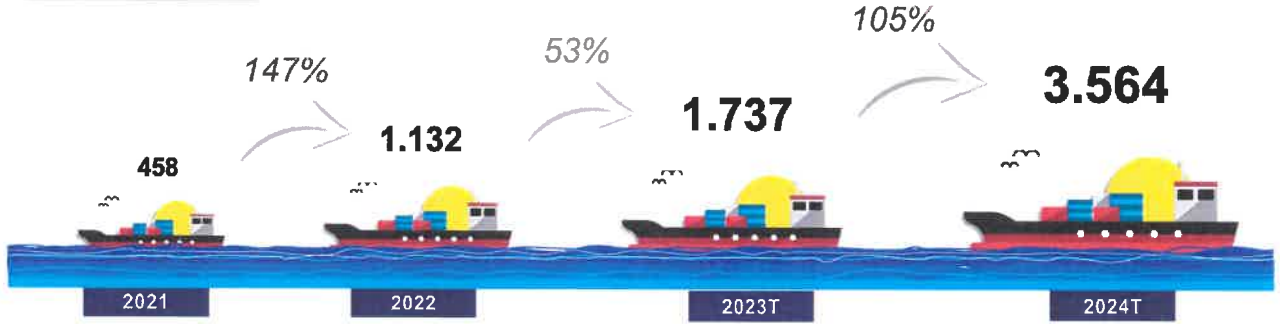
Kaynak: İMEAK Deniz Ticaret Odası

YATIRIM MENKUL DEĞERLERİ A.Ş.  
Sarıy Mh. Dr. Feri Han B. Sokak No: 4 Kat: 16 Üsküdar/İstanbul  
Plaza 2. Blok No: 4 Kat: 16 Üsküdar/İstanbul  
Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0216 346 1075  
Boğaziçi Kurumlar V.D. 4/8  
Mersis No: 081000678700011 Tic. Sic. No: 271081



## 75% YBBO

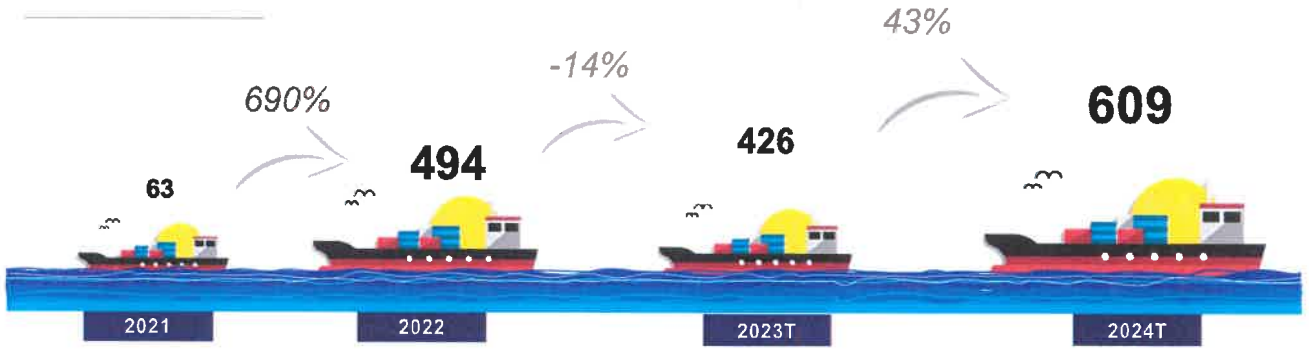
2021 – 2024T



Net Satış, milyon TL

## 110% YBBO

2021 – 2024T



EBITDA, milyon TL



## Satışlar

**Şirket gelirlerinin tamamına yakını USD cinsindedir**

**Bakım onarım faaliyetleri finansal tablo dönemleri itibarıyla net satışların ortalama %44'ünü oluştururken gemi inşa faaliyetleri %38'ini oluşturmuştur**

**Şirket, askeri yüzer havuz inşa edip teslimini gerçekleştirerek sektörde önemli bir know how'ı beşeri sermayesine eklemiştir**

**Gayrimenkul faaliyetleri kapsamındaki gelirler, Şirket'in eski bağlı ortaklıklarından gelen gelirler olup 2022 yılında bu firmalar Şirket bünyesinden çıkarılmıştır.**

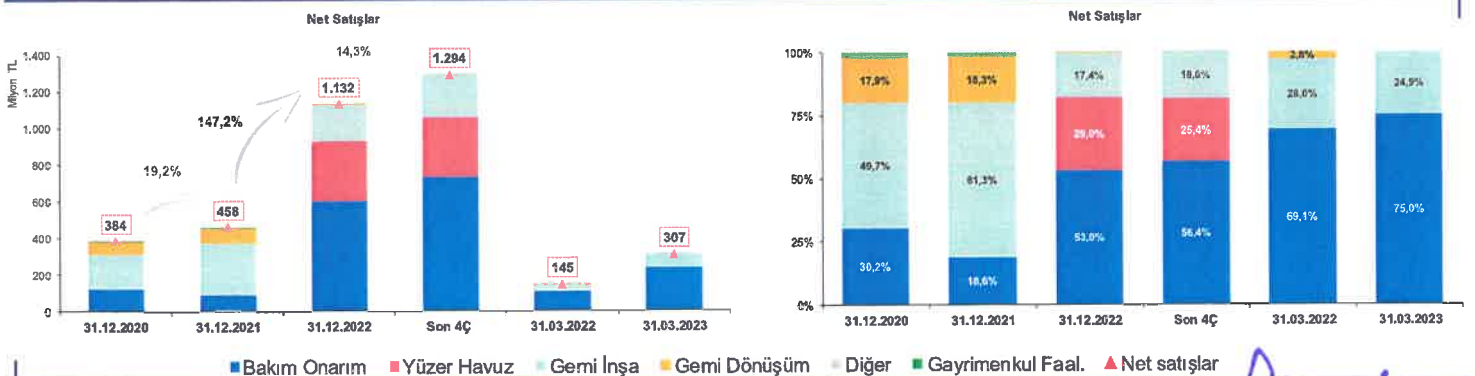
**Genel görünüm.** Şirket'in iş modeli, alınmak istenen gemi inşa ya da bakım & onarım projesi ile ilgili fizibilite raporunun hazırlanması ile gerekli malzemelerin tespiti edilmesi sonrası verilecek fiyat teklifinin belirlenmesi üzerine kuruludur. Şirket, tersanecilik faaliyetinin tüm branşlarında teklif esaslı ile işlem yapmaktadır. Müşteriler, bir plan veya bir iş listesi çerçevesinde Şirket ile temasa geçmektedir. Bu plan veya listelerde yer alan detaylar, pazarlama departmanınca incelenerek malzeme/işçilik ihtiyaçları hesaplanmakta olup malzeme/işçilik maliyetleri için satın alma departmanı tarafından piyasadan birim fiyat toplanır. Pazarlama departmanı, yaptığı pazar araştırması sonucunda ortalama bir maliyet çıkararak müşteriye ön teklif sunar. Müşterinin olumlu geri dönüşü akabinde sözleşme aşamasına geçilir. Sözleşmeye müteakiben peşinat ve teminat mektubu alınır, tedarikçi ve taşeronlarla alınan teklif üzerinden sözleşmeler yapılır. Şirket'in net satışları, 2020 yılında pandemiden olumsuz etkilenmiş olup 2021 yılında yüzer havuz ve A21 kapasite artış yatırımının tamir bakım alanını kısıtlaması, pandeminin devam ediyor olması ve kurların yıl sonunda artmasına rağmen yıl ortalamasında düşük kalması sınırlı bir gelir artışını beraberinde getirmiştir. 2022 yılında ise pandeminin sonlanması, ortalama dolar kurunun önemli bir artış sergilemesi, A21 ve yüzer havuz yatırımı ile artan kapasitenin iş hacmini büyütmesi ve eski yüzer havuz satışı, net satışları %147 artışla 1,1 milyar TL'ye ulaştırmıştır. 2023'ün ilk çeyreğinde ise 2022'nin ilk çeyreğine göre gelirler %111,8 oranında artarak 306,5 mn TL olarak kaydedilmiştir.

**Satış gelirlerinin büyük bölümü bakım onarım faaliyetlerinden.** Yeni gemi inşa sözleşmelerinde süre, proje büyüklüğüne göre 1 yıl ve daha fazla; gemi bakım & onarım faaliyetlerinde ise 1 hafta – 3 ay aralığında sürebilmektedir. İş bitiminde proje teslimi yapılır, eş zamanlı olarak alınan teminatlar iade edilir, kalan bakiye tahsilatı yapılır, ihraç edilmesi durumunda gümrükleme işlemlerine başlanır. Ödeme garanti belgesindeki peşin ödeme alınarak gemi hareketine izin verilir. Gemi inşa projeleri genellikle bir yıldan uzun sürebilmekte ve fatura, geminin inşası bitince kesilmektedir. TFRS bazlı finansal tablolarda fatura kesilinceye kadar hak ediliş mantığı ile projenin başlangıçtaki karlılık oranına göre gemi inşa için katlanılan maliyetlerin tahmini satış/maliyet oranı ile çarpılması sonucu hesaplanan tutar kadar gelir yazılmaktadır. Söz konusu tutarlar fatura kesilmediği halde ciroya aktarılan fatura henüz kesilmemiş olduğu için tahsil edilmeyen tutarlar ticari alacaklar yerine sözleşme varlıklarında takip edilmektedir. 2020 ve 2021'de pandeminin yarattığı tedarik zinciri sıkıntısı, sektörü yakinen etkilemiştir. 2020'de ve 2021'de pandemi ve tedarik zinciri sorunları nedeniyle gemi inşa adedi gerilemiştir. Bununla birlikte kapasitenin önemli bir kısmı 2020 Haziran'da başlanan yüzer havuz inşasına ayrılmıştır. Şirket, farklı kıtalara özel amaçlı gemiler inşa etmiş olup global müşteri ağı ciddi bir potansiyel barındırmaktadır. 31.12.2022 itibarıyla Şirket gelirlerinin %53'ü bakım onarım faaliyetlerinden kaynaklanmaktadır.

Satışların Faaliyet Alanı Bazında Kırılımı (TL)

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	Son 4Ç	31.03.2022	31.03.2023	YBBO
Bakım Onarım	116.191.230	85.104.373	599.590.600	729.401.406	100.018.868	229.829.674	126,2%
Yüzer Havuz	-	-	328.219.267	328.219.267	0	-	a.d.
Gemi İnşa	190.945.047	280.910.881	197.449.065	233.465.322	40.454.908	76.471.165	9,3%
Gemi Dönüşüm	68.615.641	83.817.850	4.089.708	0	4.089.708	-	-100,0%
Diğer	1.672.114	500.411	558.387	598.377	173.061	213.051	-36,7%
Gayrimenkul Faaliyetleri	6.762.189	7.762.232	2.459.785	2.459.785	0	-	-36,2%
<b>Net satışlar</b>	<b>384.186.221</b>	<b>458.095.747</b>	<b>1.132.366.812</b>	<b>1.294.144.157</b>	<b>144.736.545</b>	<b>306.513.890</b>	<b>71,6%</b>
Değişim		19,2%	147,2%			111,8%	

Kaynak: Şirket





## Satışlar

**Şirket tersanesinde gemi dönüşüm faaliyetleri aktif bir şekilde yıllara sari yapılmakta olup bu konuda önemli bir know how'a sahiptir**

**IMEAK Denizcilik Sektör Raporu verilerine göre ülkemiz, gemi geri dönüşüm alanında dünyada saygın bir konumda yer almakta olup AB Gemi Geri Dönüşüm Listesi'nde en çok tesisle yer almaktadır**

**Yüzer havuz satışları, dönemsel olarak gerçekleşmekte olup hasıllardan önemli bir pay almaktadır. Şirket bu konuda ülkemizde ve yakın coğrafyada bilinirliği yüksek bir firmadır.**



**Bakım ve onarım gelirleri.** Bakım ve onarım faaliyetlerinin proje teslim süresi, diğer proje türlerine kıyasla daha kısa olması nedeniyle nakit döngüsü görece hızlıdır. Böylelikle bakım onarım gelirlerinin nakit döngüsünün görece daha hızlı olması ve işletme sermayesi ihtiyacının daha az olması, bakım onarım gelirlerini ön plana çıkarmaktadır. Şirket'in yurt içi satışları, bakım & onarım hizmeti verilen İDO (İstanbul Deniz Otobüsleri) ve benzeri yerli firmalardan oluşmaktadır. Covid-19 salgını nedeniyle 2020 yılında iş hacmi olumsuz etkilenmiş ve 116,2 m TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında ise pandemi etkisinin devam etmesi, A-21 parsel inşasının başlaması ve yüzer havuz yatırımının kapasitenin belli bir bölümünü meşgul etmesi nedeniyle bakım & onarım gelirleri %26,8 gerileyerek 85,1 m TL olarak gerçekleşmiştir. NB18 Panamax yüzer havuz inşasının tamamlanması, A-21 parsel iskele yatırımının kısmen devreye girmesi ve daha büyük boyutlardaki gemilerin bakım & onarım projelerinin alınması ile bakım & onarım gelirleri, 2022 yılında yıllık %604,5 artışla 599,6 m TL, 2023'ün ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %129,8 artışla 229,8 m TL olarak gerçekleşmiştir.

**Gemi dönüşüm faaliyetleri.** Gemi dönüşümü; geminin mevcut türünün başka bir türe çevrilmesi ve yeni teknolojide çevreye duyarlı, daha fazla işletme verimi olan gemilerin getirilmesi işlemlerinde, denizcilik risklerini daha aza indiren tabii bir teknolojik süreç içinde yerini bulmaktadır. Ayrıca bu alan, kalifiye iş gücü ve teknolojiye sahip olmayı gerektirmesi nedeniyle her tersane tarafından yapılamamaktadır. Şirket tersanesinde gemi dönüşüm faaliyetleri aktif bir şekilde yıllara sari yapılmakta olup bu konuda önemli bir know how birikmiştir. Gemi dönüşüm faaliyetleri, küresel ticaretin seyrine göre değişiklik göstermektedir. Son yıllarda yaşanan enerji ve emtia krizi nedeniyle enerji gemisi dönüşümü sayısı artmış, 2022 ve 2023 yıllarında LNG tanker gemilerine olan eğilim artmıştır. Şirket birçok enerji gemisi dönüşümü gerçekleştirmiştir. Gemi dönüşüm projeleri ortalama 1-1,5 yıl sürmektedir. Gemi dönüşüm faaliyetleri 2020 yılında 68,6 m TL, 2021 yılında 83,8 m TL, 2022 yılında 4,1 m TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılındaki düşüş proje dönemseliğinden kaynaklanmaktadır.

**Yüzer havuz inşası ve satışı.** Yüzer havuzlar, iki yanı duvarlarla çevrili dikdörtgen biçimli, baştan ve kıçtan açık, suya dalıp çıkabilen, binlerce ton kaldırma kapasitesine sahip platformlardır. Bu platformlar ihtiyaç duyulan bölgeye götürülerek yerinde hizmet verilebilir. Mevcut durumda Türkiye'de toplamda 32 adet ve 598.247 ton kaldırma kapasiteli faal yüzer havuz bulunmaktadır. Şirket tersanesinde 1'i kendisine ait 25.000 ton kaldırma kapasiteli ve 1'i kiralık 15.000 ton kaldırma kapasiteli, toplamda 2 adet yüzer havuz bulunmaktadır. Şirket ilk olarak 2013'te NB04 inşa numaralı yüzer havuzu inşa etmeye başlamış, 2014'te devreye almış ve 2016'nın başlarında satmıştır. Daha sonra 2016 yılında NB10 inşa numaralı yüzer havuz inşa edilmiş ve 2022'de satılmıştır.

### Satışların Coğrafi Dağılımı

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
<b>Yurt İçi Satışlar</b>	<b>34.737.711</b>	<b>14.534.026</b>	<b>115.724.250</b>	<b>21.450.650</b>	<b>6.313.935</b>
Marmara Bölgesi	12.240.786	14.163.766	78.152.643	21.450.650	6.293.159
Ege Bölgesi	711.242	303.808	37.507.429	-	-
İç Anadolu Bölgesi	21.785.684	66.452	64.176	-	20.776
<b>Yurt Dışı Satışlar</b>	<b>349.448.510</b>	<b>443.561.721</b>	<b>1.016.642.563</b>	<b>123.285.895</b>	<b>300.199.955</b>
<b>Toplam</b>	<b>384.186.221</b>	<b>458.095.747</b>	<b>1.132.366.813</b>	<b>144.736.545</b>	<b>306.513.890</b>
Değişim		19,2%	147,2%		111,8%

### Hasılların Ülke Bazlı Kırılımı, TL

Ülkeler	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
1 Karadağ	0	0	346.860.728
2 Norveç	123.233.072	295.425.736	126.629.587
3 Türkiye	34.737.711	14.534.026	115.724.248
4 Yunanistan	3.002.216	3.788.012	108.860.545
5 Marshall Adaları	70.711.748	12.269.118	87.037.727
6 Almanya	1.844.766	3.856.323	76.160.411
7 Liberya	0	9.929.622	54.175.171
8 Hong Kong	16.447.334	3.128.829	32.331.726
9 Estonya	0	0	30.271.685
10 Letonya	0	0	29.290.762
Diğer	134.209.374	115.164.081	125.024.223
<b>Toplam</b>	<b>384.186.221</b>	<b>458.095.747</b>	<b>1.132.366.813</b>

Kaynak: Şirket

Sıraama 2022 yıl sonu itibarıyla yapılmıştır.

## Finansal Analiz

**2023/03'te aktif toplamın %19,9'u nakit ve benzerlerinden oluşmakta**

**Gemi inşa segmentinde yüzer havuz ve balıkçı gemileri öne çıkarken önemli sayıda enerji gemisi dönüşüme tabi tutulmuştur. Dönüşüm ve tamir bakımında her gemi türü Şirket'in müşterisi olabilmektedir.**

**Blrt Grupp, Evalend Shipping, Front Century Marine, Balo Shipping, Bur-Mar Shipping, Mare Nova, Dreamboat Alliance Marine, Levant Chartering, Prosperity Navigation ve Maersk Shipping 2023/03'te en büyük müşterilerdir**

**Garanti mektubu, teminat mektubu ve alınan avanslar düşük şüpheli alacak karşılığının temel sebebidir**

**2023/03'te 594 mn TL dönen varlıklar.** 31 Mart 2023 tarihi itibarıyla Şirket'in nakit pozisyonu büyük oranda USD mevduatta yer alırken cari dönemde döviz bazlı kamu kesimi tahvili alındığı ve kısa vadeli finansal yatırım hesabında artış gerçekleştiği görülmektedir. Şirket'in ana hammaddesi olan çelik döviz bazlı alınmakla birlikte kredilerin önemli bir kısmının dövizli olması Şirket'i doğal hedge sağlamak amaçlı döviz nakit tutmaya itmektedir. 2022 ve 2023/03'te nakit ve benzerleri ve kısa vadeli finansal yatırım hesaplarında önemli bir artış görülmektedir. 2022 yılında gerçekleştirilen temettü ödemesi, yüzer havuz ve A21 parsel yatırımına rağmen faaliyet karlılığındaki güçlü büyüme ve alınan avans kaynaklı işletme sermayesi fonlaması nakit artışının temel dinamiklerini oluşturmuştur. 2023/03'te ise kısa vadeli finansal yatırımlar ile birlikte düşünüldüğünde nakit pozisyonunda kayda değer bir değişim gerçekleşmemiştir. 2023/03'te finansal yatırımlar dahil nakit/aktif oranı %19,9 gibi yüksek bir seviyede meydana gelmiş ve aktifin likidite kalitesini oldukça yukarıda tutmuştur. Sonuç itibarıyla 2020, 2021, 2022 ve 2023/03'te nakit ve benzerleri sırasıyla 5,7 mn TL, 15,4 mn TL, 298,5 mn TL ve 226,8 mn TL olarak kaydedilirken kısa vadeli finansal yatırımlar 2023/03'te 38,5 mn TL olarak kaydedilmiştir.

**Alacak vadeleri geriledi.** İş modelinin oldukça niş bir alan olması, perakende müşteriye hitap edilmemesi ve belirli oyuncuların sektörde bulunması sebebiyle ilk 10 müşterinin ticari alacak yoğunlaşması yüksektir. Bununla birlikte ilk 10 müşteri yıllara sari değişmektedir. Şirket'in ticari alacakları genelde tamir bakım segmenti kaynaklı olup büyük oranda döviz bazlıdır. 2020 yılında 12,4 mn TL olan ticari alacaklar 2021 sonunda 16,9 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında cironun pandemi kaynaklı sınırlı artışı ticari alacakları baskılamasına rağmen pandemi etkisiyle alacak vadelerinin 2021 yılında uzadığı dikkat çekmektedir. Ayrıca 2021 sonunda artan kur da ticari alacak artışını desteklemiştir. 2022 yılında ise önceki sene 16,9 mn TL olan ticari alacaklar 53,9 mn TL'ye yükselmiştir. Kur artışı ve reel büyüme ile artan gelirler ticari alacakların 2022'deki yükselişinde etkilidir. Bununla birlikte pandemik etkinin azalması ile 2022 yılında alacak vadelerinin önemli oranda gerilediği dikkat çekmektedir. 2023/03'te ise yılsonu 53,9 mn TL olan alacakların 107,9 mn TL'ye yükseldiği görülmektedir. Kurdaki artışın devam etmesi ve Şirket'in reel anlamda hızlı büyümesini sürdürmesi alacak artışında etkili olurken 2020, 2021 ve 2022'de sırasıyla 57 gün, 98 gün, 41 gün olan ticari alacak gün süresi 2023/03'te 23 güne gerilemiştir.

**Teminatlı çalışma modeli.** 2020 ve 2021 yılsonları itibarıyla 0,7 mn TL olan şüpheli ticari alacak tutarı 2022 yılsonu itibarıyla 1,3 mn TL'ye yükselmiştir. 2020 ve 2021 yıllarındaki şüpheli ticari alacak tutarı Hat-San Gemi'ye ait olmayıp Hat-San Gemi ile Kar Cihan Madencilik şirketlerinin önceki dönemlerde birleşmesinden dolayı Kar Cihan Madencilik'e ait bir alacaktır. Diğer bir ifadeyle 2020 ve 2021 yıllarında Hat-San Gemi özelinde herhangi bir şüpheli ticari alacak oluşmamıştır. 2022 yılındaki şüpheli ticari alacak tutarının ana nedeni ise alıcılar hesabında 1 yıldan uzun süredir hareket görmeyen cari hesaplar, ihtiyatlılık kavramı gereği şüpheli ticari alacaklar hesabına alınması kaynaklıdır. Brüt ticari alacakların 2023/03'te yaklaşık %1,2'si bilançoda birikimli olarak şüpheli alacağa tabi olmuştur. Şirket gemi inşa alacakları için banka teminat mektubu alırken tamir bakımında müşteriden garanti mektubu almaktadır. Şüpheli ticari alacak tutarı Şirket'in aktif ve satış büyüklüğüne nazaran oldukça düşük bir seviyededir. Bu durumun en önemli nedenlerinden biri proje bedelinin alınan avans tutarından kalan kısmı için müşteriden teminat mektubu ve/veya garanti mektubu alınmasıdır. Teminat mektubu alındığı durumlarda gemi inşası biter bitmez bankalardan tahsilat yapılırken garanti mektubunun alındığı projelerde ise ödemenin gecikmesi durumunda gemi dünyanın neresinde olursa olsun limanda bağlanmaktadır. Bu nedenle alacakların tahsilatına yönelik genel olarak herhangi bir sorunla karşılaşılmamaktadır. Cari ticari alacaklarda 3,1 mn TL ilişkili taraf bakiyesi görülmektedir. Şirket'in 2022 yılsonundaki 3,0 milyon TL tutarındaki ilişkili taraflardan uzun vadeli ticari alacağı; Şirket'in ilişkili tarafı Kar Elektrik'in sahip olduğu arsa üzerine yapılan çelik konstrüksiyon hangar binası sebebiyle oluşmuştur. İlgili alacak 2023/03'te kısa vadeye alınmıştır. Şirket, çelik konstrüksiyon hangar binasının inşa masraflarını üstlendiğinden Kar Elektrik'e kira ödememekte; kira bedeli hangar binasının masrafına karşılık mahsup edilmektedir.

**Diğer alacaklar.** Şirket'in 2020 yılında 13,8 milyon TL olan diğer alacakları, 2021 yılında matrah artırımından yararlanılmasının sonucu olarak yaklaşık 7,2 milyon TL tutarındaki ilişkili taraflardan alacakları giderleştirilerek kapatılmış ve ilişkili taraflardan alacaklar 9,3 milyon TL'den 1,7 milyon TL'ye gerilemiştir. Bu duruma karşılık ilişkili olmayan taraflardan diğer alacakların artmasına bağlı olarak diğer alacaklar 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %25,0 düşüşle 10,4 milyon TL'ye gerilemiştir. 2022 yılında ortaklardan alacakların bir kısmı daha tahsil edilmiş ve ilişkili taraflardan diğer alacaklar 1,0 milyon TL'ye, ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar ise 0,07 milyon TL'ye gerilemiş olup diğer alacaklar 2021 yılsonuna göre %89,5 düşüşle 1,1 milyon TL'ye gerilemiştir. Cari dönemde ise ilgili hesap 2,4 mn TL olarak gerçekleşmiştir.



## Finansal Analiz

**Sözleşme varlıkları ve tahakkuk hesabı sadece gemi inşa segmentinde çalışırken tamir bakım ve dönüşümde Şirket, aylık hakkeleşler şeklinde çalışmaktadır. Bu minvalde TFRS sadece gemi inşa için proje tamamlanma oranına göre gelir yazmaktadır.**

**Şirket'in ana hammaddesi demir, sac, lama ve profildir. Geminin özelliğine göre çelik ve alüminyum da kullanılabilir.**

**Stoklar büyük oranda dövizli emtia olması sebebiyle bağımsız denetim hesaplamasında dikkate alınmasa da döviz açık pozisyonunda rayiç değerinden dikkate alınmalıdır.**

**2021 ve 2022'de 1,7 mn TL ve 49 mn TL temettü ödemesi yapılmıştır**

**Artan kur ve satışlar devreden KDV artışında etkilidir**

**Sözleşme varlıkları.** Gemi inşa projeleri genellikle 1 yıldan uzun vadeli projeler olup projeler için ilk başta belli bir oranda avans alınmaktadır. Geri kalan tutar ise inşanın tamamlanması sonrasında fatura edilmektedir. Bu sebeple Şirket, fatura edilene kadarki dönem içerisinde TFRS kurallarını baz alarak; katılanın maliyetler ve projenin karlılığını göz önünde bulundurarak projede o ana kadarki hak edişleri hesaplamakta ve gelir tablosuna gelir olarak kaydetmekte, faturası kesilmemiş bu gelirleri, sözleşme varlıklarında takip etmektedir. 2020 yılsonunda 30 mn TL olan sözleşme varlıkları, 2021 yılsonunda alınan avans tutarının azalması ile %511,4 artışla 183,3 mn TL'ye yükselmiştir. 2022 ve cari dönemde alınan avans tutarının yükselmesi, faturaların kesilmesi ve tahsilatların gerçekleştirilmesiyle ilgili hesap sıfıra inmiştir. Sözleşme varlıklarındaki tutarın hasılat ile paralel olarak artması beklenirken söz konusu dönemde hasılattaki artış, sözleşme varlıklarındaki artışın altında kalmıştır. Bu durumun en önemli nedenlerinden bir tanesi 2020 yılındaki projeler için alınan avans oranı ortalama %40 seviyesinde iken bu oran 2021 yılına doğru %20'lere kadar gerilemesidir. Alınan avans oranının azalması sözleşme varlıklarının oransal olarak hasılattan daha fazla artmasına sebep olmuştur. Bununla birlikte sözleşme varlıklarındaki tutarlar faturaların kesildiği tarihe göre ticari alacaklarda sınıflandırılabilir. Diğer bir neden ise gemi inşa ve bakım & onarım projelerinin yıl içerisinde homojen olarak dağılmaması ve faturaların kesilme tarihine göre sözleşme varlıkları ile ticari alacaklar arasında geçişkenlik olabilmektedir. Bu nedenle söz konusu kalemler hasılatla nazaran daha volatil olabilmektedir.

**Stok gelişimi.** Yurtdışında fiyatların daha uygun olması ve geniş ürün portföyü nedeniyle hammadde genelde yurtdışından alınmaktadır. Gemi niş bir alanda klas bir ürün olması nedeniyle hammaddenin belli bir kalitede ve sertifikalanmış olması önem arz etmektedir. 2020-2023/03 döneminde en büyük 10 tedarikçinin maliyetlerdeki payı %27-44 bandında olup önemli bir tedarikçi yoğunluğu bulunmamaktadır. Ukrayna'da çıkan savaş sonrası bazı ürünlerde Çin'e yönelindiği Yönetim tarafından beyan edilmiştir. Stoklar, temel olarak; gemi inşa ve bakım & onarım faaliyetleri için kullanılan sarf malzemelerden oluşmaktadır. Genel olarak bir projenin alınmasını müteakip gerekli ekipmanlar için hemen sipariş geçilmekte ve ekipmanlar gelince stoklara atılmaktadır. 2020 yılsonunda pandemi nedeniyle oluşan tedarik zinciri sıkıntıları nedeniyle olası sarf malzemesi temin edememe riskine karşı stoklu gidilme kararı alınmasının bir sonucu olarak stok seviyesi 40,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılsonunda ise gerek pandeminin sebep olduğu tedarik zinciri sorunlarının azalması gerekse projelerdeki döngüsellik etkisi nedeniyle stok seviyesi hasılat ve maliyetler artmış olmasına rağmen 2020 yılsonuna göre %33,3 düşüşle 26,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında ise gerek artan döviz kurlarının etkisi gerekse alınan siparişlerde görülen yükseliş nedeniyle stok tutarı 2021 yılsonuna göre %131,8 artışla 62,2 milyon TL'ye ulaşmıştır. Yükselen enflasyon ve çip krizi kaynaklı stoklama yaklaşımı da artışta etkili olmuştur. 2023/03'te ise yılsonunda 62,2 mn TL olan stoklar 105,8 mn TL'ye yükselmiş olup kur artışına ek olarak yüzer havuz projesi olan NB22 kaynaklı yüklü stok alımı artışta etkili olurken proje sipariş bazlı olup tamamlandığında stokta gerileme yaşanacaktır. Şirket, sipariş ve proje bazlı stok alımı yaptığından stoklar volatil seyredebilmekte olup projelerin başlangıç dönemlerini göz önünde bulundurmayan stok gün süresi hesaplamaları doğruyu yansıtmayabilecektir.

**Kısa vadeli peşin ödenmiş gider gelişimi.** 2020, 2021, 2022 ve 2023/03'te kısa vadeli peşin ödenmiş giderler sırasıyla 46,9 mn TL, 14,5 mn TL, 40,5 mn TL ve 60,5 mn TL olarak gerçekleşirken peşin ödenmiş giderler stoklar için verilen avans oldukları için stok hareketine benzer bir devrim göstermiştir. 2023/03'te peşin ödenmiş giderlerdeki artış kur artışına ek olarak müşteri adına yapılan NB22 yüzer havuz projesi için alınması gerekli olan stoklar için verilen avans olup proje gelişimine göre dalgalanma gerçekleşmektedir. 2023/03'te peşin ödenmiş giderlerde yer alan ilişkili taraf avansı ise Hatsan İnşaat ve Kar İnşaat'a araç kiralaması için gönderilen tutardan kaynaklanmaktadır.

**Diğer dönen varlıklar.** Diğer dönen varlıklar, devreden KDV'den oluşmaktadır. Devreden KDV tutarını oluşturan ana sebep KDV'siz mal ve hizmet ihracıdır. Şirket, gerçekleştirdiği hizmet (gemi bakım & onarım) ve mal (gemi inşa) satışları için KDV'siz fatura kesmektedir. Bununla birlikte bakım & onarım ve inşa için gerekli sarf malzemeleri KDV'li olarak satın alınmaktadır. Bu nedenle Şirket'in devreden KDV alacağı biriktirmektedir. Biriken KDV tutarı ise gerek kurumlar vergisi gerekse çalışanlar için ödenen SGK primlerinden mahsup edilmekte; kalan tutar ise Gelir İdaresi Başkanlığı'ndan talep edilmektedir. 1 yıl içerisinde gelirlerin %18'i kadar iade alınabilmektedir. 2020 yılsonunda 21,6 milyon TL olan devreden KDV tutarı 2021'de 28,1 milyon TL'ye 2022'de ise 37,5 milyon TL'ye kadar yükselmiştir. Devreden KDV tutarı, yapılan yatırım harcamaları ile satılan malın maliyetinin bir çıktısı olarak görülmelidir. Dolayısıyla devreden KDV tutarında yıllar itibarıyla görülen artış, gelirlerin ve dolayısıyla maliyetlerin ve yatırım harcamalarının artmasının doğal bir sonucudur.



## Finansal Analiz

**2023/03'te 3,3 mn TL kullanım hakkı varlıkları Kar Elektrik'ten kiralanan hangar ve depolama alanı ile araçlardan TFRS16 gereği oluşan hesaptır. İlgili bakiyenin daha önce oluşmaması ise konsolidasyonda yer alan bağlı ortaklıkların konsolidasyondan çıkması kaynaklıdır.**

**2021 ve 2022'de A-21 parsel yatırımları ve NB18 yüzer havuz yatırımı öne çıkmaktadır. A-21 parsel yatırımı Şirket'in tamir bakım ve gemi barındırma kapasitesi ve suya inme derinliğini artırma yatırımı olarak görülebilirken NB18 Şirket'in kendisi için yaptığı yüzer havuz yatırımıdır. NB18 ile Şirket öncesine göre daha büyük gemilere hizmet verilebilmektedir.**

**Şirket, 2022 yılında yeni bir yüzer havuz olacak olan NB21 için 17,7 mn TL yatırım gerçekleştirmiş olup gelecek yıllarda ilgili yüzer havuz yatırımlarını tamamlayıp satılması planlanmaktadır.**

**Şirket'in maddi duran varlıklarının gerçeğe uygun değer tespitine yönelik İntest Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından değerlendirme raporu hazırlanmış olmakla birlikte Şirket, maddi duran varlıklarını maliyet yönetimiyle muhasebeleştirdiği için söz konusu değer artışını finansal tablolara yansıtılmamıştır. 2023 Haziran ayında İntest Gayrimenkul tarafından güncellenmiş çalışmaya göre tüm tesis için 3.810 mn TL varlık değeri tespit edilmiştir.**

**Uzun vadeli finansal yatırımlar.** Uzun vadeli finansal yatırımlarda takip edilen şirketler Yalova Altınova Tersane Girişimcileri A.Ş. (Yalova Altınova), Erfa Mühendislik Turizm İnşaat Taahhüt Sanayi Ticaret A.Ş. (Erfa Mühendislik), Yalova Pilotaj A.Ş. (Yalova Pilotaj) ve Delta Proje İnşaat Turizm Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Ortakları Bahçeşehir Adi Ortaklığı (Delta Proje)'dir. 2021 yılsonu itibarıyla finansal yatırımların bilançodaki toplam kayıtlı değeri 20,4 milyon TL olup bu tutarın 17,1 milyon TL'si Yalova Altınova'dan, 3 milyon TL'si ise Erfa Mühendislikten oluşmaktadır. Yalova Altınova'nın 2019 yılındaki kayıtlı değeri A-20 parselinin (55.000 metrekare) kullanım hakkının 400.000 TL karşılığında Yalova Altınova'ya ortak olunması nedeniyle 400.000 TL'dir. 2020 yılında A-21 numaralı tersane parselinin hissesinin 16,6 milyon TL ödenerek satın alınması ile parseldeki tersane bünyeye katılmış ve kayıtlı değer 17,1 milyon TL'ye yükselmiştir. 2022 yılsonu itibarıyla ise finansal yatırımların kayıtlı değeri 17,4 milyon TL'ye gerilemiştir. Söz konusu düşüşün nedeni 2022 yılı içerisinde Şirket'in bağlı ortaklıklarının elden çıkarılması sebebiyle ilgili bağlı ortaklıkların maliyet bedeli üzerinden takip edilen finansal yatırımları konsolidasyon dışına çıkarılmıştır. Bağlı ortaklık Hatsan İnşaat'ın altında olan Erfa mühendislik Hatsan İnşaat'ın elden çıkarılması ile finansal yatırımlardan çıkmıştır. 2023/03'te ise ilgili hesapta kısmi bir artış yaşanması sosyal projeler de yürüten Yalova Altınova'daki sermaye artışı kaynaklıdır.

**Uzun vadeli ticari alacak.** 2022'de 8,8 mn TL olan uzun vadeli ticari alacak 2023/03'te sıfırlanmıştır. Şirket'in 2022 yılsonundaki 3,0 milyon TL tutarındaki ilişkili taraflardan uzun vadeli ticari alacağı; Şirket'in ilişkili tarafı Kar Elektrik'in sahip olduğu arsa üzerine yapılan çelik konstrüksiyon hangar binası sebebiyle oluşmuştur. Şirket, çelik konstrüksiyon hangar binasının inşa masraflarını üstlendiğinden Kar Elektrik'e kira ödemekte; kira bedeli hangar binasının masrafına karşılık mahsup edilmektedir. 2023/03'te bakiyenin vadesi nedeniyle ilgili hesap kısa vadeli ticari alacağı alınmış ve uzun vadeli kısımdan düşmüştür. Kalan bakiye ise 2022 yılı içerisinde satışı gerçekleşen NB18 Panamax yüzer havuz satışı kapsamında oluşan alacak bakiyesi olup 2023 yılı içerisinde tahsilatı tamamlanmıştır.

**Yatırım amaçlı gayrimenkuller.** Yatırım amaçlı gayrimenkullerdeki yatırımların önemli bölümü arazi ve binalara yapılan eklerden oluşmaktadır. Söz konusu gayrimenkuller, bağlı ortaklıkların bünyesinde yer alan ve kiraya verilen arsa ve ofislerden oluşmaktadır. 2020 yılında 49,0 milyon TL kayıtlı değeri olan yatırım amaçlı gayrimenkullerin değeri 2021 yılında 88,9 milyon TL'ye yükselmiştir. Söz konusu artışın ana nedeni yatırım amaçlı gayrimenkullerin yeniden değerlendirme sonucu değerlerinin artması olup cüzi kısmı ise 2020 ve 2021 yılında yapılan sırasıyla 0,6 milyon TL ve 0,2 milyon TL tutarındaki yatırımlardır. Söz konusu yatırımlar Kar Elektrik'in sahip olduğu arsa üzerine yapılan çelik konstrüksiyon hangar binası ile arazi üzerine yapılan yer altı ve yer üstü düzenlemeleri ile ilgili ortaklıkların sahip olup kiraladığı ofislere yapılan harcamalardan meydana gelmektedir. 2022 yılında bağlı ortaklıkların elden çıkarılmasının bir sonucu olarak yatırım amaçlı gayrimenkullerin kayıtlı değeri sıfıra inmiştir.

**Maddi duran varlıkların güncel değeri 3.810 mn TL.** Şirket'in 2020 yılsonunda 80,0 milyon TL olan maddi duran varlıkları, 2021 yılında yapılan yatırımlara bağlı olarak 449,3 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket, 2021 yılında 377,3 milyon TL maddi duran varlık yatırımı gerçekleştirilmiştir. Bu tutarın 109,8 milyon TL'si yer altı ve yer üstü yatırımlarından meydana gelirken 259,3 milyon TL'si yapılmakta olan yatırımlardan meydana gelmektedir. Yer altı ve yer üstü yatırımları, tersane arazisinde düz toprak dolgu yapılması, iskele ve zemin ıslahı gibi çalışmaları ifade ederken henüz tamamlanmamış yatırımlar yapılmakta olan yatırımlarda takip edilmektedir. İfade edilen yatırımların büyük bölümü 2020 yılında A-21 parselin kullanım hakkının elde edilmesi ile belirtilen yerdeki tersanenin işletme hakkının elde edilmiş olmasının bir sonucu olarak söz konusu bölgeye NB-18 Panamax Yüzer Havuzu inşasını ve A-21 parselde yapılan düzenleme yatırımlardır. Yüzer havuz yatırımı 2022 Mayıs ayında tamamlanmış olup yüzer havuz yılın 2. yarısı devreye alınmıştır. 2021 yılında ayrıca CNC ve kaynak makinesi, iskele, teleskopik platform, gemi indirme balonu gibi ekipmanlar satın alınmış ve yaklaşık 6,5 milyon TL tesis, makine ve cihaz yatırımı gerçekleştirmiştir. 2022 yılsonunda maddi duran varlıklar yapılan yatırımlara bağlı olarak 2021 yılsonuna göre %58,2 yükselişle 710,7 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket, 2022 yılında ise 335,4 milyon TL tutarında maddi duran varlık yatırımı gerçekleştirilmiştir. Söz konusu tutarın büyük bölümü NB-18 Panamax Yüzer Havuzu inşası için gerçekleştirilen yatırımların 2022 yılında tamamlanmasından dolayı 2020-2022 yılları arasında yapılmakta olan yatırımlarda takip edilen maliyetinin tesis makine cihazlara aktarılacak aktifleşmesinden kaynaklıdır. 2023/03'te ise maddi duran varlıklar 720,5 mn TL'ye yükselmiştir.

## Finansal Analiz

**Finansal borçların temel sebebi A-21 parsel ve yüzer havuz yatırıma ek olarak işletme sermayesi gerekliliğidir.**

**NB18 yüzer havuzu 2022 Mayıs ayında devreye alınmıştır**

**Kredilerin ağırlıklı bir kısmı dolar bazlı olup Şirket'in finansal borçları artan kura rağmen 2021 sonundan beri azalmaktadır**

**2023/03'te 594,6 mn TL toplam finansal borç bulunmaktadır**

**Önemli bir tedarikçi yoğunlaşma riski bulunmamaktadır**

**Ticari borç ödeme gün süresi kararlı bir şekilde 52-56 bandında**

**Artan personel sayısına ek olarak enflasyon nedeniyle maaş artışları çalışanlara sağlanan faydalar bakiyesini yükseltmiştir**

**Finansal borçlar.** Şirket'in yükümlülüklerinin 2020, 2021 ve 2022 yılsonları itibarıyla önemli bir kısmını finansal borçlar oluşturmaktadır. Şirket, iki ana nedenle kredi kullanmaktadır. İlk olarak tersane yatırımı gibi nedenlerle yapılan maddi duran varlık yatırımlarının finansmanı için kredi kullanılırken gemi inşa projeleri için gerekli olan işletme sermayesinin ihtiyacının karşılanabilmesi için de kredi ihtiyacı doğmaktadır. Maddi duran varlık yatırımları, doğası gereği uzun vadeli olup kullanılan krediler de bu anlamda uzun vadeli. Gemi inşa projeleri ise genelde 1 yıldan uzun vadeli projeler olduğundan ve tahsilatın önemli bölümü gemi inşası bitince tamamlanacağından gemi inşasının fonlanması için kullanılan kredilerin vadesi genellikle 1 yıldan uzun vadeli. Bu nedenle bilançoda görülen kredilerin önemli bölümü uzun vadeli krediler ile uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımlarından meydana gelmektedir. Şirket, 2020 yılında kullanım hakkını aldığı A-21 parselde tersane yatırımları için 11.000.000 USD, yüzer havuz yatırımı için 20.000.000 USD kredi kullanmıştır. Bu krediler finansal tablo dönemleri boyunca Şirket'e yatırımların ilgili kısımları tamamlandıkça parça parça tahsis edilmiştir. Şirket'in mevcut durumda kullanım hakkına sahip olduğu A-20 ve A-21 parseller yan yana olduğundan tek bir alan gibi kullanılmaktadır. 2021 ve 2022'de kapasite artışına sebep olan A21 parsel için yatırım gerçekleştirilirken pazardaki gelişmelere göre 2023 yılında ilave harcama yapılabilecektir. İlgili yatırımın finansmanı, banka kredisi ve özkaynaklarla sağlanmıştır. Söz konusu yatırımın bir parçası olan ve 2022 Mayıs ayında tamamlanmış olan yüzer havuzla Şirket'in inşa ve bakım & onarım yapabileceği gemi boyutu küçük ve orta boy gemilerden büyük boy gemiler düzeyine yükselmiştir. Havuzun boy uzunluğu yaklaşık %40 artmış olmasına karşılık çalışılabilen yüzey alanı 2,5 katına çıkmıştır.

**Finansal borçların önemli bir kısmı döviz bazlı.** Şirket'in 2020 yılsonunda 197,2 milyon TL olan finansal borçları, 2021 yılsonunda 671,9 milyon TL'ye yükselmiştir. Söz konusu artışın en önemli nedeni yüzer havuz yatırımı, A-21 parselde yapılan düzenleme yatırımları ile işletme sermayesi ihtiyacıdır. Kur artışı da bu durumda etkili olmuştur. Finansal borçlar 2022 yılsonunda ise 2021 yılsonuna göre %9,7 düşüşle 607,0 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında 1,7 milyon TL olan alınan avans tutarının 2022 yılında 169,9 milyon TL'ye yükselmesi ile bir nevi gelir tahakkuku olarak değerlendirilmesi gereken sözleşme varlıklarının 183,3 milyon TL'den sıfıra inmesinin bir sonucu olarak Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacı azalmıştır. Artan karlılık ve yatırım harcamalarının 2021 yılına göre kısmen düşmesinin etkisiyle Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 298,5 milyon TL'ye yükselmiş ve finansal borçlulukta sınırlı düşüş gerçekleşmiştir. Düşüşün sınırlı olmasının temel sebebi; 298,5 milyon TL'lik nakit ve nakit benzerleri tutarının, finansal borçların vadelerinin henüz gelmemesine bağlı olarak söz konusu borçların kapatılmasında henüz kullanılmaması kaynaklıdır. Şirket'in 2023/03'te ise toplam finansal borcu 2022 sonuna göre %2 gerileyerek 594,6 mn TL olarak kaydedilmiştir. Uzun bir dönemdir Şirket'in kredi kullanmaması, son 2 dönemde alınan avanslarla Şirket'in işletme sermayesinin nakit üretmeye başlaması ve karlılıktaki artışlar finansal borçlardaki gerilemenin temel nedenleridir. Bununla birlikte artan kur döviz bazlı borçlanma nedeniyle azalışı daha sınırlı tutmuştur.

**Ticari borçların gelişimi.** Ticari borçların büyük bir bölümü, gemi inşa ve bakım & onarım faaliyetleri için tedarikçilerden temin edilen sarf malzemeler kapsamında oluşan borçlardan kaynaklanmaktadır. Habaş'tan doğalgaz tedariki, Uludağ Elektrik'ten elektrik tedariki yapılmaktadır. Ana hammadde ise sac ve demir-çelikler. Çelik ekipman tedariki Çin'den sağlanmaktadır. Ticari borçlar dövizdeki hareketlere göre salınırken 2020-2023/03'te en büyük 10 tedarikçinin satın aldığı oranı %40-27 aralığında değişmiştir. 2020'de 42,5 mn TL olan ticari borçlar 2021'de %96,3 oranında artış ile 83,4 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2022'de ise ticari borçlar önceki seneye göre %21,4 oranında artarak 101,2 mn TL olarak meydana gelmiştir. 2023/03'ta ilgili hesap önemli bir değişikliğe uğramamış ve 104,3 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2020-2023/03'te borç ödeme gün süresi 52-56 bandında kararlı bir şekilde salınırken ticari borçtaki artış kurdaki yükseliş ve iş hacmindeki gelişim ile ilişkilendirilmektedir.

**Çalışanlara sağlanan faydalar.** Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, personel maaşları ve SGK primlerinden meydana gelmektedir. Söz konusu kalem, 2020 yılsonunda 2,1 milyon TL'den 2021 yılsonunda 2,6 milyon TL'ye 2022 yılsonunda ise 4,6 milyon TL'ye yükselmiştir. 2023/03'te ise 11,3 mn TL olarak kaydedilmiştir. Enflasyon nedeniyle maaşlara yapılan zamlar ve işçi statüsünde çalışan personel sayısındaki yükseliş artışın ana nedenleridir. Şirket'in 2020 yılsonu itibarıyla 180 olan personel sayısı, 2021 yılsonu itibarıyla artan iş hacmine bağlı olarak 2020 yılsonuna göre %22,2 artışla 220'ye yükselmiştir. 2022 yılsonu itibarıyla da artan iş hacmi ile birlikte yıl içerisinde devreye giren yeni yüzer havuzun etkisiyle Şirket'in kapasitesinin artmasına bağlı olarak personel sayısı artış göstermiş, 2021 yılsonuna göre %11,8 artışla 246'ya yükselmiştir. 2023/03'te çalışan sayısı 245 olarak kaydedilmiştir.

## Finansal Analiz

**2020-2023/03'de Şirket oldukça düşük ilişkili taraf hacmine sahiptir**

**Şirket, mevcut A-20 parsel yanındaki A-21 parsel için Yalova Altınova Tersane Girişimcileri A.Ş.'ye ait %4 oranındaki hisseyi 21.09.2020 tarihinde 16.505.000 TL karşılığında alarak ikinci tersane alanında hem altyapı yatırımına hem de gemi bloğu inşasına başlamış olup kapasitesini 116.133 m<sup>2</sup>'ye çıkarmıştır. Şirket'in mevcut durumda kullanım hakkına sahip olduğu A-20 ve A-21 parseller yan yana olduğundan mevcutta tek bir alan gibi kullanılmaktadır.**

**Yeniden değerlendirilmiş özkaynaklar 3,5 milyar TL**

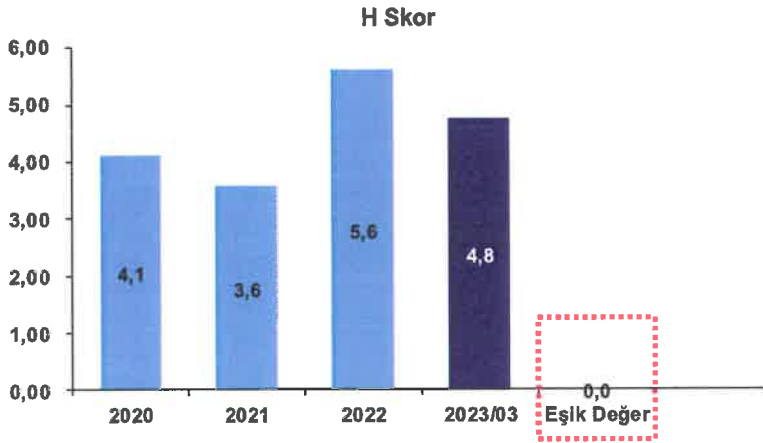
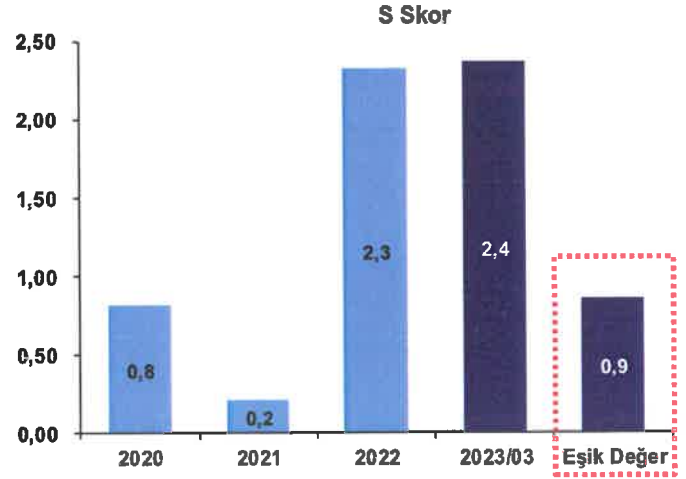
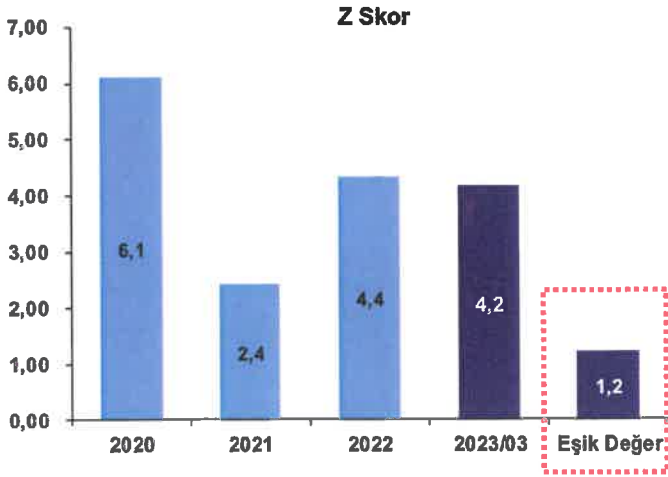
**Ertelenmiş gelirler.** 2020-2021 arasında düşük seyreden alınan avanslar 2022'de önemli bir yükseliş sergilemiş ve 169,9 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2023/03'te ise ilgili hesap 208,9 mn TL'ye yükselmiştir. Gemi inşa projelerindeki ortalama avans oranı %20-40 arasında değişirken gemi bakım & onarım projelerinde ise alınan avans tutarı %33'ün üzerindedir. 2022 sonunda oluşan yüksek avans rakamı müşteri siparişi olan NB22 yüzer havuzu kaynaklıdır. Ertelenmiş gelir hesabı dolar bazlı oluşmaktadır. Estonyalı müşterinin talebi ile yapımına 2022 sonunda başlanan NB22 2024 yılında sonlandırıldığında Şirket'in üretmiş olduğu 6. yüzer havuz olacaktır.

**Karşılıklar.** 2021 ve 2022'de 5,5-5,7 mn TL seviyesinde seyreden kısa vadeli karşılıklar 2023/03'te 10,9 mn TL'ye yükselmiştir. İzin karşılıkları da bakiyede yer almakla birlikte hesabı dava karşılıkları domine etmektedir. Şirket'ten alınan bilgilere göre karşılıklar işçi davaları ve gemilere yönelik açılan davalarla ilgilidir. Şirket yönetimi gemi davalarında riski sigortanın üstleneceğini ifade etmiştir. 2020, 2021, 2022 ve 2023/03'te diğer kısa vadeli yükümlülükler sırasıyla 10,3 mn TL, 6,9 mn TL, 6,9 mn TL ve 22,2 mn TL olarak kaydedilmiş olup ilgili hesabı ödenecek vergi ve fonlar domine etmektedir. 2023/03'te 1,2 mn TL olan kısa vadeli diğer borçlar ise ortaklara olan borçlardan kaynaklanmaktadır.

**Yüksek özkaynak karlılığı.** Şirket, 2022 Haziran 2022 yılında toplamda 227.893.627 TL tutarında sermaye avansı dağıtılmasına yönelik karar almış olup bu avans tutarının, 170.000.000 TL'lik kısmı Şirket'in 18.037.093 TL olan sermayesinin 188.037.093 TL'ye artırılması kapsamında söz konusu sermaye artırım tutarından, 49.325.440 TL'lik kısmı ortaklara ödenen nakit payından, kalan 8.568.187 TL'lik kısmı ise ayrılan yasal yedeklerden oluşmaktadır. Ortaklara nakit temettü dağıtılmasına karşın TTK ilgili ara dönemden sermaye artışı onaylarken SPK dönem sonu karından bu işlemin yapılabileceğini ifade ederek işlemi iptal etmiştir. Böylece Şirket TTK nezdindeki ara dönem karından sermaye artım işlemini iptal etmiş ve 2023 Ocak ayında sermaye azaltımı ve artışı eşanlı olarak yinelemiştir. Böylece özkaynaklar altında 227,9 mn TL'lik negatif bir denge hesabı kayıtlara girmiştir. 2020, 2021, 2022 ve 2023/03'te özkaynaklar sırasıyla 53,6 mn TL, 58,8 mn TL, 330,4 mn TL ve 379,2 mn TL olarak kaydedilmiştir. Maddi duran varlıkların 2023 Haziran ayında SPK'dan izinli değerlendirme kurumuna yapılan değerlemenin bağımsız denetimde muhasebeleşmesi halinde ise Şirket'in yeniden değerlendirilmiş özkaynakları 3,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket muhasebe politikası gereği yeniden değerlemeyi muhasebeleşirmeden maliyet değerinden mali tablolarına yansıtmayı tercih etmiştir. 2022 ve 2023/03'te özkaynak karlılığı sırasıyla %96,5 ve %99,1 ile 10 yıllık devlet tahvil faizi olan %17'nin oldukça üzerinde getiri sağlayarak verimli sermaye yapısına işaret etmektedir.



Bilanço				
31 Aralık,	2020	2021	2022	2023/03
TL	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş
Hatsan	ÖBDR	ÖBDR	ÖBDR	ÖBDR
<b>Aktifler</b>	<b>321.964.166</b>	<b>854.812.809</b>	<b>1.231.829.634</b>	<b>1.336.552.616</b>
Nakit ve Benzerleri	5.663.936	15.390.072	298.487.731	226.809.022
Finansal Yatırım	-	-	-	38.556.489
Ticari Alacaklar	12.423.937	16.887.399	53.929.426	107.888.281
Diğer Alacaklar	13.811.820	10.362.230	1.092.827	2.388.024
Söz. Var.	29.986.624	183.346.006	-	-
Stoklar	40.232.720	26.831.132	62.203.179	105.790.433
Peşin Ödenmiş Gid.	46.906.004	14.530.815	40.530.433	60.476.645
Carî Dön. Vergi Var.	42.640	277.012	902.708	1.185.979
Diğ. Dön. Var.	21.626.947	28.136.548	37.517.897	50.927.763
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>170.694.628</b>	<b>295.761.214</b>	<b>494.664.201</b>	<b>594.022.636</b>
Diğer Alacaklar	23.670	23.670	29.587	29.587
Finansal Yatırım	20.376.060	20.376.060	17.358.060	17.858.283
Ticari Alacaklar	-	-	8.797.339	-
Kullanım Hakkı Var.	-	-	-	3.347.360
Maddi Duran Varlıklar	79.985.015	449.293.383	710.719.718	720.508.370
Yat. Amaç. Gay.	48.952.500	88.892.500	-	-
Maddi Olmayan Duran Var.	684.843	453.975	260.729	211.896
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	-	574.484
Diğ. Dur.Var.	1.247.450	12.007	-	-
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>151.269.538</b>	<b>559.051.595</b>	<b>737.165.433</b>	<b>742.529.980</b>
<b>Özkaynak ve Yükümlülükler</b>	<b>321.964.166</b>	<b>854.812.809</b>	<b>1.231.829.634</b>	<b>1.336.552.616</b>
Kısa Vad. Borç.	1.031.033	1.668.915	7.853.029	5.287.291
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	102.660.929	266.550.709	117.267.929	96.095.806
Ticari Borçlar	42.478.592	83.394.855	101.242.051	104.287.462
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	2.112.038	2.645.550	4.601.407	11.337.418
Diğer Borçlar	734.875	1.891.840	1.242.801	1.226.797
Ertelenmiş Gelirler	30.620	1.715.900	169.893.392	208.876.904
Kısa Vad. Karş.	4.300.687	5.547.233	5.710.139	10.903.660
Diğ. Kısa Vad. Yüküm.	10.358.847	6.933.212	6.918.073	22.226.755
<b>Kısa Vad. Yükümlülükler</b>	<b>163.707.621</b>	<b>370.348.214</b>	<b>414.728.821</b>	<b>460.242.093</b>
Uzun Vad. Borç.	93.346.041	403.565.559	481.778.543	493.236.924
Diğer Borçlar	2.010.063	1.701.217	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	769.114	1.146.002	2.566.248	2.113.266
Uzun Vad. Kir. Yük.	-	-	-	1.792.021
Ertelenmiş Vergi Yük.	3.683.267	10.519.011	2.348.251	-
<b>Uzun Vad. Yükümlülükler</b>	<b>99.808.485</b>	<b>416.931.789</b>	<b>486.693.042</b>	<b>497.142.211</b>
Sermaye	6.351.093	18.037.093	188.037.093	188.037.093
Sermaye Düz. Fark.	22.876	22.876	22.876	22.876
Dönemde Ödenen Kar Payı Avı	-	-	(227.893.627)	-
Kardan Ayrı. Kısıt. Yed.	53.236	849.849	9.418.036	25.905.764
Diğ. Kap. Gel.	-	-	-	(214.822)
Geçmiş Yıl Karları	40.185.318	32.949.359	39.908.924	116.442.046
Net Kar	6.992.254	6.959.565	320.914.469	48.975.355
<b>Kont. Gücü Olma. Pay.</b>	<b>4.843.283</b>	<b>8.714.064</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Ana Ortak. Özkaynakları</b>	<b>53.604.777</b>	<b>58.818.742</b>	<b>330.407.771</b>	<b>379.168.312</b>



**Temel finansal  
güçlülük  
testleri olan Z,  
H ve S skorda  
önemli başarı**

Not: H skor 0 seviyesini, Z skor 1,23 seviyesini ve S skor 0,9 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işareti verir.

Z Skor:  $0,717 * ((\text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vad. Yük}) / \text{Aktifler}) + 0,847 * (\text{Kar Yedekleri} + \text{Geçmiş Yıl Karları}) / \text{Aktifler} + 3,107 * (\text{EBIT} / \text{Aktifler}) + 0,42 * (\text{Piyasa Değeri} / \text{Toplam Borçlar}) + 0,998 * (\text{Net Satışlar} / \text{Aktifler})$

S Skor:  $1,03 * ((\text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vad. Yük}) / \text{Aktifler}) + 3,07 * (\text{EBIT} / \text{Aktifler}) + 0,66 * (\text{EBIT} / \text{Kısa Vad. Yük}) + 0,4 * (\text{Net Satışlar} / \text{Aktifler})$

H Skor:  $5,528 * (\text{Kar Yedekleri} + \text{Geçmiş Yıl Kar.} / \text{Aktifler}) + 0,212 * (\text{Net Satışlar} / \text{Aktifler}) + 0,073 * (\text{Vergi Öncesi Kar} / \text{Özkaynak}) + 1,27 * (\text{Nakit ve Benzerleri} / \text{Toplam Borç}) - 0,12 * (\text{Toplam Borç} / \text{Aktifler}) + 2,335 * (\text{Kıs. Vad. Yük} / \text{Aktifler}) + 0,575 * \text{Log}(\text{Mad. Duran} + \text{Maddi Olmayan Duran Var.}) + 1,083 * ((\text{Dönen Varlıklar} - \text{Kıs. Vad. Yük}) / \text{Toplam Borç}) + 0,849 * \text{Log}(\text{EBIT} / \text{Finansman Gid.}) - 6,075$

## Finansal Analiz

**Şirket yurtiçinde İDO ile çalışırken satışların önemli bir kısmı yurtdışındadır. Bu durumda en önemli etkenler Türkiye’de gemi filosunun çok geniş olmaması ve döviz bazlı gelirin Şirket için daha olumlu olmasıdır.**

**2022’de Şirket kendi kullanımında olan eski yüzer havuzu satarken müşteri adına üretilip satılan yüzer havuzlar gemi inşa projelerinde takip edilmektedir.**

**Şirket geçmişte NB04, NB10 ve NB18’i kendi adına yaptığı ve eskiyen versiyonları sattığı yüzer havuz olurken NB14 (Danimarka), NB12 (Askeri tersane) müşteri adına yapıp satılan yüzer havuzlardır. NB22 Estonya adına mevcut durumda yapımı devam eden yüzer havuz olurken Şirket kendi adına yapacağı NB21 için 2022’de 17,7 mn TL yatırım harcaması gerçekleştirmiştir.**

**Tamamlanma süresi 1 yılı aşabilen gemi inşada TFRS tamamlanma oranına göre gelir yazarken dönüşüm ve bakım onarımında aylık hak ediş usulü gelir yazılmaktadır.**

**Satışlarda mevsimsellik olmamakla birlikte satış, karlılık ve işletme sermayesi kalemleri proje bazlı değişebilmektedir**

**Satış kanalları.** Gemi dönüşümde geçmişte önemli sayıda proje tamamlanmış ve Karadeniz Holding için enerji gemi dönüşümleri yürütülmüştür. Farklı müşteriler için askeri gemiler, balıkçı gemileri, özel amaçlı gemiler inşa edilirken Şirket kendi için 3; müşteri siparişi için 3 olmak üzere toplamda 6 yüzer havuz inşa etmiştir. Gemi tamir bakımında ise birçok müşteri bulunmakta olup yurtiçinde en önemli müşteri İDO’dur. Uluslararası mevzuat gereği her gemi belirli periyotlarda bakım yaptırmak zorunda olup bakım müşterileri, içinde Hatsan Gemi’nin de bulunduğu uluslararası liste üzerinden bakım talebinde bulunmaktadır. Gemiler 5 yılda bir ağır bakım ve 2,5 yılda bir ise ara bakım yaptırmadıkları takdirde gemiye sigorta yaptırılamaz, gemi limana yanaşamaz ve yük almasına izin verilmez. Şirket’in hasılatının 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla %91, %97 ve %90’ını yurt dışı satışlar oluşturmakta olup yurtiçinde yeterince pazar olmaması bu durumda etkindir. Ayrıca hem yurt içi hem de yurt dışına yapılan satışların tamamına yakını döviz bazlıdır. Şirket’in yurt içi müşterileri genelde gemi bakım & onarım hizmeti verilen İstanbul Deniz Otobüsleri (İDO) ve benzeri yerli firmalardır. Diğer satışlar, hurda satışları, yurtdışı fuarlar için devlet desteği ve SGK prim teşviklerinden meydana gelmektedir. 2022 yılında görülen gayrimenkul faaliyetleri kapsamındaki gelirler ise Şirket’in eski bağlı ortaklıklarından gelen gelirler olup 2022 yılında bu firmalar Şirket bünyesinden çıkarılmıştır. Şirket’in ana faaliyet alanı yeni gemi inşası, gemi tamir bakımı ve gemi dönüşümü faaliyetleridir. Bakım onarım faaliyetleri finansal tablo dönemleri itibarıyla net satışların ortalama %24’ünü oluştururken genel inşa faaliyetleri %53’ünü oluşturmuştur. Gemi bakım ve onarım faaliyetleri, genel olarak 2-3 aylık bir süreçten, gemi inşa projeleri bir yıldan uzun sürebilmekte ve gemi inşasının tamamlanması sonrasında fatura edilmektedir. Bu sebeple Şirket, fatura edilene kadarki dönem içerisinde TFRS kurallarını baz alarak; katlanılan maliyetler ve projenin karlılığını göz önünde bulundurarak projede o ana kadarki hak edişleri hesaplamakta ve gelir tablosuna gelir olarak kaydetmekte, faturası kesilmemiş bu gelirleri, sözleşme varlıklarında takip etmektedir. Gemi dönüşüm faaliyetleri ise finansal tablo dönemleri itibarıyla net satışların ortalama %12’sini oluşturmuştur. Şirket, ayrıca talebe göre yüzer havuz inşası ve satışı gerçekleştirmektedir.

**Gelirlerde güçlü büyüme.** 2020 yılında 384,2 milyon TL olan hasılat, 2021 yılında 2020 yılına göre %19,2 artışla 458,1 milyon TL’ye, 2022 yılında da 2021 yılına göre %147,2 artışla 1,1 milyar TL’ye yükselmiştir. 2021 yılında pandemi etkilerinin devam etmesi, Şirket’in kaynaklarının bir kısmını yeni yatırım olan yüzer havuz inşası ve A-21 parselde 2020 yılında kullanım hakkı elde edilen bölümün düzenlenmesinde kullanması sebebiyle Şirket’in satışları 2020 yılına göre sınırlı artış göstermiştir. NB18 yüzer havuzu yapılırken A-21 parsel yatırımının bitmemesi nedeniyle yüzer havuz inşası döneminde tamir bakım için kullanılabilen alanın bir kısmı kullanılamamış ve bu durum 2021’de gelirleri etkilemiştir. 2022 sonu itibarıyla A21 parselde önemli bir kapasite artışı sağlanması nedeniyle bundan sonraki dönemlerde yüzer havuz inşasına rağmen kapasite artışı nedeniyle gelirden sınırlama olmayacaktır. 2021 yılının son çeyreğinde kur artışı gerçekleşmiş olmakla birlikte 2021’de ortalama kur görece düşük kalmış olup bu durum da gelir büyümesinin sınırlı olmasında etkili olmuştur. 2022 yılında pandemi etkisinin neredeyse sona ermesiyle artan sipariş miktarı, yükselen döviz kurları ve eski yüzer havuzun satışına bağlı olarak Şirket’in hasılatı, 2021 yılına göre %147,2 artış göstermiştir. Şirket NB18’in tamamlanması ile eski yüzer havuzunu 2022 yılının ikinci çeyreğinde Karadağ’a satmıştır. 2022 Mayıs ayında yeni yüzer havuzun devreye girmesi ile daha büyük gemilere hizmet verilebilir olmuştur. Bu durum gelir ve karlılığa olumlu yansımıştır. Ayrıca 2021 ve 2022’de A-21 parselde yapılan yatırımlarla Şirket’in tamir bakım ve iskelelele yanaşma kapasitesi artmış olup ilgili kapasite yatırımı 2022’ye kısmi yansımış ve asıl etkinin 2023’te görülmesi beklenmektedir. Aracı firmalar, yurtdışı müşteri temin ve Hatsan’ın müşterilere pazarlanması konusunda Şirket ile uzun yıllardır çalışırken tamir bakımında müşterilerin ihtiyacına göre araştırma yaptığı sitelerde Şirket üyelikleri bulunmakta olup ilgili 2 kanal da gelir artışında etkili olmaktadır. Dünyaca tanınmış aracı firmalar ile çalışmanın yanında görece daha küçük komisyoncularla da bazen çalışılabilmektedir. 2023/03’te de 2022’deki güçlü büyümeyi teyit edecek artış sürmüştü ve net satışlar %111,8 yükselerek 306,5 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2023/03’te gelirlerdeki güçlü artışta artan ortalama kur, A-21 parselin büyük oranda bitmesi ile sağlanan kapasite artışı, kapasitesi yüksek NB18 ile daha büyük gemilere hizmet verilmesi temel parametrelerdir. 2023/03’te yurtiçi satışların önceki senenin aynı dönemine göre önemli oranda azaldığı görülmektedir. Şirket’in NB18 ve A-21 ile kapasitesinin artması ile daha seçici bir konuma geçmesi ve karlılığı yüksek yurtdışı satışlara yönelmesi bu durumun temel sebebidir. 2022’de alınan 85 tonluk portal vinç Şirket’in hizmet kapasitesini rakiplerine göre ayırtarak birlikte ilgili vinç etkisinin 2023 yılının ikinci çeyreği ile başlayacağı varsayılmaktadır. 2020-2023/03 arasında Şirket’in hasılatının yıllık bileşik büyüme oranı %72’dir.



## Finansal Analiz

**Geçmiş yıllara bakıldığında SMM'de ticari mal maliyeti gözükmele birlikte ilgili kalem 2022'de konsolidasyondan çıkarılan bağlı ortaklıklarla ilgilidir. Şirket SMM kalemi olarak sadece satılan mal maliyeti ve satılan hizmet maliyetine tabidir.**

**Vadesi kısa olan bakım ve tamir işlerinde fiyat güncellemesine gerek duyulmazken gemi dönüşüm ve inşada uzun dönemli sözleşmelerde maliyet artışı olduğunda belirli bir formülizasyon ile bu durum fiyat güncellemesini beraberinde getirebilmektedir.**

**2022'nin ikinci çeyreğinde eski yüzer havuz satışı gerçekleştiği için bu etki nedeniyle 2023'ün ikinci çeyreğinde de brüt kar marjında gerileme beklenmektedir.**

**2022'nin son çeyreğinde alınan ve Şirket'i rakiplerine göre farklılaştıran kaldırma kapasitesi oldukça yüksek 15 tonluk portal vincin iş yapabilme kapasitesi nedeniyle 2023'te hem brüt kar marjına hem de gelirlere olumlu yansımaları beklenmektedir. İlgili vinç gemi havuza alınmasa da gemiye işlem yapılabilmesini sağlamak anlamında önemli bir katma değer olarak görülmektedir. Birçok müşteri doluluk nedeniyle boş havuz bulamamaktadır.**

**Brüt kar marjı yıllara sari artmakta.** Hizmet maliyeti bakım onarım faaliyetlerinin giderleri olup taşeron işçiler bu hesapta yer almaktadır. Satılan mal maliyeti ise gemi inşa ve gemi dönüşüm maliyetleridir. 2020, 2021 ve 2022'de brüt kar marjı sırasıyla %12,3, %17,5 ve %47,2 olarak gerçekleşmiş ve önemli bir yükseliş göstermiştir. 2021 yılında brüt kar marjının artmasındaki en önemli faktör, brüt kar marjı daha yüksek olan "Gemi Dönüşüm" segmentinden kaynaklanan gelirlerin toplam gelirler içindeki payının artmasıdır. Pandemi nedeniyle 2020 yılında gemi inşa taleplerinde gerek adetsel gerekse hacimsel azalma nedeniyle sabit giderlerin satışların içindeki payının artmasının doğal bir sonucu olarak brüt kar marjı, 2020 yılında bir miktar gerilemiştir. Bununla birlikte pandemik etkinin azalması ile ticari faaliyetlerden görülen toparlanma gemi inşa ve bakım & onarım taleplerini artırmış ve özellikle A-21 parseldeki iskele yatırımının 2021'de kısmen devreye girmesinin etkisiyle daha büyük boyutlardaki gemi tamir bakım işlerinin alınmaya başlamasının sonucu olarak brüt kar marjı, %17,5 seviyesine yükselmiştir. 2022 yılında ise 2021 yılına kıyasla satış gelirleri yaklaşık %147,2 oranında artarken satışların maliyetleri ise 2021 yılındaki 378,1 milyon TL seviyesinden sadece %58,1 oranında artışla 598,0 milyon TL seviyesine yükselmiştir. Maliyetlerdeki yükselişin satış gelirlerine kıyasla oldukça düşük kalmasının temel nedeni 2022 yılında satışı gerçekleşen yüzer havuzun inşasının 2016-2017 yıllarında tamamlanması ve 2022 yılına kadar ayrılan amortisman nedeniyle maliyetinin amortisman şeklinde yıllara sari yazılmış olmasıdır. 2022 yılında döviz kurlarında yaşanan yükseliş de satış gelirlerini pozitif etkilerken maliyetin geçmiş yıllarda kaydedilmiş olması da brüt kar marjını desteklemiştir. Bununla beraber 2022 yılında NB18 Panamax yüzer havuzunun faaliyete geçmiş olmasının bir sonucu olarak daha karlı olan büyük gemilere hizmet verilmesi ile özellikle bakım & onarım segmentindeki brüt kar marjının sürdürülebilir bir şekilde yükselmiş olması brüt kar marjının %17,5 seviyesinden %47,2 seviyesine yükselmesindeki bir diğer önemli parametredir. Ayrıca bazı maliyetlerin TL olması sebebiyle artan kur brüt kar marjını desteklerken A-21 yatırımı ile taşere edilen bazı faaliyetlerin içeride kalması kar marjını olumlu etkilemiştir. 2022/03'te %29 olan brüt kar marjının 2023/03'te %25,2'ye gerilediği görülmektedir. 2022 sonuna göre kar marjındaki keskin gerileme yüzer havuz satışı etkisinin yok olması kaynaklıdır. Bununla birlikte dönemler kıyaslandığında brüt kar marjındaki hafif gerileme 2023/03'te yüksek enflasyon ile TL giderlerde önemli bir artış yaşanmasına rağmen birçok ihracatçıda görüldüğü üzere enflasyondaki hareketin dolar kuruna yansımaması kaynaklıdır. Sonraki süreçte ise enflasyondaki yükselişin kura yansımaları meydana gelmiştir. 2023 Haziran'da başlayan kur hareketinin kısmi olarak 2. çeyreğe yansımaları beklenmesine rağmen 3. çeyrekte kurdaki önemli yükseliş Hatsan gibi ihracatçı firmalar için hem gelir artışı hem de brüt kar marjının tekrar yükselmesi anlamına gelmektedir.

**Genel yönetim giderleri gelişimi.** Genel yönetim giderlerinin büyük bölümü personel giderleri, vergi, resim ve harç giderleri, danışmanlık giderleri ile kira ve ofis giderlerinden meydana gelmektedir. Vergi, resim harç giderleri içerisinde mal müdürlüğüne ödenen kira giderleri, satın alınan araçların ÖTV tutarları ile damga vergileri yer almaktadır. 2020 yılında 1,3 milyon TL olarak gerçekleşen vergi, resim ve harç gideri 2021 yılında 2,2 milyon TL'ye yükselmiş 2022 yılında ise 0,6 milyon TL'ye gerilemiştir. 2021 yılındaki artışın ana nedeni VUK'a göre olan hasılat üzerinde mal müdürlüğüne ödenen kullanım hakkı bedeli, A-21 parsel için ödenen imar harcı tutarı ve NB18 Panamax Yüzer havuz için ödenen tonaj harcıdır. Danışmanlık giderleri; hukuk, mali müşavirlik ve çevre atık yönetim sistemleri danışmanlık giderlerinden meydana gelmektedir. Danışmanlık giderlerinin 2020-2022 arasındaki artışında halka arz hazırlık süreçleri de etkili olmuştur. Gelirlerdeki artışla yükselen KDV iadesi de mali müşavir gideri nedeniyle danışmanlık gider artışında etkili olmuştur. Personel giderleri; enflasyon ve personel sayısındaki artışa bağlı olarak 2020 yılındaki 0,7 milyon TL'den 2021 yılında 1,1 milyon TL'ye yükselmiş, 2022 yılında da artan enflasyon ve personel artışına bağlı olarak 4,0 milyon TL'ye ulaşmıştır. Diğer giderler içerisinde araç tamir giderleri, haberleşme giderleri, özel iletişim vergisi, bağış ve yardımlar ile bilgi işlem gideri ve reklam ilan giderleri yer almaktadır. Kira giderlerinde genel merkez binası ve Kar Elektrik'ten kiralanan hangar binası bulunmaktadır. Kar Elektrik konsolidasyondan çıktıktan sonra ilgili gider oluşmuş olup 2023/03'teki kira gideri büyümesi bu durum kaynaklıdır. Sonuç olarak 2021 yılında genel yönetim giderleri ilgili yıldaki enflasyona paralel %23,3 oranında artarak 11,6 mn TL'ye ulaşmıştır. 2022 yılında ise genel yönetim giderleri gerçekleşen ortalama enflasyonun altında %55,3 oranında yükselerek 18 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2023/03'te ise genel yönetim giderleri %22,3 gerilemiş ve 5,8 mn TL olarak kaydedilmiştir. Cari dönemde halka arzın da etkisiyle danışmanlık giderlerindeki önemli artışa rağmen vergi resim harç giderleri, amortisman giderleri ve diğer giderlerdeki gerileme ile genel yönetim giderlerinde yüksek enflasyon döneminde tasarruf sağlanmıştır.

## Finansal Analiz

**Pazarlama giderleri, gemi inşa ya da bakım & onarım işi getiren araçlara ödenen komisyonlardan oluşturmaktadır. Pazarlama giderlerinin satış payındaki dalgalanma müşteri bulan komisyoncunun çalışma şekline göre değişebilmektedir. Bazı komisyonerler müşterinin bulunmasına rağmen proje bitiminde komisyon geliri beklerken bazıları projenin uzun dönemini dikkate alarak projenin başlangıcında komisyon talep etmektedir.**

**Yatırım faaliyetlerinden gelirlerde yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artışları en büyük gelir kalemini oluştururken Yalova Pilotaj'dan alınan temettü gelirleri, iştiraklerden alacak tutarlarına işletilen adet tutarları ve nakit & nakit benzerlerinden elde edilen faiz gelirleri de yatırım faaliyetlerinden gelirler kalemini oluşturmuştur. Yalova Pilotaj büyük çaplı gemilere tersaneye yanaşırken manevra yaptırmaktadır.**

**30.09.2022 ve 31.12.2021 tarihleri itibarıyla yatırım amaçlı gayrimenkullerin rayiç değeri SPK lisanslı Invest Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanmış ve ilgili raporlara göre 2021 ve 2022'de değer artışları yatırım faaliyetlerden gelirlerde gösterilmiştir.**

**Bağımsız denetim dönemlerine bakıldığında 2020 ve 2021'de ödenen kısmi vergiler göz ardı edildiğinde Şirket'in kurumlar vergisi ödemediği dikkat çekmektedir.**

**Pazarlama gider gelişimi.** 2020 ve 2021 arası pazarlama giderlerinin hasıllata oranı sırasıyla %3,0 ve %2,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022 yılında ise bu oran artarak %4,5 seviyesine ulaşmıştır. İlgili oran, alınan işin mahiyetine göre değişebilmektedir. 2022 yılındaki pazarlama gideri satış payı artışında aynı yılın ikinci çeyreğinde gerçekleşen Şirket'in kullanımındaki yüzer havuz satışı etkili olmuştur. 2020 yılında 11,4 milyon TL olan pazarlama giderleri, 2021 yılında 2020 yılına göre %1,2 oranında sınırlı düşüşle 11,3 milyon TL olarak kaydedilmiş olup 2022 yılında ise 2021 yılına göre %349,3 artışla 50,6 milyon TL'ye yükselmiştir. Yurtdışı aracılık ve komisyon giderleri içerisinde fuar katılım maliyetleri ile katalog giderleri de yer almaktadır. 2023/03'te ise pazarlama giderleri önceki senenin aynı dönemine göre %61,1 oranında artmış ve 6,4 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2022/03 ve 2023/03 dönemlerinde Şirket'in kendi kullanımındaki yüzer havuz satışı olmadığı için sırasıyla pazarlama giderleri satış payı %2,7 ve %2,1 ile tarihi ortalamaya tekrardan yakınsamıştır.

**Esas faaliyetlerden diğer gelir/gider gelişimi.** Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerini ticari faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı geliri ve gideri domine etmektedir. Bu durum dönem içinde Şirket'in döviz bazlı ortalama ticari alacak ve peşin ödenmiş giderlerle ortalama ticari borç ve alınan avans kaynaklı varlıklarının neti ve dövizdeki harekete göre değişmektedir. İlgili kalemlere tek seferlik kalemler de bazı yıllarda etki edebilmektedir. 2021'de Şirket'in matrah artırımından kaynaklanan 7,6 mn TL matrah artırımı gideri esas faaliyetlerden diğer giderlerde kaydedilirken 2023/03'te dava karşılık giderleri de esas faaliyetlerden diğer giderlerde muhasebeleşmiştir. Dava karşılıkları sigortası bulunan gemi davaları ve işçi davalarından oluşmaktadır. Karşılıklarda olumlu bir gelişme olması durumunda ise 2023/03'te olduğu gibi konusu kalmayan karşılık geliri esas faaliyetlerden diğer gelirlerde kaydedilmektedir. 2020, 2021, 2022, 2022/03 ve 2023/03'te esas faaliyetlerden diğer gelir-gider neti sırasıyla -2,7 mn TL, -39,9 mn TL, -2,2 mn TL, 2,5 mn TL ve 7,3 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 sonunda kurlardaki artış ve son çeyrekte 2 proje için alınan avans ve artan ticari borç kaynaklı ticari faaliyet kalemlerinde döviz açığında bulunması önemli bir net zarar doğurmakla birlikte diğer yıllarda dengeli bir durum ortaya çıkmıştır. 2022/03, 2023/03 ve 2023/03 son 4 çeyrek rakamlarında esas faaliyetlerden diğer gelir/gider nette pozitifdir.

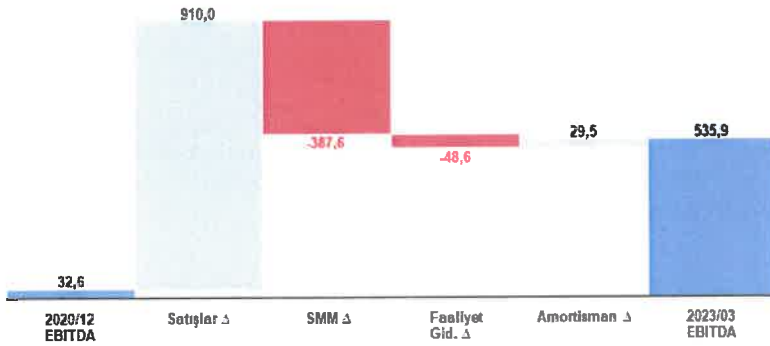
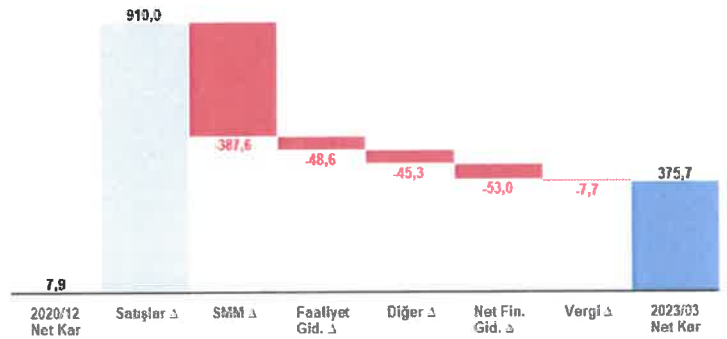
**Diğer gelir/gider gelişimi.** Yatırım amaçlı gayrimenkuller 2022 yılına kadar konsolidasyonda yer alan ve yılın son döneminde konsolidasyondan çıkarılan Kar Elektrik şirketine ait bina ve arsalar ile Kar İnşaat şirketine ait ofislerden oluşmaktadır. 2022 yılında 73,5 mn TL yatırım faaliyetlerinden gider oluşması bağlı ortaklık satışı kaynaklıdır. İlgili bağlı ortaklıklar Şirket'in ana faaliyeti ile doğrudan ilişkisi olmayıp yıllar önce gerçekleşen birleşme ve bölünme işlemleri sonrası Şirket bünyesine dahil edilmiş firmalardır. 2021 ve 2022'de ilgili şirketlerin bünyesinde yer alan varlıklara değerlendirme yapılmış olması sebebiyle özkaynakların gerçek değeri yükselmiş; Şirket ise ilgili varlıkları kendi maliyeti olan 42 mn TL'den devretmiştir. Bu durum daha önce yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışı kararının terse çevrilmesine sebep olmuştur. 2022 sonu itibarıyla yatırım amaçlı gayrimenkuller bünyeden çıktığı için 2023/03'te yazılan yatırım faaliyetlerinden gelirler nakit pozisyonundan yazılan faiz gelirlerinden kaynaklanmış ve artan kurlar nedeniyle önceki senenin aynı çeyreğine göre önemli bir artış göstererek 2 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2020, 2021 ve 2022'de sırasıyla finansman giderleri 32,6 mn TL, 40 mn TL ve 97,7 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2023/03'te ise finansman giderleri önceki senenin aynı dönemine göre %30 gerilemiş ve 28,2 mn TL olarak kaydedilmiştir. Şirket, TUGS'a kayıtlı gemiler ve TUGS'a kayıtlı yüzer havuzdan elde ettiği gemi inşa ve tamir bakım gelirlerinden kurumlar vergisi ödemekzen gemi dönüşüm ve tamamlanmayan inşa projelerinden kurumlar vergisine tabidir.

**Güçlü EBITDA büyümesi.** Sonuç olarak Şirket konsolide edilen firmalar arındırılmış olarak 2020, 2021 ve 2022'de sırasıyla 32,6 mn TL, 65,2 mn TL ve 494,3 mn TL EBITDA üretmiştir. 2020-2022 arasında EBITDA büyümesi etkileyici bir seviyededir. Finansal analizde detaylandırıldığı şekliyle artan satış hacmine paralel yükselen brüt kar marjı ve satış büyümesine göre önemli bir yükseliş sergilemeyen faaliyet giderleri EBITDA büyümesinin temellerini oluşturmuştur. İlgili büyüme 2023/03 döneminde de sürmüştü ve EBITDA önceki senenin aynı dönemine göre %121,3 oranında artarak 75,8 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2023/03 itibarıyla son 4 çeyrek EBITDA ise 535,9 mn TL olarak kaydedilmiştir. Net kardaki büyüme ise EBITDA'daki büyümeden daha hızlıdır. Operasyonel karlılıktaki artışa ek olarak Şirket'in vergi muafiyeti net karlılıkta etkilidir. 2020 yılında 7,9 mn TL olan net dönem karı 2022'de 318,7 mn TL'ye ulaşmıştır. 2023/03 döneminde ise önceki yılın aynı döneminde -8 mn TL olan net dönem karlılığı 48,9 mn TL'ye yükselmiştir. Cari dönemde düşen brüt kar marjına rağmen artan ciro ve faaliyet giderlerinde sağlanan tasarruf ve düşen net finansman giderleri karlılık sıçramasında etkili parametrelerdir. 2023/03 itibarıyla son 4 çeyrek net kar ise 375,7 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2020-2023/03 itibarıyla net satış, EBITDA ve net karda YBBO sırasıyla %71,6, %247,2 ve %455,1 olarak kaydedilmiştir.

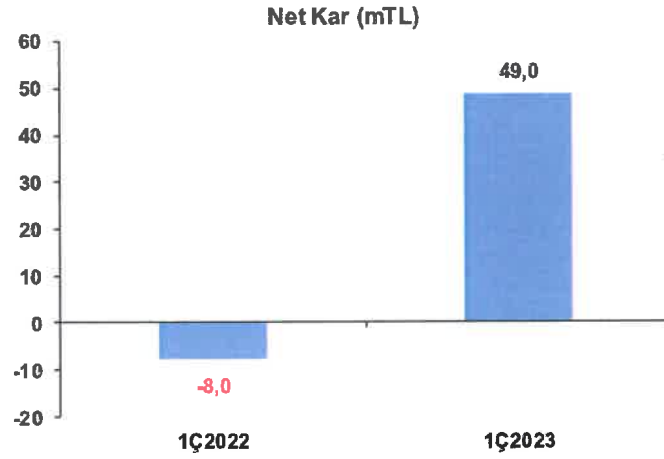
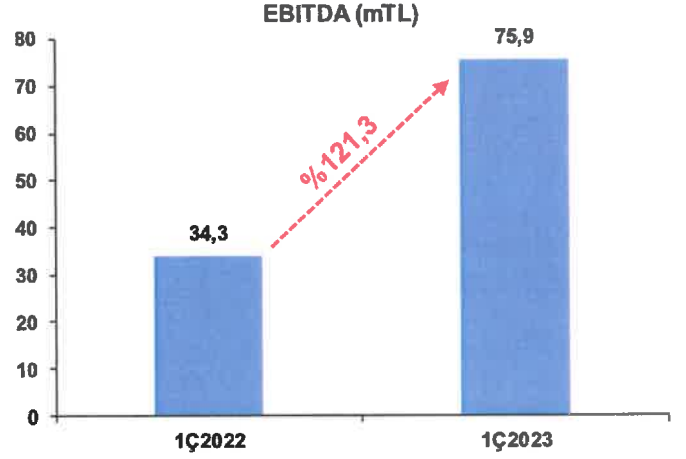
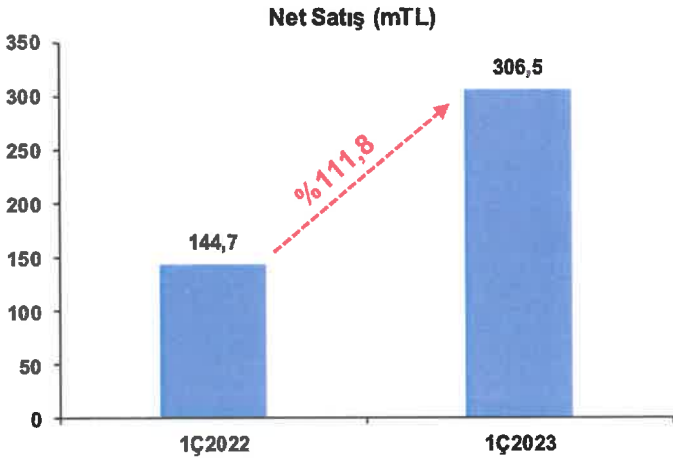


**Gelir Tablosu**

31 Aralık, TL Hatsan	2020 Gerçekleşmiş ÖBDR	2021 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022/03 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023/03 Gerçekleşmiş ÖBDR	Son 4 Çeyrek	2020-2023/03 YBBO (%)
<b>Net Satışlar</b>	<b>384.186.221</b>	<b>458.095.747</b>	<b>1.132.366.813</b>	<b>144.736.545</b>	<b>306.513.890</b>	<b>1.294.144.158</b>	<b>71,6%</b>
<i>Değişim</i>		19,2%	147,2%		111,8%		
Satışların Maliyeti	(336.996.217)	(378.142.047)	(597.977.908)	(102.819.757)	(229.413.471)	(724.571.622)	40,5%
<b>Brüt Kar</b>	<b>47.190.004</b>	<b>79.953.700</b>	<b>534.388.905</b>	<b>41.916.788</b>	<b>77.100.419</b>	<b>569.572.536</b>	<b>202,5%</b>
<i>Brüt Marj</i>	12,3%	17,5%	47,2%	29,0%	25,2%		
Genel Yönetim Gid.	(9.447.432)	(11.647.765)	(18.084.410)	(7.419.759)	(5.762.994)	(16.427.645)	27,9%
<i>Değişim</i>		23,3%	55,3%		-22,3%		
Satış-Pazarlama Dağ. Gid.	(11.397.394)	(11.263.027)	(50.604.419)	(3.954.728)	(6.370.927)	(53.020.618)	98,0%
<i>Değişim</i>		-1,2%	349,3%		61,1%		
<b>EBITDA</b>	<b>32.558.650</b>	<b>65.238.096</b>	<b>494.277.325</b>	<b>34.269.439</b>	<b>75.850.583</b>	<b>535.858.469</b>	<b>247,2%</b>
<i>Değişim</i>		100,4%	657,7%		121,3%		
EBITDA Marjı	8,5%	14,2%	43,6%	23,7%	24,7%		
Amortisman	(6.213.472)	(8.195.188)	(28.577.249)	(3.727.138)	(10.884.085)	(35.734.196)	117,6%
<b>EBIT</b>	<b>23.662.405</b>	<b>17.086.891</b>	<b>463.454.910</b>	<b>32.998.844</b>	<b>72.245.517</b>	<b>502.701.583</b>	<b>288,9%</b>
<i>Değişim</i>		-27,8%	2612,3%		a.d.		
EBIT Marjı	6,2%	3,7%	40,9%	22,8%	23,6%		
Esas Faaliyet. Diğ. Gel.	16.469.867	16.105.687	87.694.964	10.820.755	12.713.707	89.587.916	112,3%
Esas Faaliyet. Diğ. Gid.	(19.152.640)	(56.061.704)	(89.940.130)	(8.364.212)	(5.434.688)	(87.010.606)	96,0%
Yat. Faal. Gel., Net	11.299.508	42.281.433	(41.132.576)	191.451	2.016.341	(39.307.686)	
Fin. Gid.	(32.591.214)	(40.036.976)	(97.659.606)	(40.235.586)	(28.155.532)	(85.579.552)	53,6%
Vergi Öncesi Kar	2.370.699	19.331.348	324.662.728	(7.045.291)	46.106.326	377.814.345	852,5%
Vergi	(624.752)	(452.305)	-	-	-	-	
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	6.196.096	(8.048.697)	(5.944.135)	(970.465)	2.869.029	(2.104.641)	
<b>Net Kar</b>	<b>7.942.043</b>	<b>10.830.346</b>	<b>318.718.593</b>	<b>(8.015.756)</b>	<b>48.975.355</b>	<b>375.709.704</b>	<b>455,1%</b>
<i>Değişim</i>		36,4%	2842,8%		-711,0%		
<i>Net Marj</i>	2,1%	2,4%	28,1%	-5,5%	16,0%	29,0%	

**EBITDA Köprüsü (mTL)**

**Net Kar Köprüsü (mTL)**




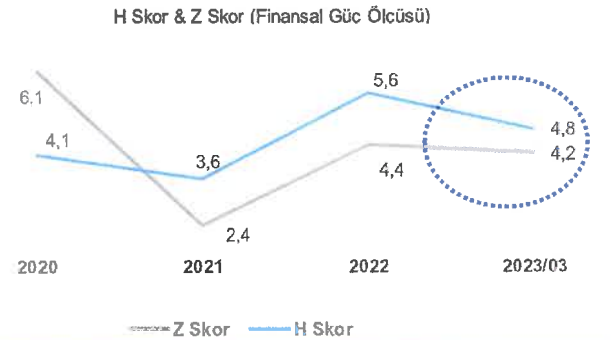


Grafik:4 Şirket gelirlerinin neredeyse tamamı ihracat bazlıdır...



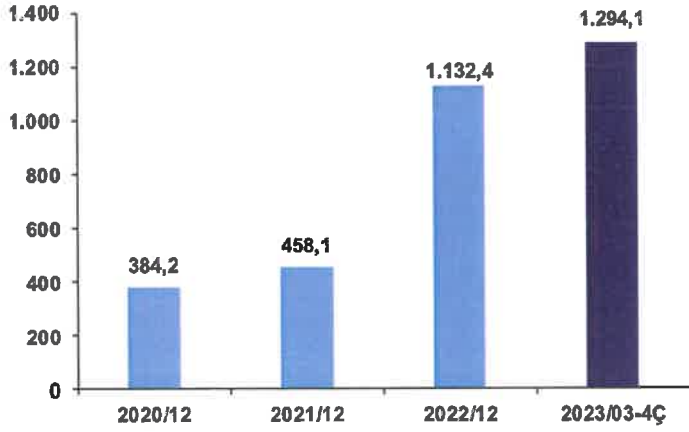
Kaynak: Şirket

Grafik:2 2020-2023/03 döneminde güçlü mali veriler...

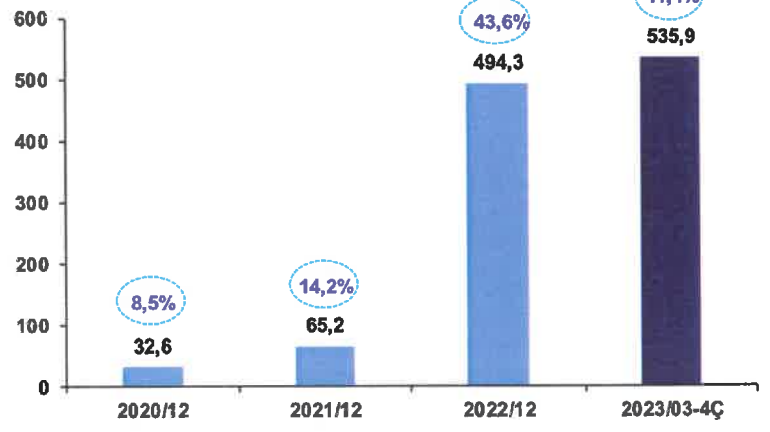


Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işaret verir.  
Kaynak: Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarısızlık Risklerinin Tahmin Edilmesi, Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz

Net Satış (mTL)

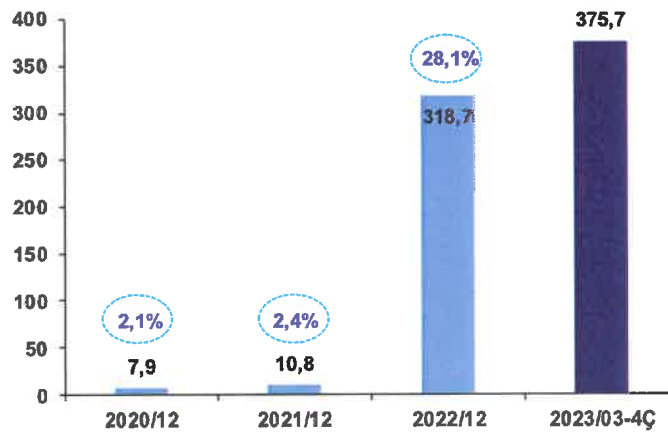


EBITDA (mTL)



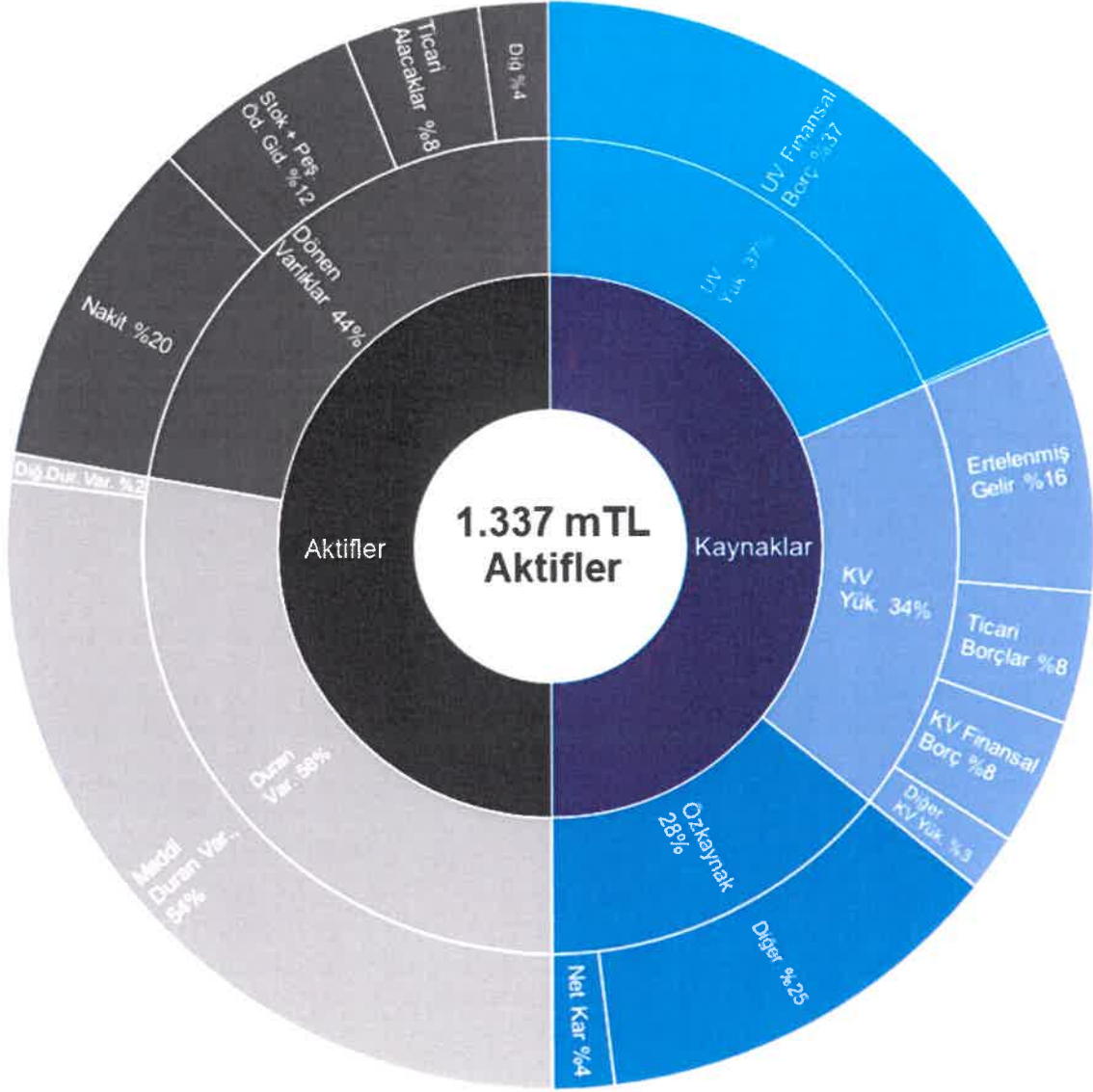
\*Balonlar EBITDA Marjini göstermektedir

Net Kar (mTL)

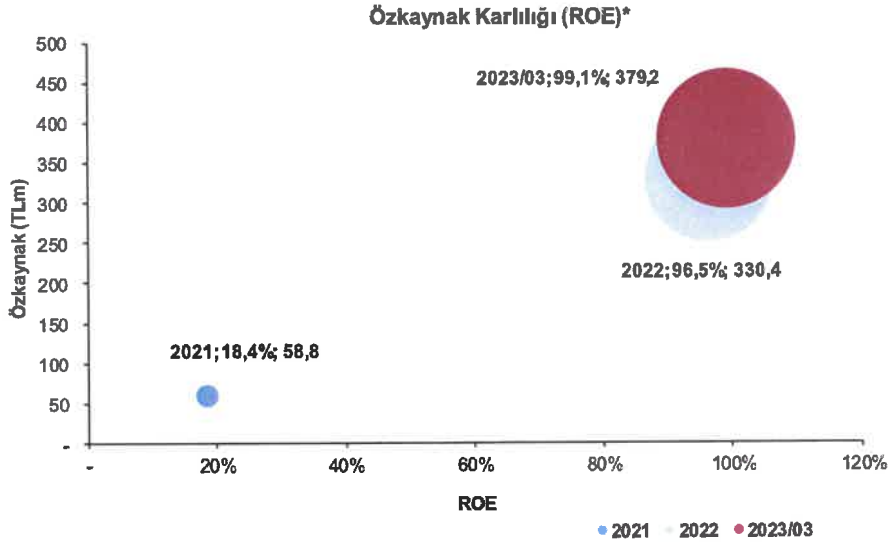


\*Balonlar Net Kar Marjini göstermektedir

2023/03 Bilanço Dağılımı







Likidite Rasyoları	2023/03	2022	2021	2020	Referans
Cari Oran	1,29	1,19	0,80	1,04	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,93	0,95	0,69	0,51	0,8-1,0
Borçluluk Oranları	2023/03	2022	2021	2020	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	71,6%	73,2%	92,1%	81,8%	<%40
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	26,7%	37,9%	397,2%	177,4%	<100%
Faiz Karşılama Oranı	6,3	5,1	1,6	1,0	>3
Net Borç/EBITDA	0,6	0,6	10,0	5,5	<4
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	34,4%	33,7%	43,3%	50,8%	Sektör
Uzun.Vad.Yab.Borç/Pasif	37,2%	39,5%	48,8%	31,0%	Sektör
Özkaynak/Pasif	28,4%	26,8%	7,9%	18,2%	>%60
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	252,5%	272,8%	1165,8%	450,9%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	62,1%	67,3%	85,3%	74,8%	Sektör
Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2023/03	2022	2021	2020	Referans
Brüt Marj	44,0%	47,2%	17,5%	12,3%	Sektör
EBIT Marjı	38,8%	40,9%	3,7%	6,2%	Sektör
EBITDA Marjı	41,4%	43,6%	14,2%	8,5%	Sektör
Net Kar Marjı	29,0%	28,1%	2,4%	2,1%	Sektör
ROE	99,1%	96,5%	16,0%	13,6%	Getirisiz
ROA	37,6%	37,6%	2,0%	7,3%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	6,6%	8,6%	8,7%	8,5%	<%3
Faaliyet Gideri/Net Satış	5,4%	6,1%	5,0%	5,4%	Sektör
Yatırım Rasyoları	2023/03	2022	2021	2020	Referans
Yatırım/Amortisman	7,1	11,7	46,0	3,2	>%100
Yatırım/Net Satış	19,7%	29,6%	82,4%	5,2%	Sektör
EVA-TL	355.258.095	334.439.546	-74.376.729	-6.124.993	>0
ROIC	73,7%	77,7%	4,0%	17,2%	>AOSM
CRR	52,7%	52,7%	92,3%	35,8%	<%100
DUPONT	2023/03	2022	2021	2020	Referans
Aktif / Özkaynak	3,52	3,73	12,66	5,51	
Net Satış/ Aktif	96,8%	91,9%	53,6%	119,3%	
Net Kar / Satış	29,0%	28,1%	2,4%	2,1%	
Özsermaye Karlılığı	99,1%	96,5%	16,0%	13,6%	>17%

### Güçlü Finansal Rasyolar

- Yüksek kar marjı ve ROE sermayenin verimli kullanıldığına işaret etmekte
- Faiz karşılama ve Net Borç/EBITDA kritik eşiğin altında düşük borçluluğa işaret etmekte
- Likidite rasyoları kısa vadeli borç ödeme gücünün yüksekliği anlamına gelmekte

## Değerleme

**Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır**

**Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur**

**EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır**

**Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir**

## Değerleme Yöntemleri

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

**Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

**Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi

**İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi.** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

**Piyasa Çarpanları Analizi.** Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

**Öne çıkan çarpanlar.** Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (31.03.2022-31.03.2023) EBITDA ve net dönem karı esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

**Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)**

**Fiyat/Kazanç (F/K)**

**Genel Varsayımlar.** Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

## Değerleme Metodolojileri

İNA

**%21,6 AOSM ve %22,5 özsermaye maliyeti modellenmiştir**

**%21,6 AOSM.** 10 yıllık devlet tahvilinin 14 Temmuz 2023 kapanışı %17 olmasına rağmen ihtiyatlı tarafta kalmak adına son 1 aylık ortalama test edilmiş ve %17 risksiz getiri teyit edilmiştir. En iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemelidir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldıraç belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurt içi şirketlerin ortalama kaldıraç, 2023/03 mali verileri ve yönetimin kredi-öz kaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Şirket'in içinde yer alacağı endeks olan BIST Sınai Endeksi'ndeki şirketlerden hesaplanan kaldıraçsız beta modellenmiş ve Hamada Denklemi ile hesaplanan kaldıraçlı beta 0,73x olarak tespit edilmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına beta 1x olarak alınmıştır. Şirket'in 2023/03 mali tablosundaki ortalama borçlanma maliyeti ve yeni dönemde Şirket'e verilen uzun vadeli borçlanma maliyetleri dikkate alınarak risksiz getirinin 400 baz puan üstü borçlanma maliyeti olarak kabul edilmiştir.

TR 10 Yıllık Devlet Tahvili



## Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

TL		
<b>Veriler</b>		
Risksiz Faiz Oranı	17,0%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 1 Aylık Ortalama Verisine Göre Belirlenmiştir
Kaldıraçsız Beta	0,73	Yurtiçi Benzerlerden Hamada Denklemi ile Tespit Edilmiştir.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	61,1%	Mevcut Bilanço ve Yurtiçi Benzerlerin Ortalaması Dikkate Alınmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Yurtiçi Benzerlerden Hamada Denklemi ile Tespit Edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>22,5%</b>	<b>Riskten arındırılmış oran+(özsermaye piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)+Şirkete özgü risk getirisi</b>
<b>AOSM</b>		
Özsermaye Maliyeti	22,5%	Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	21,0%	Uzun vadede risksiz getiri +%4
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	61,1%	Mevcut Bilanço ve Yurtiçi Benzerlerin Ortalaması Dikkate Alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	38,9%	1- toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	0,0%	Projeksiyon Dönemindeki Ortalama Vergi Oranı Alınmıştır.
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>21,6%</b>	<b>(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)</b>



## Net Borç

331,7 mn TL Net Borç

*Cari dönemde borçların önemli bir kısmı döviz bazlı olup büyük bir kısmı uzun vadeli*

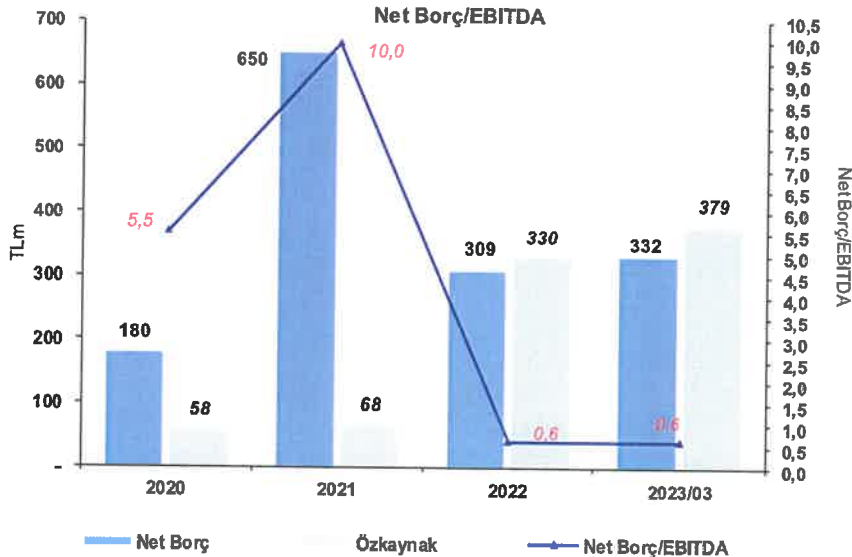
**0,6x Net Borç/EBITDA.** 2020 yılında 180,4 mn TL olan net borç A-21 kapasite yatırımı, yenisiz yüzer havuz yatırımı ve işletme sermayesi gereksinimine ek olarak artan kurla 2021'de 649,7 mn TL'ye yükselmiştir. 2022'de ise artan kura rağmen üretilen yüksek karlılık, Şirket'in yeni bir borçlanma yapmaması ve alınan avans kaynaklı işletme sermayesi finansmanı net borcu 308,7 mn TL'ye indirmiştir. 2023/03'te ise net borçta önemli bir değişiklik olmamış ve 331,7 mn TL olarak kaydedilmiştir. Artan borçluluğu üretilen EBITDA ile ölçmek daha anlamlı sonuçlar doğurmaktadır. 2020'de Net Borç/EBITDA rasyosu yüksek seyrederken 2021'de 10x seviyesine kadar artmıştır. 2022 ve 2023/03'te ilgili rasyo sırasıyla 0,6x olarak düşük borçluluğa işaret etmektedir. 2023/03'te Şirket'in finansal borçlarının tamamına yakını döviz bazlı olup artan kur ortamında kur riski taşınmaktadır. Şirket borçluluğunun ana nedeni olan A-21 parsel ve yüzer havuz yatırımı uzun vadeli olması sebebiyle kredilerin vadesi uzuna yayılmıştır. Şirket 2022 Şubat ayından bu yana kredi kullanmamakla birlikte artan kur borçlulukta etkili olmaktadır.

### Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TLm	2020	2021	2022	2023/03
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,7	15,4	298,5	226,8
Diğer Alacaklar*	13,8	10,4	1,1	2,4
Kısa Vad. Finansal Yatırımlar	-	-	-	38,6
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1,0	1,7	7,9	5,3
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	102,7	266,6	117,3	96,1
Kiralama Yük.	-	-	-	3,5
Diğer Borçlar*	2,7	3,6	1,2	1,2
Uzun Vadeli Finansal Borç	93,3	403,6	481,8	493,2
Diğer Fin. Yük.	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Net Borç</b>	<b>180,4</b>	<b>649,7</b>	<b>308,7</b>	<b>331,7</b>
Özkaynak	58,4	67,5	330,4	379,2
<b>Net Borç/Özkaynak</b>	<b>308,7%</b>	<b>962,1%</b>	<b>93,4%</b>	<b>87,5%</b>
<b>Net Borç/EBITDA</b>	<b>5,5</b>	<b>10,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
EBITDA**	32,6	65,2	494,3	535,9

\*Uzun ve kısa vadeli diğer alacak ve borçları kapsamaktadır.

\*\*2023/03 yıllıklandırılmış EBITDA'yı ifade etmektedir.



## İşletme Sermayesi

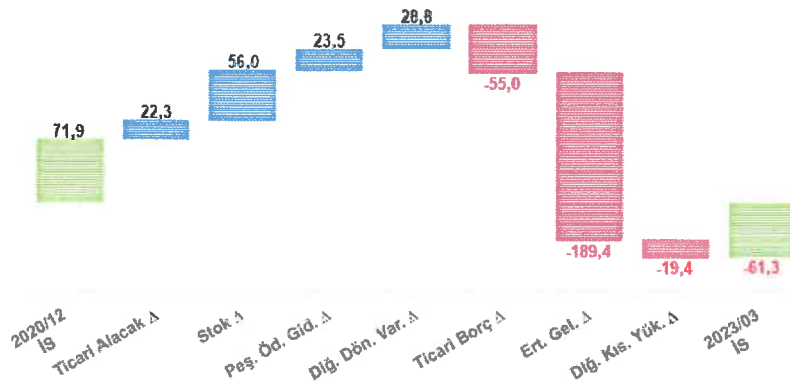
**2023/03'te %-4,7 olan işletme sermayesi satış payı projeksiyonda büyüme desteklemek ve muhafazakar tarafta kalmak adına %4,1'e kadar artırılmıştır.**

**Dönem sonu veriler yerine yıl ortalamasına göre işletme sermayesi modellenmiştir**

Büyüme desteklemek adına işletme sermayesi artırıldı. Şirket'in pandemiyin etkilerinin sürdüğü 2020 ve 2021'de alacak gün süreleri 57 ve 98 gün olarak gerçekleşmişken 2022 ve 2023/03 döneminde sırasıyla 41 ve 23 gün kaydedilmiştir. Pandemi sonrası vadelerin kısalması dikkat çekerken enflasyonist ortam da vadelerin kısalmasının bir diğer sebebi olarak görülebilir. Gelecek yıllarda alacak gün süresinin 2022 ve 2023/03 ortalaması olan 32 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Alacak gün süresi hesaplanırken sözleşme varlıkları da dikkate alınmış ve yıl ortalaması modellenmiştir. 2020, 2021, 2022 ve 2023/03'te sırasıyla 31 gün, 28 gün, 26 gün ve 42 gün olarak gerçekleşen stok gün seviyeleri pandemi ve enflasyonist ortamda stoklamadan kısmi olarak etkilenirken asıl etki proje dönemselliğine göre oluşmaktadır. Gelecek yıllarda stok gün süresinin 2022 ve 2023/03 ortalaması olan 34 gün olarak gerçekleşeceği modellenmiştir. Peşin ödenmiş giderler stoklar için verilen avans kaynaklı olduğu için stoklara benzer bir hareket izleyeceği modelde dikkate alınmış ve 2022 ve 2023/03 ortalaması baz referans olmuştur. Benzer model diğer dönen varlıklara da uygulanmıştır. Geçmiş yılların aksine 2022 ve 2023/03'te alınan avanslarda artış dikkat çekmektedir. 2022 ve 2023/03'te ortalama avans gün süresi sırasıyla 27 gün ve 53 gün olarak gerçekleşmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına 2023 yılı için ortalama süre 43 gün olarak belirlenmiştir. Sonraki yıllarda gün süresinin kademeli bir şekilde azalacağı ve 20 günde dengeleneceği varsayılmıştır. 2020-2023/03 arasında ticari borç ödeme gün süresi kararlı bir şekilde 52-56 gün bandında kaydedilirken projeksiyonda ortalama gün süresinin 53 gün olacağı varsayılmıştır. Diğer kısa vadeli yükümlülükler için ise 2022 ve 2023/03 ortalaması temel referans olarak alınmıştır. Böylelikle 2021 sonunda 127,3 milyon TL olan işletme sermayesi 2022 sonunda 36,6 milyon TL'ye gerilerken 2023/03'te -61,3 mn TL ile nakit üretim aşamasına geçmiştir. Cari dönemde işletme sermayesinden nakit üretilmesine ve nakit döngü süresinin -17 gün olmasına rağmen projeksiyon döneminde büyüme desteklemek ve muhafazakar tarafta kalmak adına nakit döngüsü 12 güne kadar artırılmış ve 2023/03'te %-4,7 olan işletme sermayesi satış payı %4,1'e kadar artırılmıştır.

İşletme Sermayesi (mTL)	2020	2021	2022	2023/03	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacak + Söz. Var., Ort.	59	121	127	81	152	311	482	667	604	658
Stoklar, Ort.	28	29	42	84	119	268	415	491	488	533
Peşin Ödenmiş Gid., Ort.	27	27	25	51	71	160	247	292	291	317
Diğ. Dön. Var., Ort.	17	23	32	45	55	113	175	243	220	239
Ticari Borç., Ort.	48	57	89	103	185	417	645	764	760	829
Ertelenmiş Gelirler, Ort.	-	-	85	189	203	334	413	423	383	417
Diğ. Kısa Vad. Yük., Ort.	10	16	16	30	43	98	151	179	178	194
<b>Satışlar</b>	<b>377</b>	<b>450</b>	<b>1.132</b>	<b>1.294</b>	<b>1.737</b>	<b>3.564</b>	<b>5.518</b>	<b>7.644</b>	<b>6.912</b>	<b>7.535</b>
<b>SMM</b>	<b>334</b>	<b>376</b>	<b>598</b>	<b>725</b>	<b>1.277</b>	<b>2.878</b>	<b>4.451</b>	<b>5.271</b>	<b>5.241</b>	<b>5.716</b>
Ticari Alacak + Söz. Var. Gün Süresi	57	98	41	23	32	32	32	32	32	32
Stok Gün Süresi	31	28	26	42	34	34	34	34	34	34
Peş. Ödenmiş Gid. Gün Süresi	29	26	15	25	20	20	20	20	20	20
Diğ. Dön. Var. Gün	16	19	10	13	12	12	12	12	12	12
Ticari Borç Gün Süresi	52	56	54	52	53	53	53	53	53	53
Ertelenmiş Gelir Gün Süresi	-	-	27	53	43	34	27	20	20	20
Diğ. Kısa Vad. Yük. Gün Süresi	11	15	10	15	12	12	12	12	12	12
Nakit Döngüsü	69	100	1	(17)	(10)	(2)	5	12	12	12
<b>İşletme Sermayesi</b>	<b>71,9</b>	<b>127,3</b>	<b>36,6</b>	<b>(61,3)</b>	<b>(35,2)</b>	<b>3,5</b>	<b>108,9</b>	<b>327,7</b>	<b>281,9</b>	<b>307,2</b>
<b>Değişim</b>	<b>16,3</b>	<b>55,4</b>	<b>(90,7)</b>	<b>(97,9)</b>	<b>(71,8)</b>	<b>38,6</b>	<b>105,5</b>	<b>218,7</b>	<b>(45,8)</b>	<b>25,3</b>
<b>İşletme Sermayesi/Satış</b>	<b>19,0%</b>	<b>28,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,0%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>

### İŞLETME SERMAYESİ KÖPRÜSÜ (MTL)



## Nakit Akışı

**Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken İNA modeli 5.886 mn TL değer tespit etmiştir. 31 Mart 2023 tarihli nakit akım değeri değerlendirme tarihi olan 14 Temmuz 2023'e özsermaye maliyeti ile getirilmiştir.**

**2023 yılı nakit akımından 2023/03'te oluşan nakit akımı çıkarılarak model kurgulanırken yüzer havuz üretim maliyetleri yatırımlarda giderleştigi için 2026'da SMM'ye atılan kısım modelden arındırılmıştır.**

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 31,30 TL değer. 2023-2028 arası dönemde Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde Info Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2023 Haziran itibarıyla net satışlar ve EBITDA VUK bazlı da olsa 2023 sonu beklentilerini doğrular niteliktedir. 2024 ve 2025 satış büyümesinde 107 mn dolarlık yeni kontrat ve ortalama dolar kurundaki artış etkili olurken 2026 yılında NB21 yüzer havuz satışı büyümede etkindir. Sonrasında net satışlar normalize olmuş ve 2028 yılında uç değer büyüme oranına yakınsamıştır. 2020-2023/03'te ortalama EBITDA marjı %22,8 olarak gerçekleşirken yüzer havuz satışının da etkisiyle 2022'de EBITDA marjı %43,6'ya kadar yükselmiştir. 2023/03'te ise EBITDA marjı %24,7 olarak kaydedilmesine rağmen 2023 sonunda marj %24,5 olarak tahmin edilmiştir. 2024 ve 2025'te devreye alınan dönüşüm projelerinde yüksek ölçeğe rağmen marjın düşük olması ile EBITDA marjı sırasıyla %17,1 ve %16,9'a kadar gerilerken 2026'da yüzer havuz satışının etkisiyle marj %26,9'a yükselmiş ve sonraki yıllarda normalizasyon ile %20,8 ile tarihi ortalamasının altında kalmıştır. 2 büyük dönüşüm projesinin etkisiyle 2024 ve 2025'te kısmi vergi ödenirken bu yıllar dışında vergi oluşmamıştır. 2023-2026 arasında devam eden A-21 parsel, bakım ve NB21 yüzer havuz nedeniyle 1,4 milyar TL yatırım bütçelenirken sonraki yıllarda bakım yatırımları korunmuştur. Satış büyümesi, EBITDA marjı, yatırım oranı ve işletme sermayesindeki normalizasyonun tamamlanması ile 2028 yılındaki dip nakit akımı büyümesi %5'e yakınsamış ve uç değer büyümesi öncesi nakit akım büyümesi uç değer oranı ile eşitlenmiştir. Bu durum net satış büyümesinde de dikkate alınmış ve 2028 yılında net satış büyümesi %5 olarak öngörülerek uç değer büyüme oranına geçişte ekonomik doğal süreç işletilmiştir. Bu nedenlerden dolayı projeksiyon süresi 2028'de tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken İNA'da elde edilen değerlerin %43,9'u uç değerden kaynaklanmaktadır.

İNA (mTL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Normalize	Uç değer
Net Satışlar	377	450	1.132	1.737	3.564	5.518	7.644	6.912	7.535	7.912	
Değişim		19%	152%	53%	105%	55%	39%	-10%	9%	5,0%	
EBITDA	31	62	494	426	609	934	2.054	1.442	1.568	1.647	
Değişim		99%	692%	-14%	43%	53%	120%	-30%	9%	5%	
EBITDA Marjı	8,3%	13,9%	43,6%	24,5%	17,1%	16,9%	26,9%	20,9%	20,8%	20,8%	
Esas Faaliyet Karı	25	55	466	382	541	860	1.972	1.353	1.472	1.545	
Değişim		116%	753%	-18%	42%	59%	129%	-31%	9%	5,0%	
Vergi	22,0%	25,0%	23,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Operasyonel Vergiler	-	-	-	-	(2,9)	(16)	-	-	-	-	
Amortisman	(6)	(8)	(29)	(44)	(69)	(74)	(82)	(89)	(97)	(101)	
Net Yatırım Giderleri	(20)	(377)	(335)	(111)	(516)	(514)	(252)	(76)	(83)	(87)	
Yatırım/Satış	5,3%	83,8%	29,6%	6,4%	14,5%	9,3%	3,3%	1,1%	1,1%	1,1%	
Yatırım/Amortisman	3,3	48,0	11,7	2,5	7,5	6,9	3,1	0,9	0,9	0,9	
İşletme Sermayesi Değiş.	(16)	(55)	91	72	(39)	(105)	(219)	46	(25)	(27)	
Deprem Vergisi				(41)							
Yüzer Havuz SMM			20	-	-	-	875	-	-	-	
Kaldıraçsız Nakit Akımı			270	193	52	299	2.458	1.412	1.460	1.533	9.682
Değişim				-%28,5	-%73	%477,5	%721,1	-%43	%3,4	%5,0	%5,0
AOSM			21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>				<b>179</b>	<b>41</b>	<b>193</b>	<b>1.301</b>	<b>614</b>	<b>522</b>	<b>451</b>	<b>2.582</b>

Firma Değeri	5.883
Uç Değer Payı	43,9%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	5,9
Net Borç	332
Piyasa Değeri (31.03.2023)	5.551
Piyasa Değeri (14.07.2023)	5.886
Hisse Sayısı	188
Hisse Fiyatı	31,30



## İNA Duyarlılığı

### EBITDA sapması, uç değer büyüme oranı ve AOSM'ye göre senaryolar

İNA duyarlılık analizi. İNA'dan hesaplanan hisse başı fiyatın İNA parametrelerine olan duyarlılığı farklı AOSM oranları, uç değer büyüme oranları ve projeksiyon döneminde öngörülen EBITDA sapmasına göre analiz edilmiştir. AOSM baz senaryoya göre +/- %1 alındığında ve öngörülen EBITDA'lar %10 ve %20 daha yüksek/düşük olduğunda hisse başı fiyat 20,21-45,53 TL bandında değişmektedir. Öngörülen EBITDA'lar %10 ve %20 daha yüksek/düşük olduğunda ve Uç Değer büyüme oranı %3-%7 bandında değiştiğinde hisse başı fiyat 21,75-42,45 TL bandında değişmektedir. AOSM baz senaryoya göre +/- %1 alındığında ve Uç Değer büyüme oranı %3-%7 bandında değiştiğinde hisse başı fiyat 25,66-40,32 TL bandında değişmektedir.

İNA Hisse Başı Fiyat AOSM & EBITDA Duyarlılığı						
PD	TL	AOSM				
	5.886	19,6%	20,6%	21,6%	22,6%	23,6%
EBITDA Sapması	-20%	5.167	4.759	4.400	4.083	3.801
	-10%	6.016	5.551	5.143	4.782	4.461
	0%	6.865	6.343	5.886	5.481	5.121
	10%	7.713	7.135	6.628	6.180	5.781
	20%	8.562	7.928	7.371	6.879	6.441

İNA Hisse Başı Fiyat AOSM & EBITDA Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	AOSM				
	31,30	19,6%	20,6%	21,6%	22,6%	23,6%
EBITDA Sapması	-20%	27,48	25,31	23,40	21,71	20,21
	-10%	31,99	29,52	27,35	25,43	23,72
	0%	36,51	33,73	31,30	29,15	27,23
	10%	41,02	37,95	35,25	32,87	30,74
	20%	45,53	42,16	39,20	36,58	34,25

İNA Hisse Başı Fiyat EBITDA & Uç Değer Duyarlılığı						
PD	TL	Uç Değer				
	5.886	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
EBITDA Sapması	-20%	4.090	4.236	4.400	4.585	4.795
	-10%	4.790	4.956	5.143	5.353	5.592
	0%	5.490	5.677	5.886	6.121	6.389
	10%	6.191	6.397	6.628	6.889	7.186
	20%	6.891	7.118	7.371	7.657	7.982

İNA Hisse Başı Fiyat EBITDA & Uç Değer Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	Uç Değer				
	31,30	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
EBITDA Sapması	-20%	21,75	22,53	23,40	24,38	25,50
	-10%	25,47	26,36	27,35	28,47	29,74
	0%	29,20	30,19	31,30	32,55	33,98
	10%	32,92	34,02	35,25	36,64	38,21
	20%	36,65	37,85	39,20	40,72	42,45

İNA Hisse Başı Fiyat AOSM & Uç Değer Duyarlılığı						
PD	TL	AOSM				
	5.886	19,6%	20,6%	21,6%	22,6%	23,6%
Uç Değer	3%	6.320	5.881	5.490	5.141	4.826
	4%	6.575	6.098	5.677	5.302	4.966
	5%	6.865	6.343	5.886	5.481	5.121
	6%	7.197	6.621	6.121	5.682	5.294
	7%	7.581	6.941	6.389	5.908	5.487

İNA Hisse Başı Fiyat AOSM & Uç Değer Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	AOSM				
	31,30	19,6%	20,6%	21,6%	22,6%	23,6%
Uç Değer	3%	33,61	31,28	29,20	27,34	25,66
	4%	34,97	32,43	30,19	28,20	26,41
	5%	36,51	33,73	31,30	29,15	27,23
	6%	38,27	35,21	32,55	30,22	28,15
	7%	40,32	36,91	33,98	31,42	29,18

## İNA Varsayımları

**Firma bu segmentte yıl sonu 61 mn doları yakalayabileceğini ifade etmektedir.**

**Gemi bakım işleri mevzuata tabi olup gemiler belirli periyotlarla ara ve ağır bakımlarını yaptırmadıklarında yük taşıyamaz ve limana yanaşamazlar. Mevzuat gereği yeni standartlar da getirilebilir. Bu durum Şirket için bakım hizmetlerini sürdürülebilir kılan bir yapıdır. Bununla birlikte ilgili dönemsel bakımlar bakım gelirlerinde dalgalanmaya sebep olabilir.**

**Tamir bakım segmentinde genel çerçeveyi özetleyen teklif mektupları bulunmakta olup proje süreleri kısa olduğu için uzun vadeli kontratlar yapılmaz. Bu durum gelirin de hakediş ile alınmasının temel sebebidir. Gelir tahminlerinde bu minvalde yıllar arası kaymalar da olabilir.**

**Gemi dönüşüm faaliyetleri yapısı gereği bakım hizmetleri gibidir.**

**Tamir bakım projeleri.** 2020-2023/03 dönemine bakıldığında yıllık olarak 27-69 bandında gemiye tamir bakım hizmeti verildiği gözlenmektedir. En düşük yıl 27 adet ile pandeminin de etkisinin sürdüğü 2021 yılıdır. Pandemiye ek olarak A21 parsel ve NB18 yüzer havuz yatırımı da 2021'de tamir bakım işlerini aşağı çekmiştir. Pandeminin ortadan kalkması, yüzer havuz yatırımının 2022 Mayıs'ta tamamlanması ve A21 parseldeki kapasite yatırımının belirli bir kısmının tamamlanması ile tamir bakım gemi sayılarının hızla arttığı 2022'de 69'a ulaştığı dikkat çekmektedir. 2023/03 itibarıyla 21; 2023/06 itibarıyla 44 gemiye bakım hizmeti verilmiş olmakla birlikte 2023 sonunda bu sayının 70'e çıkacağı beklenmektedir. Komplekste aynı anda 10-12 bandında gemiye tamir bakım hizmeti verilebilmektedir. 2023 yılı için gemi başı ortalama tamir bakım gelirin 783.900 dolar olması beklenmektedir. Bu minvalde 2023 yılı için 54,9 mn dolar tamir bakım geliri modellenirken ortalama dolar kuru beklentimize göre 1.254 mn TL bakım geliri modellenmiştir. 30 Haziran 2023 itibarıyla Şirket Yönetimi Haziran ayının hemen arkasında kesilen yüklü tutarı da dikkate aldıklarında 600 mn TL gelire ulaştığını ifade etmiştir. Temmuz ayında artan dolar kuru da dikkate alındığında yıl sonu 1.254 mn TL gelirin yakalanabileceği varsayımına ulaşılmıştır. Sonraki yıllar için 2021 ve 2022'de büyük oranda tamamlanan A21 parsel ve 2022 Mayıs'ta tamamlanan yüzer havuz yatırımı bu segment için önem arz etmektedir. A21 parsel yatırımı Şirket'in bakım kapasitesini artırırken yüzer havuz karlılığı yüksek büyük gemilere tamir bakım hizmetleri sunulabileceği ve karlılığın projeksiyonda artması gerektirğine işaret etmektedir. Ayrıca 2022'nin son çeyreğinde alınan portal vinç daha katma değerli ve niş hizmetlerin de yapılabilmesini sağlamak anlamında gelecek yıllarda gelir ve karlılığı destekleyecektir. 2024 yılında bakıma konu gemi sayısının 60 olacağı; 2025 yılında bu sayının 65'e yükseleceği ve sonraki yıllarda 63 olarak kalacağı beklenmektedir. 2024 yılında gemi başı gelirin 2023 ile benzer olması beklenirken sonraki yıllarda dolar enflasyonu kadar artış modellenmiştir. 2020-2022 arasında %44,2 olan ve 2023/03'te %31 olan bakım brüt kar marjının 2023'ü %31,6 ile kapatacağı beklenmektedir. Yılın ikinci yarısında artan kur ve yatırım etkisi brüt kar marjındaki artışın temel sebebidir. Bununla birlikte bu segmentte tarihi ortalama %44,2 olmasına ve A21, portal vinç ve yüzer havuz yatırımı ile karlılık ve kapasitenin artacak olmasına rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına projeksiyondaki diğer yıllar için brüt kar marjı %28,3 olarak alınmıştır.

**Gemi dönüşüm faaliyetleri.** Bu segmentte proje süreleri 1-1,5 yılı bulabilmekte olup aylık hakediş usulü çalışılmaktadır. Her bir proje için sözleşme yapılırken Şirket özellikle Karadeniz Holding için enerji dönüşüm projeleri tamamlamışken balıkçı gemileri de dönüştürülmüştür. Döngüsel bir alan olması sebebiyle bazı yıllarda yüksek hacimler olabilmekte bazı yıllarda gelirler dalgalanabilmektedir. Yönetim 2023 yılının bu segmentte 5mn dolar ile kapatılacağını beklerken önemli bir müşteri ile şifahi anlaşılan ve 2 yıla yayılacak toplamda 107 mn dolarlık proje modele dahil edilmiştir. Bu minvalde 2024 ve 2025'te ilgili segmentte 50'şer mn dolar gelir beklenmektedir. 2026-2028 arası ise 2023-2025 ortalaması olan yıllık 35 mn dolar gelir beklenmektedir. Dönüşüm segmentinde 2020-2022 ortalama brüt kar marjı %44,9 olmasına rağmen 2023 yılı için %29,8 brüt kar marjı modellenmiştir. Projenin tipi ve büyüklüğüne göre marj değişmektedir. 2 önemli projede ise brüt kar marjının hacim artışı nedeniyle düşeceği ve %14 olacağı modellenmiştir. Sonraki yıllarda sözleşme hacimleri hafif gerilediği için marj %16 olarak modellenirken projeksiyon dönemindeki marjlar tarihi ortalamasının oldukça altında alınmıştır.

Makro Beklentiler	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Enflasyon	%	12,3%	19,6%	72,3%	43,6%	30,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%
Ort. USD/TL	TL	7,06	9,11	16,75	22,9	31,8	37,8	42,0	45,7	49,2
GSYH Büyümesi	%	1,8%	11,0%	5,6%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Gemi Bakım Onarım	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Toplam Gelir</b>	<b>mn TL</b>	<b>116,2</b>	<b>85,1</b>	<b>599,6</b>	<b>1.254,3</b>	<b>1.494,3</b>	<b>1.962,1</b>	<b>2.159,1</b>	<b>2.395,5</b>	<b>2.629,4</b>
Gemi Tamir Bakım Adedi	Adet	44	27	69	70	60	65	63	63	63
Adet Başlı Gelir	mn \$	0,4	0,4	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Toplam Gelir	mn \$	16,5	9,5	36,0	54,9	47,0	52,0	51,4	52,4	53,5
Brüt Kar	mn TL	51,9	41,2	236,3	396,4	423,0	555,4	611,2	678,1	744,3
Brüt Marj	%	44,7%	48,5%	39,4%	31,6%	28,3%	28,3%	28,3%	28,3%	28,3%

Gemi Dönüşüm	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Toplam Gelir</b>	<b>mn TL</b>	<b>68,6</b>	<b>83,8</b>	<b>4,1</b>	<b>114,3</b>	<b>1.588,5</b>	<b>1.887,6</b>	<b>1.470,8</b>	<b>1.599,8</b>	<b>1.721,6</b>
Devam Eden Proje Adedi	Adet	2	2	2	1	1	1	1	1	1
Adet Başlı Gelir	mn \$	4,9	4,7	0,1	5,0	50,0	50,0	35,0	35,0	35,0
Toplam Gelir	mn \$	9,7	9,4	0,2	5,0	50,0	50,0	35,0	35,0	35,0
Brüt Kar	mn TL	25,3	47,7	1,7	34,0	222,2	264,0	235,2	255,8	275,2
Brüt Marj	%	36,9%	56,9%	40,9%	29,8%	14,0%	14,0%	16,0%	16,0%	16,0%







Gemi İnşa	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Gelir	mn TL	190,9	280,9	197,4	365,7	476,6	1.661,8	1.886,7	2.093,3	2.297,6
Proje Adedi	Adet	1	1	1	1	1	2	2	2	2
Toplam Gelir	mn \$	27,1	31,4	11,9	16,0	15,0	44,0	44,9	45,8	46,7
Brüt Kar	mn TL	- 35,2	- 15,4	- 14,8	26,8	35,9	241,5	274,2	304,2	333,9
Brüt Marj	%	a.d.	a.d.	a.d.	7,3%	7,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%

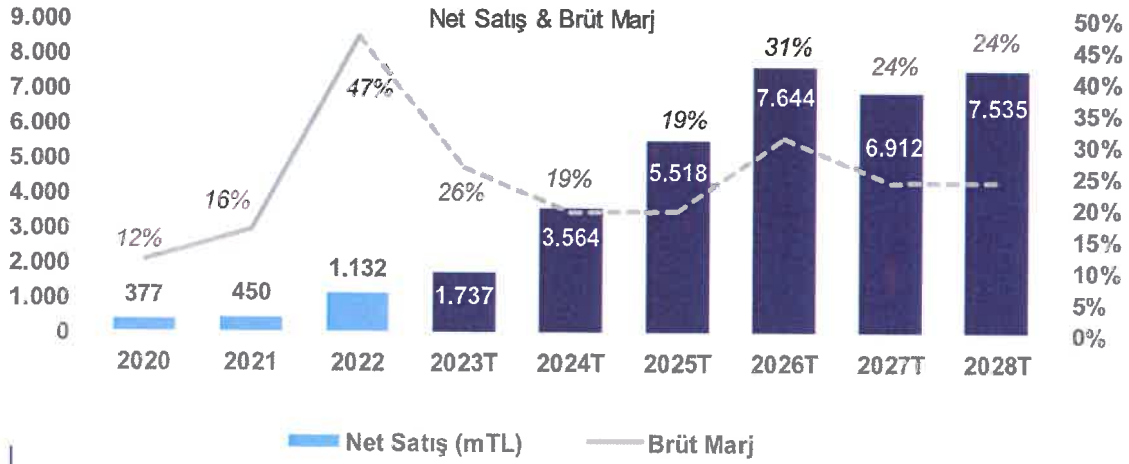
  

Yüzer Havuz	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Gelir	mn TL	0,0	0,0	328,2	-	-	-	2.117,9	814,9	876,9
Proje Adedi	Adet	-	-	1	-	-	-	1,00	0,33	0,33
Toplam Gelir	mn \$	-	-	19,7	-	-	-	50,4	17,8	17,8
Brüt Kar	mn TL	-	-	286,5	-	-	-	1.242,6	424,1	456,4
Brüt Marj	%	a.d.	a.d.	87,3%	a.d.	a.d.	a.d.	58,7%	52,0%	52,0%

Diğer Gelir	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Gelir	mn TL	1,7	0,4	3,0	2,2	4,5	7,0	9,7	8,7	9,5
Net Satış Payı	%	0,4%	0,1%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

**Grafik:8 Haziran 2023 itibariyle 2023 gelir beklentisi önemli oranda gerçekleşebilir gözükmektedir. 2024 ve 2025'te dönüşüm projeleri etkili olurken 2026'da yüzer havuz satışı planlanmaktadır.**



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

## İNA Varsayımları

**2023/03'te 6,4 mn TL olan pazarlama giderlerinin 2023 sonunda 45,3 mn TL olacağı ve yüzer havuz satışının olduğu 2022 sonuna göre normalize olacağı varsayılmaktadır.**

**2023 yılının ilk çeyreğinde 5,8 mn TL olan genel yönetim giderlerinin 2023 sonunda önceki seneye göre %77,9 artarak 32,2 mn TL olacağı varsayılmıştır.**

**Pazarlama giderleri.** Şirket müşteri temini için aracılar komisyon ödemektedir. Yüzer havuz satışının olmadığı yıllarda pazarlama gideri satış payının %2,6 olduğu tespit edilmiş olup 2023'te ilgili oranın geçerli olacağı kanaatine varılmıştır. 2024-2025'te pazarlama satış payının muhafazakar tarafta kalmak adına tarihi ortalamasının üzerine çıkacağı ve %2,8 olacağı varsayılırken 2026'ta yeni yüzer havuz satışı modele girdiği için 2022 yılında geçerli olan %4,5 pazarlama gideri satış payının 2026'da da kaydedileceği kanaatine ulaşılmıştır. Sonraki yıllar için ise 2025-2026 ortalaması olan %3,6 yeni oran olarak modele entegre edilmiştir. Buna göre 2023/03'te 6,4 mn TL olan pazarlama giderlerinin 2023 sonunda 45,3 mn TL olacağı ve yüzer havuz satışının olduğu 2022 sonuna göre normalize olacağı varsayılmaktadır. 2023/03 ilk çeyrek verisine göre oldukça yüksek 2023 pazarlama bütçesi yazılmasında süregelen enflasyon ve asgari ücret zammı da etkindir. 2024 yılında ise büyümeyi desteklemek adına 2023 yılına göre pazarlama giderlerinin %121,3 oranında artarak 100,3 mn TL olacağı varsayılmıştır.

**Genel yönetim giderleri.** Geçmişte yer almadığı halde halka arz ile yeniden düzenlenen yönetim kurulu sayısı ve huzur hakkı 2023 yılından itibaren giderlere entegre edilmiştir. YK üye sayısının projeksiyon boyunca 5 olacağı beklenmektedir. Genel yönetim giderlerinde amortisman giderleri yapılan yatırım ve amortisman süresine göre tahmin edilirken danışmanlık giderlerinin 2023 yılında halka arz nedeniyle mevcut trendin üzerine çıkacağı sonraki yıllarda ise halk arz etkisinin normalize olarak enflasyona göre artacağı modellenmiştir. Yukarıda bahsi geçen 3 faktör dışındaki diğer tüm giderler ise 2023 ve 2024 için beklenen enflasyonun %10 üzerine artacağı şeklinde tahminlenmiş; sonraki yıllar için ise enflasyon temel parametre olmuştur. 2023 yılının ilk çeyreğinde 5,8 mn TL olan genel yönetim giderlerinin 2023 sonunda önceki seneye göre %77,9 artarak 32,2 mn TL olacağı varsayılmıştır. Hem 2023'te beklenen enflasyon hem de ilk çeyrek verisine göre 2023 sonu genel yönetim bütçesinin oldukça yüksek olması asgari ücret zammının dikkate alınması ile ilgilidir. Genel yönetim giderlerinde yer alan diğer giderlerin en büyük kalemi iştirak edilen Yalova Altınova girişimi için Şirket tarafından ödenen işletim bedelleridir. Yalova Altınova devlet hastanesi ve üniversite gibi sosyal projeler üretmektedir.

Pazarlama Giderleri	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Toplam Pazarlama Giderleri</b>	<b>mn TL</b>	<b>11,4</b>	<b>11,3</b>	<b>50,6</b>	<b>45,3</b>	<b>100,3</b>	<b>155,3</b>	<b>341,6</b>	<b>251,7</b>	<b>274,4</b>
Komisyon Giderleri	mn TL	9,6	9,7	6,4	5,7	12,6	19,5	43,0	31,7	34,5
Yurtdışı Aracılık ve Komisyon Giderleri	mn TL	1,8	1,6	44,2	39,6	87,7	135,8	298,7	220,1	239,9

Satış Payı	%	3,02%	2,50%	4,47%	2,61%	2,82%	2,82%	4,47%	3,64%	3,64%
Komisyon Giderleri	%	2,5%	2,2%	0,6%	0,3%	0,4%	0,4%	0,6%	0,5%	0,5%
Yurtdışı Aracılık ve Komisyon Giderleri	%	0,5%	0,3%	3,9%	2,3%	2,5%	2,5%	3,9%	3,2%	3,2%

Genel Yönetim Giderleri	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Toplam Genel Yönetim Giderleri</b>	<b>mn TL</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>	<b>18,1</b>	<b>32,2</b>	<b>44,7</b>	<b>52,4</b>	<b>59,7</b>	<b>66,4</b>	<b>73,1</b>
Huzur Hakkı	mn TL	0,0	0,0	0,0	3,1	4,4	5,1	5,8	6,5	7,1
YK Sayısı	mn TL	0	0	0	5	5	5	5	5	5
YK Başlı Maliyet	mn TL	-	-	-	0,6	0,9	1,0	1,2	1,3	1,4
Vergi, Resim Harç Giderleri	mn TL	0,6	1,0	0,6	1,0	1,3	1,6	1,8	2,0	2,2
Danışmanlık Giderleri	mn TL	1,1	1,6	2,8	5,1	6,3	7,4	8,4	9,3	10,2
Amortisman ve İtfa Giderleri	mn TL	1,5	1,6	0,7	1,5	2,4	2,6	2,9	3,1	3,4
Personel Giderleri	mn TL	0,0	0,0	4,0	6,2	8,7	10,4	12,0	13,6	15,2
Kira Giderleri	mn TL	0,6	0,8	1,2	1,8	2,5	2,9	3,3	3,7	4,1
Ofis ve Diğer İdari Giderler	mn TL	0,7	0,3	1,8	2,7	3,9	4,5	5,2	5,7	6,3
Oda Aidatları ve Noter Giderleri	mn TL	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7
Bakım ve Onarım Giderleri	mn TL	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
Diğer	mn TL	2,3	2,4	6,7	10,3	14,5	17,0	19,3	21,5	23,6

Değişim	%	13,6%	124,9%	77,9%	39,0%	17,3%	13,8%	11,2%	10,1%
Huzur Hakkı	%				40,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%
Vergi, Resim Harç Giderleri	%	70,0%	-37,1%	53,6%	40,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%
Danışmanlık Giderleri	%	50,4%	67,8%	83,0%	24,2%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%
Amortisman ve İtfa Giderleri	%	3,3%	-56,8%	126,6%	56,4%	8,2%	10,7%	8,4%	8,5%
Personel Giderleri	%			53,6%	40,9%	19,4%	15,5%	12,9%	11,8%
Kira Giderleri	%	31,5%	53,4%	53,6%	40,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%
Ofis ve Diğer İdari Giderler	%	-51,7%	421,4%	53,6%	40,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%
Oda Aidatları ve Noter Giderleri	%	27,7%	-17,2%	53,6%	40,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%
Bakım ve Onarım Giderleri	%	-21,9%	13,5%	53,6%	40,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%
Diğer	%	5,1%	180,6%	53,6%	40,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%

## İNA Varsayımları

**Kurumlar vergisinin projeksiyon boyunca %25 olarak revize edildiği bir ülkede Şirket'in vergi ödemeyen iş modeli benzer EBITDA üreten yapılara göre daha yüksek çarpandan fiyatlanması anlamına gelmektedir.**

**2020-2022 arasında EBITDA'da yıllık bileşik büyüme %297,4 olmasına karşın 2022-2028 arasında EBITDA yıllık büyümesi %21,2 ile geçmişin altında tahmin edilmiştir. 2020-2022 arasında net satışlarda yıllık bileşik büyüme %73,2 olmasına karşın 2022-2028 arasında yıllık bileşik büyüme %37,1 ile geçmişin altında tahmin edilmiştir.**

**Yatırım ve vergi gelişimi.** Modelde amortisman giderleri varlıkların ömrü ve kalan süreye göre hesaplanırken yeni yatırımlarda tüm yatırımların ortalama ömrü olan 11 yıl dikkate alınmıştır. NB21 için modellenen yatırım, yatırım bitiminde ürün satılacağı varsayımıyla amortismanına tabi tutulmamıştır. Şirket sadece dönüşüm projelerinden vergi ödediği için vergi ödemesi hesaplanırken projeksiyonda ulaşılan faaliyet karından gemi dönüşüm dışındaki segmentlerin brüt kar düşülmüş ve kalan kardan kullanılabilecek geçmiş yıl zararı indirilmiştir. Geriye bir vergi matrahı çıkmış ise %25 kurumlar vergisi uygulanmıştır. 2024 ve 2025'te devreye alınacak yüksek montanlı dönüşüm projelerinin etkisiyle mevcut metodoloji ile Şirket söz konusu 2 yılda kişni vergi ödese de sonraki yıllarda vergi ortaya çıkmamıştır. Şirket'in geçmiş yılları incelenmiş ve projeksiyon dönemi boyunca satışların %1,1'i kadar kapasiteyi koruma amaçlı bakım yatırımı yazılmıştır. Henüz tamamlanmayan ve kapasite artışı sağlayacak A-21 yatırımlarına 2023 ve 2024'te 91,4 mn TL ve 222,4 mn TL olarak devam edileceği varsayılmıştır. 2026 yılında satılması planlanan, 2022'de 17,7 mn TL yatırım harcaması yapılan NB21 yüzer havuz için ise 2024, 2025 ve 2026'da sırasıyla 254 mn TL, 453 mn TL ve 168 mn TL yatırım yapılacağı varsayılmıştır.

**EBITDA gelişimi.** Sonuç olarak EBITDA'nın 2023'te önceki yılda yer alan yüzer havuz satışının olmamasına rağmen sadece %13,9'luk gerileme ile yılı 425,8 mn TL'den kapatacağı beklenmektedir. 2023 Haziran verileri bu durumu doğrular niteliktedir. Bakım segmentinde artan proje sayısı ve daha büyük gemilere bakım yapılması kaynaklı gelir büyümesi, gemi dönüşümde gerçekleşen gelir artışı ve gemi inşada mevcut kontrat ile sağlanan gelir büyümesi ve karlılık artışına ek olarak 2023 yılında ortalama kurun 2022'nin oldukça üzerinde olacak olması EBITDA dengelemesinin temel sebepleridir. 2024 ve 2025'te EBITDA'da yaşanan büyüme kur artışına ek olarak 2 önemli dönüşüm projesinin devreye girecek olması kaynaklıdır. 2026 yılında NB21 yüzer havuzu satışı kaynaklı EBITDA yükselirken sonraki yıllarda EBITDA normalize olmuştur. 2020-2022 arasında ortalamada %21,9 olan ve 2023'te yüzer havuz satışı ile %43,6'ya kadar çıkan EBITDA marjı 2023'te %24,5 olarak tahmin edilmiştir. 2023/03'te ise EBITDA marjı %24,7 olarak gerçekleşmiştir. 2024 ve 2025'te devreye giren karlılığı görece düşük dönüşüm projelerinin etkisiyle marj %17,1 ve %16,9'a gerilerken 2026'da yüzer havuz satışı ile %26,9'a çıkmakta; sonraki yıllar ise tarihi ortalamasının altında %20,8'de dengelenmektedir. Şirket'in bağlı ortaklıkları 2022'nin son çeyreğinde bünyeden çıktığı için Şirket için modelde geçmiş veriler solo olarak düzenlenmiştir. Ayrıca 2026 EBITDA hesabında satılan malın maliyetinde yer alan yüzer havuz satış maliyeti daha önce yatırımlarda çıktı olarak yazıldığı için 2026 yılında çift etki olmaması adına nakit akımı hesabında dip toplamda ilgili maliyet tekrardan nakit akımına eklenmiştir.

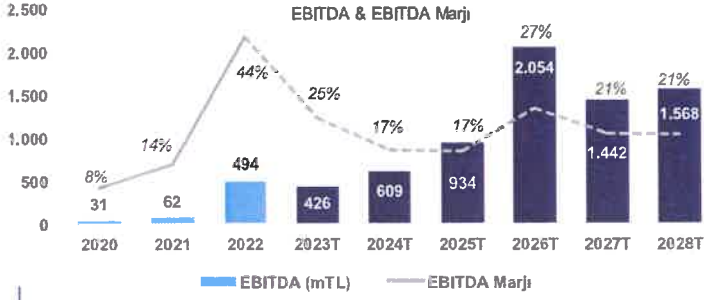
Gelir Tablosu	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satış	mn TL	377	450	1.132	1.737	3.564	5.518	7.644	6.912	7.535
Değişim	%		19,3%	151,5%	53,4%	105,2%	54,8%	38,5%	-9,6%	9,0%
SMM	mn TL	334	376	598	1.277	2.878	4.451	5.271	5.241	5.716
Brüt Kar	mn TL	43,7	73,9	534,4	459,5	685,6	1.067,9	2.372,8	1.670,9	1.819,3
Brüt Marj	%	11,6%	16,4%	47,2%	26,5%	19,2%	19,4%	31,0%	24,2%	24,1%
Faaliyet Giderleri	mn TL	18,5	19,3	68,7	77,5	145,0	207,8	401,3	318,1	347,5
Faaliyet Gid./Satış	%	4,9%	4,3%	6,1%	4,5%	4,1%	3,8%	5,2%	4,6%	4,6%
Amortisman	mn TL	6,1	7,9	28,6	43,8	68,5	74,1	82,1	89,0	96,5
EBITDA	mn TL	31,3	62,4	494,3	425,8	609,1	934,3	2.053,6	1.441,7	1.568,3
EBITDA Margin	%	8,3%	13,9%	43,6%	24,5%	17,1%	16,9%	26,9%	20,9%	20,8%
Değişim	%		99,5%	691,8%	-13,9%	43,0%	53,4%	119,8%	-29,8%	8,8%

Gelir Tablosu	2020-2022 YBBO	2022-2028 YBBO
Net Satış	73,2%	37,0%
EBITDA	297,4%	21,4%

Yatırım	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Yatırım	mn TL	19,9	377,3	335,4	110,5	515,7	513,6	252,1	75,9	82,8
Toplam Yatırım	mn \$	2,8	42,4	20,2	4,8	16,2	13,6	6,0	1,7	1,7
Kapasite & Yeni Havuz Yatırımı	mn TL	-	368,8	326,9	-	254,2	453,0	168,1	-	-
Bakım & Onarım Yatırımı	mn TL	4,1	8,5	8,5	19,1	39,1	60,6	84,0	75,9	82,8
A21 Parsel Yatırımı	mn TL	15,8	-	-	91,4	222,4	-	-	-	-
Yatırım/Satış	%	5,3%	83,8%	29,6%	6,4%	14,5%	9,3%	3,3%	1,1%	1,1%

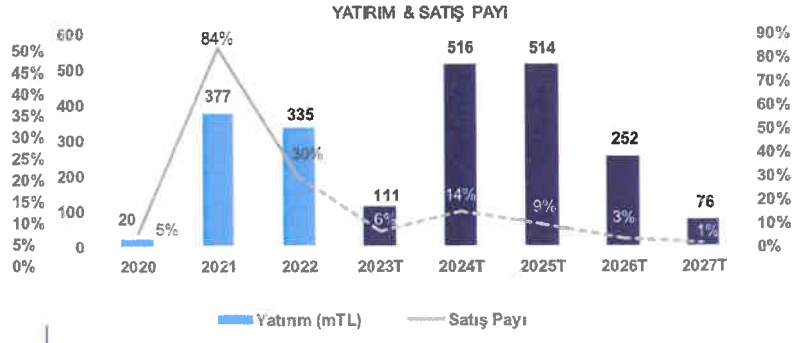


**Grafik:1 2023 yılında yüzer havuz satışı olmaması nedeniyle EBITDA'da normalizasyon beklenirken önemli dönüşüm projelerinin devreye girmesi ile 2024 ve 2025'te büyüme beklenmektedir. 2026'da ise yüzer havuz satışı modele entegre edilmiştir.**



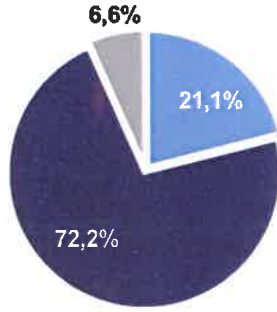
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik:3 2023'te bakım ve A21 parsel yatırımı öne çıkarken 2024-2025 arasında yeni yüzer havuz yatırımı planlanmaktadır...**



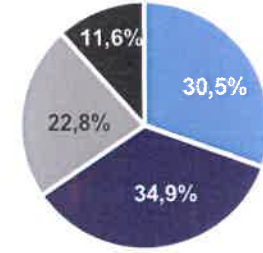
Kaynak: Şirket Tahminleri

**Grafik 5: Gelirde Ürün Kırılımı (2023T)**



■ Gemi İnşa ■ Gemi Bakım ■ Gemi Dönüşüm ■ Yüzer Havuz

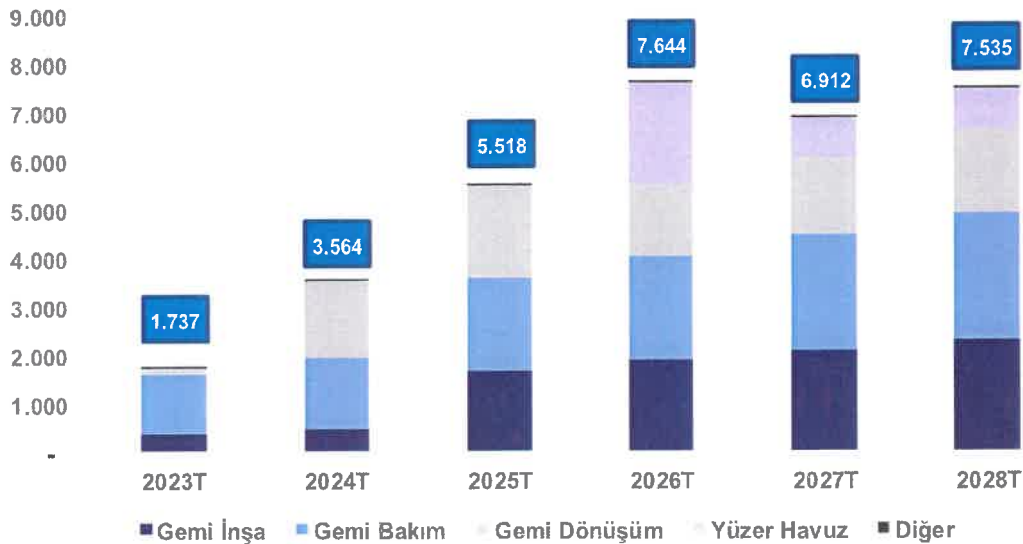
**Gelirde Ürün Kırılımı (2028T)**



■ Gemi İnşa ■ Gemi Bakım  
■ Gemi Dönüşüm ■ Yüzer Havuz

Kaynak: Şirket, Info Yatırım

**Gelir Kırılımı (mTL)**



■ Gemi İnşa ■ Gemi Bakım ■ Gemi Dönüşüm ■ Yüzer Havuz ■ Diğer

## Piyasa Çarpanları Uluslararası Çarpanlar

**Yurt dışı benzer şirket çarpanları  
5.881 mn TL piyasa değerine işaret  
etmekte**

12 uluslararası firma örneklemede kullanılmıştır. Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 14 Temmuz 2023 tarihlidir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. Uç değerlemeleri elemine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Değerleme yapılırken F/K 2023/03 ile EV/EBITDA 2023/03 çarpanına ise %50'şer ağırlık verilmiştir.

Şirket	Ülke	Açıklama
Hd Korea Shipbuilding & Offs	Güney Kore	Kore Gemi İnşa ve Offshore Engineering Co.,Ltd. ticari ve askeri amaçlı gemiler inşa eder. Şirket, petrol tankerleri, yük ve yolcu gemileri ve savaş gemileri üretmektedir. Korea Shipbuilding & Offshore Engineering ayrıca paket elektrik santrali ve motor elektrik santrali inşa ediyor.
China Cssc Holdings Ltd-A	Çin	Çin CSSC Holdings Ltd., gemi yapımı, gemi bileşenleri, gemi onarımı ve dizel motor üretimi sunmaktadır. Şirket, ürünlerini yurt içi ve yurt dışı pazarlara dağıtmaktadır.
Hyundai Mipo Dockyard	Güney Kore	Hyundai Mipo Dockyard Co., Ltd., orta büyüklükteki konvansiyonel gemiler ve özel gemiler sektörlerinde gemi üreticisidir. Şirket, orta menzilli ürün taşıyıcıları, kimyasal tankerler, konteyner gemileri, LPG taşıyıcıları, sadece araba kamyon taşıyıcıları ve diğerleri inşa eder ve teslim eder.
China Shipbuilding Industr-A	Çin	China Shipbuilding Industry Company Limited, bir gemi üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, askeri gemiler, savaş gemileri dizel motorları, gemilerde kullanılan silah rampaları, navigasyon ekipmanları, iletişim ekipmanları ve diğer askeri savaş gemileri ekipmanları üretmektedir.
Cssc Offshore And Marine E-A	Çin	CSSC Offshore and Marine Engineering Group Company Limited, gemiler, konteynerler, büyük çelik yapılar, fiberglass tekneler, yüksek hızlı gemiler ve arazi kullanım makineleri üretir ve pazarlar.
Csbc Corp Taiwan	Tayvan	CSBC Corporation, Tayvan gemi inşa etmekte ve onarmaktadır
Cochin Shipyard Ltd	Hindistan	Cochin Tersanesi Limited, bir gemi inşa şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, gemi onarımları, açık deniz, test ve deniz mühendisliği hizmetleri sunmaktadır.
Colombo Dockyards Plc	Sri Lanka	Colombo Dockyard PLC, uluslararası ve yerel pazar için gemi onarımı, gemi yapımı ve mühendislik hizmetleri sağlayan bir tersane işletmektedir.
Asl Marine Holdings Ltd	Singapur	Şirket, bağlı ortaklıkları aracılığıyla gemi yapımı, gemi onarımı ve dönüşümü, deniz aracı kiralama, deniz mühendisliği ve diğer ilgili hizmetler ile uğraşmaktadır.
Namura Shipbuilding Co Ltd	Japonya	Namura Shipbuilding Co., Ltd. kargo gemileri, tankerler ve köprüler ve bent kapakları gibi çelik yapılar üreticisidir.
Naikai Zosen Corp	Japonya	Naikai Zosen Corporation, ağırlıklı olarak iç pazar için gemi inşa eder ve onarır.
Endur Asa	Norveç	Endur ASA gemi inşa hizmetleri vermektir. Şirket, gemi inşa ve onarım hizmetleri, gemi ve teçhizatın kurulumu, bakımı, modernizasyonu ve modifikasyonu ile test ve yönetim hizmetleri sunmaktadır

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	2021-2023/03		2021-2023/03		Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
									YBBO (%)	YBBO (%)	YBBO (%)	YBBO (%)			
Asya-Pasifik Gelişmekte Olan Ülkeler	Hd Korea Shipbuilding & Offs	009540 KS Equity	Güney Kore	7.137	17,3	0,4	M.D	0,9	4,6%	M.D	2,5%	M.D	0,5	(0,0)	(0,0)
	China Cssc Holdings Ltd-A	600150 CH Equity	Çin	20.005	M.D	1,5	M.D	3,1	48,9%	M.D	M.D	M.D	0,5	(0,5)	(0,5)
	Hyundai Mipo Dockyard	010620 KS Equity	Güney Kore	2.927	M.D	0,7	M.D	1,7	8,5%	M.D	-0,3%	M.D	0,4	(0,1)	(0,1)
	China Shipbuilding Industr-A	601999 CH Equity	Çin	14.525	M.D	1,1	M.D	1,2	5,4%	M.D	M.D	M.D	0,4	(0,4)	(0,4)
	Cssc Offshore And Marine E-A	600685 CH Equity	Çin	4.047	M.D	0,7	58,9	2,6	-12,2%	M.D	M.D	M.D	0,3	(0,3)	(0,3)
	Csbc Corp Taiwan	2205 TT Equity	Tayvan	711	M.D	1,9	M.D	2,7	14,5%	M.D	-18,9%	M.D	2,5	(0,2)	(0,2)
	Cochin Shipyard Ltd	COCHIN IN Equity	Hindistan	1.080	8,1	0,9	29,1	2,0	-10,1%	-10,9%	10,5%	(16,1)	0,9	(0,9)	(0,9)
	Colombo Dockyards Plc	DCCK SL Equity	Sri Lanka	13	3,3	0,5	18,4	0,6	39,9%	M.D	13,8%	2,2	1,2	(0,9)	(0,9)
	Asl Marine Holdings Ltd	ASL SP Equity	Singapur	28	4,5	0,9	M.D	0,6	-7,0%	14,3%	20,5%	4,1	4,1	4,1	4,1
	Ortalama			5.608	12,7	1,0	23,9	1,7	10,3%	1,7%	4,7%	(2,6)	0,6	(0,6)	(0,6)
	Medyan			2.927	12,7	0,9	23,8	1,7	5,4%	1,7%	6,5%	0,8	(0,1)	(0,1)	(0,1)
	Minimum			13	3,3	0,4	18,4	0,6	-12,2%	-10,9%	-18,9%	(16,1)	0,9	(0,9)	(0,9)
Maksimum			20.005	17,3	1,9	58,9	3,1	48,9%	14,3%	20,5%	4,1	4,1	4,1	4,1	

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	2021-2023/03		2021-2023/03		Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
									YBBO (%)	YBBO (%)	YBBO (%)	YBBO (%)			
Asya-Pasifik Gelişmekte Olan Ülkeler	Namura Shipbuilding Co Ltd	7014 JP Equity	Japonya	284	0,5	0,1	3,5	0,8	7,2%	M.D	10,6%	(1,3)	(0,4)	(0,4)	
	Naikai Zosen Corp	7018 JP Equity	Japonya	28	1,7	0,1	4,0	0,4	2,9%	-1,8%	4,2%	0,1	0,0	0,0	
	Ortalama			155	M.D	0,1	M.D	0,6	5,0%	-1,8%	7,4%	(0,6)	(0,2)	(0,2)	
	Medyan			156	M.D	0,1	M.D	0,6	5,0%	-4,8%	7,4%	(0,6)	(0,2)	(0,2)	
	Minimum			29	0,5	0,1	3,5	0,4	2,9%	-1,8%	4,2%	(1,3)	(0,4)	(0,4)	
Maksimum			284	1,7	0,1	4,0	0,8	7,2%	-1,8%	10,6%	0,1	0,0	0,0		

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	2021-2023/03		2021-2023/03		Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
									YBBO (%)	YBBO (%)	YBBO (%)	YBBO (%)			
Diğer	Endur Asa	ENDUR NO Equity	Norveç	128	9,2	0,9	M.D	1,3	151,8%	M.D	9,7%	2,6	0,6	0,6	
	Ortalama			128	9,2	0,9	M.D	1,3	62,3%	38,5%	9,7%	5,0	1,0		
	Medyan			128	9,2	0,9	M.D	1,3	32,0%	38,5%	9,7%	M.D	0,6		
	Minimum			128	9,2	0,9	M.D	1,3	3,0%	36,5%	9,7%	M.D	0,1		
	Maksimum			128	9,2	0,9	M.D	1,3	151,8%	38,5%	9,7%	5,0	2,5		

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	Son 3 Yıl		Son 12 Ay		Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
									YBBO (%)	YBBO (%)	YBBO (%)	YBBO (%)		
Global	Ortalama			4.243	11,5	0,8	23,8	1,5	20,7%	10,0%	5,9%	-0,2	58%	
	Medyan			896	9,2	0,8	23,8	1,3	6,3%	6,2%	9,7%	1,1	-6%	
	Minimum			13	0,5	0,1	3,5	0,4	-12,2%	-10,9%	-18,9%	-16,1	-94%	
	Maksimum			20.005	17,3	1,9	58,9	3,1	151,8%	38,5%	20,5%	7,5	406%	
	Hatsan			5.881	9,2	16,5	23,8	4,5	50,9%	247,2%	41,4%	1,3	1,5	

Kaynak: Bloomberg

## Piyasa Çarpanları BİST Sınai Endeksi

**BİST SINAL şirketleri çarpanları ile  
3.141 mn TL piyasa değerine  
ulaşmıştır**

BİST Sınai çarpanları baz alındı. Hatsan'ın ana iş kolu gemi inşa, gemi bakım & onarım, yüzer havuz inşası ve gemi dönüşüm faaliyetlerini içermektedir. Şirket'in tersane alanları, yeni gemi inşa faaliyetleri kapsamında, kuru yük, tanker, duba, yüzer havuz, balıkçı gemileri vb. geniş bir üretim çeşitliliğine sahipken diğer yandan 25.000 ton kaldırma kapasiteli yüzer havuz ile büyük taşıma kapasiteli gemilerin bakım onarımını yapabilmektedir. Yurtiçinde Şirket ile birebir ya da benzer alanda faaliyet gösteren herhangi bir şirket olmadığından, Şirket'in ana faaliyet alanı aslında bir sinai şirketi hüviyeti niteliğinde olması ve yurtiçi fiyatlamaya algısını da modele yansıtmak adına yurtiçinde benzer şirketler olarak BİST Sınai endeksinin tamamı baz alınmış ve EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Hem uç değerleri elemek hem de muhafazakar tarafta kalmak adına EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, PD/DD ve EV/Satış çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Değerleme yapılırken EV/EBITDA 2023/03 ile F/K 2023/03 çarpanına ise %50'şer ağırlık verilmiştir.

BİST Sınai Endeksi							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2023/03	2023/03	2023/03
BİST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	EV/ EBITDA 2023/03	EV/ Satışlar 2023/03	F/K 2023/03	PD/DD 2023/03	2019-2023/03 YBBO(%)	2019-2023/03 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
AVOD	A.V.O.D Gıda Ve Tarım	907	11,9	1,5	7,9	2,0	157,0%	244,3%	12,9%	114,9%	0,22
ACSEL	Acıpayam Selüloz	952	21,4	3,0	12,1	5,5	374,5%	268,0%	14,1%	115,0%	0,31
ADEL	Adei Kalemcilik	6.383	27,6	6,1	78,0	36,6	125,4%	227,8%	22,2%	98,6%	1,36
BNTAS	Bantaş Ambalaj	793	9,7	1,2	9,4	1,5	163,9%	172,9%	12,3%	-211,8%	(0,27)
BANVT	Barvit	8.537	28,9	0,8	(16,5)	4,2	165,4%	141,7%	2,9%	506,4%	0,88
BARMA	Barem Ambalaj	4.043	16,2	3,0	22,5	4,8	165,6%	179,7%	18,8%	80,7%	0,25
BTCIM	Batı Çimento	8.942	13,5	1,7	(24,0)	5,4	325,4%	502,8%	12,7%	356,3%	1,92
BSOKE	Batsöke Çimento	1.588	20,0	1,6	(2,3)	6.061,1	277,2%	724,0%	8,0%	1203,6%	9.164,43
BAYRK	Bayrak Taban Sanayi	389	16,6	2,4	29,3	5,4	242,2%	148,0%	14,4%	123,5%	0,43
BRKSN	Berkosan Yalıtım	611	15,7	2,0	24,6	5,2	199,0%	220,5%	12,6%	100,8%	0,36
BLCYT	Bilici Yatırım	1.714	7,4	2,2	5,2	1,6	275,2%	221,6%	29,2%	-173,0%	(0,31)
DARDL	Dardanel	3.095	21,7	1,2	128,0	1,6	175,2%	66,6%	5,7%	549,7%	0,54
DESA	Desa Deri	3.949	10,3	2,3	13,0	6,5	365,7%	328,3%	22,2%	-87,6%	(0,51)
DGNMO	Doğanlar Mobilya	2.811	6,6	0,9	13,7	5,0	226,6%	184,8%	14,0%	195,4%	2,14
TEZOL	Europap Tezol Kağıt	6.882	11,7	2,5	9,8	4,8	217,7%	186,9%	21,5%	0,4%	0,00
EUREN	Europen Endüstri	10.359	27,2	4,0	24,5	5,3	213,8%	446,1%	14,6%	-35,4%	(0,07)
FORMT	Formet Metal Ve Cam	1.453	42,1	4,7	(452,5)	3,4	104,9%	86,8%	11,2%	124,4%	0,10
FRIGO	Frijo Pak Gıda	821	6,7	1,7	11,3	2,7	232,1%	219,0%	26,3%	15,6%	0,06
HKTM	Hidropar Hareket	1.997	71,4	6,9	161,0	9,2	95,0%	22,6%	9,7%	184,0%	0,24
ISKPL	Işık Plastik	1.369	11,0	1,7	12,5	2,0	81,5%	10,9%	15,5%	102,1%	0,21
ISDMR	İskenderun Demir Çelik	103.820	22,8	1,9	32,2	2,0	162,6%	24,5%	8,6%	132,4%	0,12
KAPLM	Kaplamın	1.998	31,3	2,2	50,9	5,4	207,2%	114,2%	7,0%	113,9%	0,20
KARTN	Kartonsan	5.498	10,3	1,8	15,0	4,0	151,6%	121,5%	17,2%	-85,4%	(0,31)
SUNTK	Sun Tekstil	7.363	14,0	1,8	12,1	4,5	145,9%	122,0%	12,9%	-18,4%	(0,06)
TATGD	Tai Gıda	3.868	12,3	1,8	13,0	3,2	215,3%	167,9%	14,8%	453,0%	1,88
VESTL	Vestel	20.194	7,1	0,7	62,9	1,7	137,6%	47,3%	9,2%	366,6%	1,76
VESBE	Vestel Beyaz Eşya	21.824	10,1	0,8	17,2	3,2	191,0%	42,0%	7,9%	239,1%	0,99
YKSLN	Yükselen Çelik	1.523	9,1	1,4	11,3	3,5	416,3%	462,6%	15,4%	221,4%	1,12
YUNSA	Yünsa	4.534	10,3	3,0	11,3	3,5	255,2%	636,2%	29,4%	-34,8%	(0,11)
Ortalama		14.632	12,9	1,9	13,7	2,8	202,8%	263,6%	15,3%	3,6	48,1
Medyan		2.835	11,7	1,7	12,3	2,8	198,9%	180,1%	14,3%	1,0	0,2
Minimum		213	(1.027,5)	(0,4)	(3.314,9)	0,2	-100,0%	-100,0%	-94,0%	-28,7	-3,7
Maksimum		321.994	17.720,8	41,7	1.674,3	6.061,1	455,0%	4715,0%	89,1%	468,6	9164,4
Hatsan		3.141	11,7	8,2	12,3	2,4	50,9%	247,2%	41,4%	1,0	0,8



## Çarpan Değerlemesi

**Çarpanlarla değer hesaplanırken üç yılda bir gerçekleşen yüzer havuz satışının etkisi giderilmiş normalize EBITDA ve Net Kar rakamları kullanılmıştır.**

**Çarpan değerlemesine nihai değerde %50 ağırlık verilmiştir**

EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır, Şirket genel olarak üç yılda bir yüzer havuz satışı gerçekleştirmektedir. 2022 yılının ilk yarısında bir yüzer havuz satışı yapılmıştır. Bu nedenle ortalama üç yılda bir olmasına rağmen 2023/03-4Ç EBITDA ve net kar rakamlarında yüzer havuz satışının önemli bir etkisi bulunmaktadır. Bununla birlikte söz konusu işlem üç yılda bir gerçekleştiğinden bu etkinin normalize edilmesi değerlendirme açısından daha doğru olacaktır. Bu nedenle yüzer havuz satışından kaynaklanan brüt kar rakamının tamamı EBITDA'dan çıkarılmış ve 1/3'ü EBITDA'ya eklenmiştir. Böylece üç yılda bir gerçekleşmesi beklenen gelirin 1 yıla düşen payı EBITDA'ya yansıtılmaya çalışılmıştır. Cari 2023/03-4Ç EBITDA rakamı bağımsız denetim raporunda 535,6 mın TL iken normalize EBITDA rakamı 330,4 mın TL olarak hesaplanmıştır. Aynı etki EBITDA yaklaşımına ek olarak vergi etkisi de hesaba katılarak net kar modellemesinde de göz önünde bulundurulmuştur. Cari 2023/03-4Ç net kar rakamı bağımsız denetimde 375,7 mın TL olmasına rağmen normalize net kar rakamı 223,2 mın TL olarak hesaplanmıştır. Yurtdışı çarpanlardan değer hesaplanırken bloomberg'in dolar bazlı çarpanları örnekleme vermesi nedeniyle Şirket'in dolar bazlı verileri ile değer bulunmuş ve güncel kurdan TL piyasa değeri tespit edilmiştir. Bu minvalde yurtdışı çarpanlar ve İNA kurdaki artışı değere adil olan bir şekilde yansıtırken BİST Sınai kurdaki hareketi tam olarak değere yansıtılmamaktadır. Zira BİST-Sınai'deki örnekleme Hatsan gibi gelirinin %100'e yakını döviz olan şirketlerden oluşmamaktadır.

Mn TL	Değer
<b>Hatsan Normalize EBITDA 2023/03 4Ç</b>	<b>330</b>
BİST Sınai Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	11,7
<b>BİST Sınai Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>3.860</b>
Hatsan Net Borç 2023/03	332
<b>BİST Sınai Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>3.529</b>
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	Değer
<b>Hatsan Normalize Net Kar 2023/03 4Ç</b>	<b>223</b>
BİST Sınai Şirketleri Medyan F/K (x)	12,3
<b>BİST Sınai Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>2.753</b>
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
<b>BİST Sınai Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>3.141</b>

Mn TL	Değer
<b>Hatsan Normalize EBITDA 2023/03 4Ç (TL)</b>	<b>330</b>
31.03.2022-31.03.2023 Ortalama USD/TL	17,94
<b>Hatsan Normalize EBITDA 2023/03 4Ç (USD)</b>	<b>18</b>
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	9,2
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri (USD)</b>	<b>170</b>
Hatsan Net Borç 2023/03	332
31.03.2023 USD/TL Kapanış Kuru	17,07
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)</b>	<b>153</b>
14.07.2023 USD/TL Kapanış Kuru	26,25
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)</b>	<b>4.004</b>
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	Değer
<b>Hatsan Normalize Net Kar 2023/03 4Ç (TL)</b>	<b>223</b>
31.03.2022-31.03.2023 Ortalama USD/TL	17,94
<b>Hatsan Normalize Net Kar 2023/03 4Ç (USD)</b>	<b>12</b>
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	23,8
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)</b>	<b>296</b>
14.07.2023 USD/TL Kapanış Kuru	26,25
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)</b>	<b>7.758</b>
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>5.881</b>

## Nihai Değer

**4.250 mn TL iskonto sonrası halka arz piyasa değeri**

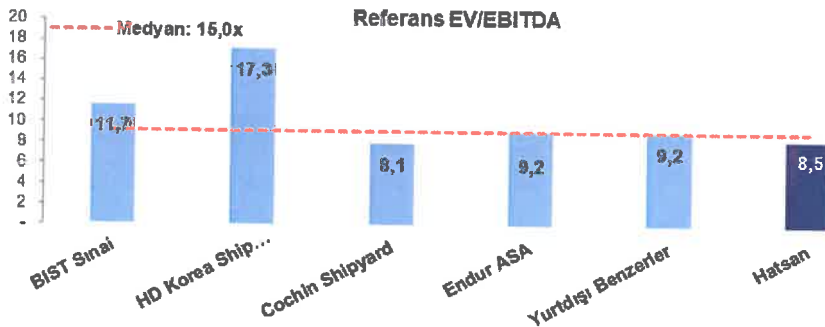
**Halka arz piyasa değeri 2023/03 son 4 çeyrek EBITDA ve net kar verisine göre 8,5x EV/EBITDA ve 11,3x F/K çarpanına işaret etmektedir**

8,5x EV/EBITDA. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerlede dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Yurtiçinde Şirket ile tam benzer bir şirket olmaması nedeniyle çarpan değerlemede yurtdışı benzerlerden gelen değere daha fazla ağırlık verilirken yurtdışı fiyatlama davranışını da modele entegre edebilmek adına Şirket'in de içinde bulunacağı BİST-Sınai endeksinden gelen çarpan değerine belirli bir aralık verilmiştir. Yurtdışı çarpanlar ve İNA, kurdaki artışı değere adil olan bir şekilde yansıtırken BİST Sınai kurdaki hareketi tam olarak değere yansıtamamaktadır. Zira BİST-Sınai'deki örneklem Hatsan gibi gelirinin %100'e yakını döviz olan şirketlerden oluşmamaktadır. Yurtdışı benzerlere %30 ağırlık verilirken BİST Sınai endeksine %20 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20,3 halka arz iskontosu uygulanmıştır. **Şirket için halka arz iskontosu sonrası 4.250 mn TL piyasa değeri ve pay başı 22,60 TL değer tespit edilmiştir.** Bulunan değer cari 8,5x EV/EBITDA ve 11,3x F/K çarpanlarına işaret ederken yeniden değerlendirilmiş 3,5 milyar TL özkaynak rakamına göre 1,2x PD/DD çarpanı hesaplanmıştır. **Şirket gelirlerinin tamamına yakınının döviz cinsinden olması ve Temmuz 2023 kur hareketinin tam etkisinin 2024'e yansiyacak olması, A-21, yüzer havuz ve portal vinç yatırımının 2022 yılında kısmen devreye girmiş olması, sahip olunan vergi teşvikleri nedeniyle efektif vergi oranının düşük olması, portföye yeni dahil edilecek 107 mn dolarlık anlaşmanın 2024 ve 2025 büyümelerini destekleyecek olması, Şirket'in niş ve katma değerli bir alanda faaliyet gösteriyor olması ile sermaye gerekliliği anlamında sektöre giriş bariyerinin yüksek olması 2023 sonu için tespit edilen 10,7x EV/EBITDA çarpanını makul kılmaktadır.**

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başlı Değer (TL)
<b>Metodolojiler</b>			
İNA	5.886	50,0%	31,30
Yurtdışı Benzerler	5.881	30,0%	31,28
BİST Sınai	3.141	20,0%	16,70
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>5.335</b>	<b>100%</b>	<b>28,37</b>
Halka Arz İskontosu	-20,3%		
<b>Nihai Değer</b>	<b>4.250</b>		<b>22,60</b>

Değer Çarpanları	2023/03	2023T
EV/EBITDA	8,5	10,7
F/K	11,3	m.d.
EV/Net Satış	3,5	2,6
PD/DD	1,2	m.d.

Grafik:6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

## Sektör

**Dünya genelinde denizyolu taşımacılığında 2022 yılında taşınan yaklaşık 11,9 milyar tonun %17,2'si minör dökmeyük, %16,5'i ham petrol, %15,2'si konteynerden oluşmaktadır**

**Dünya Deniz Ticaret Filosunun (300 GT ve üzeri) milli bayraklara sıralamasında, kırk ülke bazında DWT olarak %17,1'ini bünyesinde bulunduran Liberya 1. sırada, %16,5'ini bünyesinde bulunduran Panama 2. sırada, %13,5'ini bünyesinde bulunduran Marshall Adaları 3. sırada, Türkiye 32. sırada yer almaktadır**

**Dünya ticareti ve denizyolu taşımacılığı.** İMEAK (İstanbul ve Marmara, Ege, Akdeniz, Karadeniz Bölgeleri) Deniz Ticaret Odası 2023 Denizcilik Sektör Raporu'ndan derlenen bilgilere göre dünya toplam ticaret hacminin ortalama %85'ini oluşturan denizyolu ticareti, Covid-19 salgınında sıkça gündeme gelmiştir. Küresel ticaret hacminin 2022 yılında, 2021 yılına kıyasla %0,7 artış göstererek yaklaşık 14,1 milyar ton olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Küresel deniz ticaret hacmi ise 2022 yılında 2021 yılına göre %0,4 gerileyerek 11,9 milyar ton olarak gerçekleşmiştir. Ekonomik olumsuzluklara yüksek enflasyon ve düşük büyümenin eklenmesi küresel ekonomiyi yavaşlatırken küresel deniz ticaretinde 2023 yılında, 2022'ye kıyasla yıllık ton bazında %1,6 oranında sınırlı bir büyüme olacağı tahmin ediliyor. Küresel deniz ticareti eğilimleri son zamanlarda gerilemeye devam etmiş; küresel ticaret göstergesi 2020'nin 4. çeyreğinden bu yana en zayıf performansı ile Ekim Aralık 2022'de yıllık %1,7 düşüş göstermiş olup önemli makroekonomik dalgalanmalar, Çin'deki zayıf trendler ve kilit bölgelerdeki tüketiciler üzerindeki baskı 2022'nin sonlarında deniz ticareti üzerinde baskı olarak yorumlanmıştır. Deniz ticaretinin 2022'de ton olarak %0,7 ve ton mil olarak %0,8 azaldığı tahmin edilmektedir.

**Dünya ticaret filosunun gemi tipi kırılımı.** Dünya genelinde denizyolu taşımacılığında 2022 yılında taşınan yaklaşık 11,9 milyar tonun %17,2'si minör dökmeyük, %16,5'i ham petrol, %15,2'si konteynerden oluşmaktadır. Yunanistan, Çin ve Japonya, kapasite bazında dünyanın en büyük ticaret filosuna sahip ülke olmaya devam etmekte olup söz konusu ülkeler dünya tonajının yaklaşık %48,4'ünü kontrol etmektedir. Dünyanın kolay bayrakları (\*) en fazla filoya sahip 30 ülkenin dağılımı incelendiğinde 01.01.2023 tarihi itibarıyla (1.000 GT (\*\*) ve üzeri) ulusal ve yabancı bayraktaki gemilerde Yunanistan'ın 1., Çin'in 2., Japonya'nın 3. olduğu sıralamada Türkiye 14. sırada yer almıştır. 2023 yılında Tanker, Dökmeyük, Konteyner, Kuruyük, Yolcu gemi tiplerinin toplamı 2.166.510 DWT olarak ölçülmüştür. Bu gemi tipleri içerisinde DWT bazında en fazla paya sahip olan gemi tipi %43,4 ile Dökmeyük gemi tipidir.

(\*) Herhangi bir ülke armatörünün gemisini kendi ülkesinin bayrağı altında çalıştırmak yerine kendince daha avantajlı olan başka bir ülkenin bayrağı altında çalıştırma uygulamasıdır.  
(\*\*) Gross Ton: Bir geminin mürettebatının yaşayacağı, sevk ve idare için kullanacağı vb. hacimleri hariç yük konabilecek boşluklarının toplam hacmidir.

## Dünya Ticareti ve Dünya Denizyolu Taşımacılığı

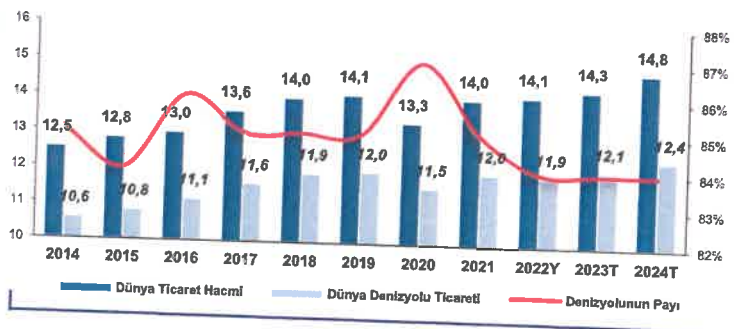
Milyar Ton	Dünya Ticaret Hacmi	Dünya Denizyolu Ticareti	Denizyolunun Payı
2014	12,5	10,6	85%
2015	12,8	10,8	84%
2016	13,0	11,1	86%
2017	13,6	11,6	85%
2018	14,0	11,9	85%
2019	14,1	12,0	85%
2020	13,3	11,5	87%
2021	14,0	12,0	85%
2022Y	14,1	11,9	84%
2023T	14,3	12,1	84%
2024T	14,8	12,4	84%

Kaynak: Clarksons Research February'23 Seaborn, İMEAK Deniz Ticaret Odası 2023 Denizcilik Sektör Raporu

Y: Yaklaşık, T: Tahmin

## Küresel deniz ticareti, ekonomik büyüme, ticaret politikaları, gemi filosu büyüklüğü ve diğer faktörlerin kombinasyonudur.

## Dünya Ticareti ve Dünya Denizyolu Taşımacılığı



## Dünya Denizyolu Taşımacılığı

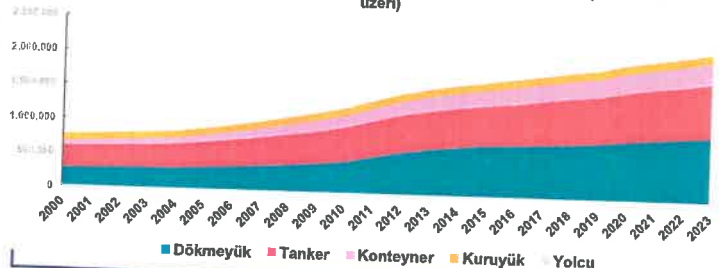
Milyon Ton	2018	2019	2020	2021	2022Y	2023T	2024T
Demir Cevheri	1.475	1.455	1.501	1.517	1.481	1.483	1.494
Kömür	1.264	1.284	1.179	1.228	1.224	1.250	1.254
Tahıl	475	478	517	525	505	531	551
Minör Dökmeyük	2.012	2.036	2.037	2.127	2.041	2.054	2.118
Ham Petrol	2.030	2.008	1.863	1.861	1.956	1.999	2.077
Petrol Ürünleri	1.087	1.033	963	1.010	1.030	1.073	1.116
Gaz	433	478	481	509	531	550	573
Kıymasalar	362	371	370	378	370	376	389
Konteyner	1.838	1.879	1.764	1.869	1.804	1.785	1.846
Diğer Kuruyük	914	927	903	940	941	954	972
<b>Toplam</b>	<b>11.889</b>	<b>11.949</b>	<b>11.579</b>	<b>11.964</b>	<b>11.882</b>	<b>10.256</b>	<b>12.389</b>
Yıllık Değişim	2,70%	0,50%	-3,30%	3,30%	-0,70%	1,50%	2,80%

Kaynak: Clarksons Research February Seaborn, İMEAK Deniz Ticaret Odası Denizcilik Sektör Raporu, 2023

Y: Yaklaşık, T: Tahmin

## 300 GT ve üzeri gemi tipleri içerisinde DWT bazında en fazla paya sahip olan gemi tipi Dökmeyük gemi tipidir.

## Dünya Deniz Ticaret Filosunun Gemi Tipleri İtibarıyla DWT Gelişimi (300 GT ve üzeri)



Kaynak: ISL, İMEAK Deniz Ticaret Odası Hesaplamaları



## Sektör

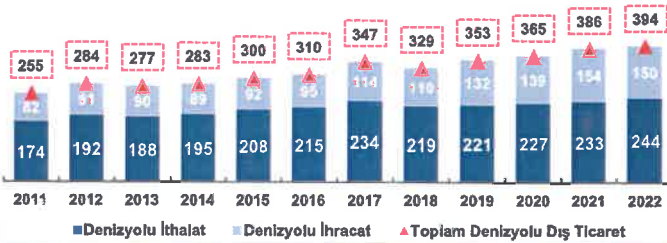
**1999 yılında Türk armatörlerinin kontrolündeki filo 9,6 milyon DWT olup, bunun %90,5'i Türk Bayraklı, %9,5'i ise yabancı bayraktaki gemilerden oluşmakta iken, 2023 yılı başı itibariyle, Türk armatörlerinin 1000 GT ve üzerindeki gemileri dikkate alındığında 38,1 milyon DWT'nin %14,3'ü Türk Bayrağında, %85,7'si ise yabancı bayrakta yer almıştır**

**Türk deniz ticaret filosu.** İMEAK Deniz Ticaret Odası 2023 Denizcilik Sektör Raporu'nda yer alan bilgilere göre Türk Deniz Ticaret Filosunda bulunan 1.000 DWT'nin üzerinde toplam 450 adet geminin 238 adedi ithal, 212 adedi ise yurt içinde inşa yoluyla edinilmiştir. 1.000 DWT üzerindeki gemilerin toplam GT'si 4.912.303 ve DWT'si ise 6.664.435'dir. Bu tonajın DWT bazındaki çoğunluğunu sırasıyla; %26,9 unu Dökme Yük gemileri, %20,1'ini Petrol Tankerleri, %16,4'ünü Konteyner gemileri, %13,1'ini Kimyevi Madde Tankerleri, 9,2'sini Kuru Yük gemileri ve %3,8'ini Ro-Ro gemileri oluşturmaktadır. İMEAK Deniz Ticaret Odası 2023 Denizcilik Sektör Raporu'nda yer alan bilgilere göre Türk Deniz Ticaret Filosunda bulunan 1.000 DWT'nin üzerinde toplam 450 adet geminin 238 adedi ithal, 212 adedi ise yurt içinde inşa yoluyla edinilmiştir. 1.000 DWT üzerindeki gemilerin toplam GT'si 4.912.303 ve DWT'si ise 6.664.435'dir. Bu tonajın DWT bazındaki çoğunluğunu sırasıyla; %26,9 unu Dökme Yük gemileri, %20,1'ini Petrol Tankerleri, %16,4'ünü Konteyner gemileri, %13,1'ini Kimyevi Madde Tankerleri, 9,2'sini Kuru Yük gemileri ve %3,8'ini Ro-Ro gemileri oluşturmaktadır.

**Türkiye'nin deniz yolu ticareti.** 2022 yılında Türkiye'nin denizyoluyla yapılan ithalatı 243.917.119 ton, ihracatı ise 150.172.902 ton olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'nin 2012 yılına nazaran 2022 yılında ihracat taşımaları 91 milyon tondan 150 milyon tona, ithalat taşımaları ise 192 milyon tondan 243 milyon tona yükselmiştir. Denizyolu dış ticaret taşımacılığında Türk Bayraklı gemilerimizin bu taşımalardan aldığı pay 2022 yılında da %7'dir.

Coğrafi konumu itibarıyla Türkiye'de deniz taşımacılığı önemli bir yer tutmaktadır.

Türk Bayraklı Gemilerin Dış Ticaret Taşımalarındaki Payları (mn Ton)



Kaynak: UAB Denizcilik Genel Müdürlüğü

Bayraklara göre dünya filosu (300 GT ve üzeri), 160 ülke bazında 60.004 adet gemi ile 2.166.510.000 DWT ve 1.452.834.000 GT'dir.

Türk Bayraklı Deniz Ticaret Filosunun Yıllar İtibariyle Dünya Sıralaması (300 GT ve Üzeri)



Kaynak: ISL, İMEAK Deniz Ticaret Odası Hesaplamaları

Türk Deniz Ticaret Filosunun İthal-İnşa Tonaj Dağılımı, 31.12.2021 (1.000 DTW ve Üzeri)

Gemi Tipi	Adet				Deadweight Ton				Gros Ton			
	İthal	İnşa	Toplam	Pay, %	İthal	İnşa	Toplam	Pay, %	İthal	İnşa	Toplam	Pay, %
Kuru Yük Gemisi	34	94	128	28,5	215.259	408.555	603.967	10,3	136.188	260.678	396.866	7,9
Dökme Yük Gemisi	36	3	39	8,8	1.673.659	119.368	1.537.098	26,2	806.668	73.531	880.199	17,4
Konteyner	37	13	50	11,1	870.390	206.278	1.035.444	17,7	668.579	160.576	829.155	16,4
Kuru Yük Konteyner	4	2	6	1,3	21.447	26.763	39.132	0,7	8.066	17.837	25.903	0,5
Kimyevi Madde Tankeri	39	29	68	15,2	658.193	199.925	665.759	11,4	298.485	133.566	432.051	8,5
LPG Tankeri	5	0	5	1,1	27.804	0	27.804	0,5	25.574	0	25.574	0,5
LNG Tankeri	2	0	2	0,4	187.228	0	93.513	1,6	108.919	0	108.919	2,2
Asfalt Tankeri	1	3	4	0,9	6.600	54.850	61.453	1	5.832	43.630	49.462	1
Su Gemisi	0	1	1	0,2	0	0	122.276	2,1	274.681	0	274.681	5,4
Ro Ro Gemisi	19	1	20	4,4	233.950	2.283	30.778	0,5	48.363	27.265	75.628	1,5
Ro Ro Ferry Yolcu	6	1	7	1,6	26.962	23.014	23.014	0,4	1.815	35.438	37.253	0,7
Feribot	0	10	10	2,2	0	2.960	2.960	0,1	0	9.835	9.835	0,2
Tren Ferisi	0	2	2	0,4	0	2.221	6.299	0,1	33.411	15.092	48.503	1
Yolcu/Yolcu Yük Gemisi	2	1	3	0,7	31.182	0	3876	0,1	3.591	0	3.591	0,1
Balıkçı Gemileri	1	0	1	0,2	3.307	0	4.480	0,1	20.931	4.789	25.720	0,5
Bilimsel Araştırma/İnceleme	1	0	1	0,2	2.690	0	0	0	1.043	0	1.043	0
Hizmet Gemileri	16	13	29	6,4	58.432	1.264	1.264	0	0	4.874	4.874	0,1
Petrol Tankeri	19	29	48	10,7	1.123.607	0	0	0	1.565	0	1.565	0
Tren Ferry/Ro Ro	1	0	1	0,2	6.266	45.221	167.691	2,9	316.044	85.349	401.393	8
Kuru Yük/Ro Ro	0	1	1	0,2	0	190.478	1.267.099	21,6	580.844	101.446	682.290	13,5
Deniz Araçları	3	6	9	2	42.002	0	6.266	0,1	15.195	0	15.195	0,3
Açık Deniz Faaliyet Gemileri	11	3	14	3,1	95.602	17.183	142.084	2,4	336.188	60.465	396.653	7,8
Özel Amaçlı Gemiler	1	0	1	0,2	5.552	7.331	15.331	0,2	227.974	102.940	330.914	6,5
<b>Genel Toplam</b>	<b>238</b>	<b>212</b>	<b>450</b>	<b>100</b>	<b>5.290.132</b>	<b>1.307.694</b>	<b>5.857.588</b>	<b>100</b>	<b>3.919.956</b>	<b>1.137.311</b>	<b>5.057.267</b>	<b>100</b>

Kaynak: İMEAK DTO İstatistikleri

## Sektör

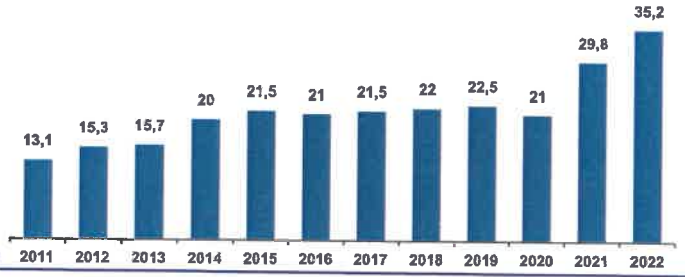
**T.C. Ulaştırma Bakanlığı verilerine göre Türkiye'de 2019 yılında yaklaşık 67 bin kişi olan gemi inşa sanayi istihdamı, 2021 yılında 80 bin, 2022 yılında yaklaşık 88 bin kişiye yükselmiştir**

**Uzun yıllar tanker siparişi alan ülkeler sıralamasında yukarılarda yer alan ve 3. sıraya kadar yükselmiş olan Türkiye, azalan siparişler nedeniyle 2021 yılında tonaj (Milyon CGT (\*)) bazında 12., adet bazında 6. sıradadır**

**Gemi inşa sanayi.** Gemi inşa sanayi, desteklendiği ve geliştirildiği bütün ülkelerde bağılı yan sanayi sektörlerinde hızlı bir gelişim oluşturan, döviz girdisi sağlayan, bölgesinde nitelikli iş gücünü arttıran, bölgesel ticaretin gelişmesine, büyümesine ve güçlenmesine yardımcı olan, bölgede yaşayan insanların refah ve kültürel düzeyini yükselten, yan sanayi ile birlikte önemli bir istihdam potansiyeli yaratan, stratejik bir ağır sanayi koludur. İMEAK Deniz Ticaret Odası raporlarına göre 2003 yılında 37 adet olan faal tersane sayısı, 2008'de 58'e, 2023 Haziran'da 84'e ulaşmış, tersane kapasitesi ise 2023 Haziran'da 4,8 milyon DTW'ye ulaşmıştır. Tersane sayılarının yıllık bileşik büyüme oranı (2003-2023 Haziran) %4,2 olarak gerçekleşmiştir. Haziran 2023 itibarıyla 84 adet tersane faal durumda olup bu tersaneler Marmara ve Batı Karadeniz bölgelerinde yoğunlaşmıştır. Ayrıca 10 adet tersane yatırım aşamasında ve 15 alan da tersane alanı olarak belirlenmiş durumdadır. 2008 yılı son çeyreğinde başlayan ve 2009 yılı son çeyreğine kadar kuvvetli şekilde hissedilen küresel ekonomik krizin ardından 2019'da ortaya çıkan Covid-19 pandemisi pek çok sektörü olduğu gibi gemi inşa sektörünü de olumsuz etkilemiş, siparişlerdeki düşüş hem istihdam hem de yeni yatırım ve modernizasyon çalışmalarının iptal ya da ötelenmesine sebep olmuştur. 2008 küresel ekonomik krizine kadar olan süreç içerisinde başta kimyasal tanker siparişleri olmak üzere dünya dördüncülüğüne kadar yükselen tersanelerimizin, krizden sonra yaşanan sipariş düşüşü ile 2019 yılında teslim ettikleri gemiler toplam tonaj olarak 133.669 DWT, adet olarak 23'e gerilemiştir. 2020 yılında teslim edilen gemiler 20 adet ve toplam 101.114 DWT iken 2021 yılında 25 adet ve 100.793 DWT 2022 yılında ise 17 adet ve 55.798 DWT olmuştur.

**Sektör, yeni gemi siparişleri tarafında zorluk çekmektedir. Buna istinaden bakım-onarım kanadına ağırlık verilmiş ve bu tarafta işler yolunda gitmiştir.**

2008-2022 Yılları Arasında Bakım-Onarım Değerleri (DWT)



Kaynak: T.C. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı

**2008 küresel ekonomik krizine kadar olan süreç içerisinde tersanelerimiz, başta kimyasal tanker siparişleri olmak üzere dünya dördüncülüğüne kadar yükselmiştir.**

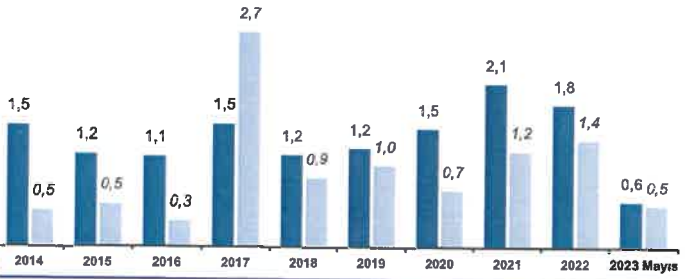
2008-2021 Yılları Arasında Teslim Edilen Gemi Sayıları (Adet)



Kaynak: Clarkson Research Serv. 01/2022

**Türkiye tersaneleri 2002-2008 yılları arasında ürettiği gemilerin çoğunu ihracat amaçlı inşa etmiş ve bu gemilerin tamamına yakını AB ülkelerine ihraç edilmiştir.**

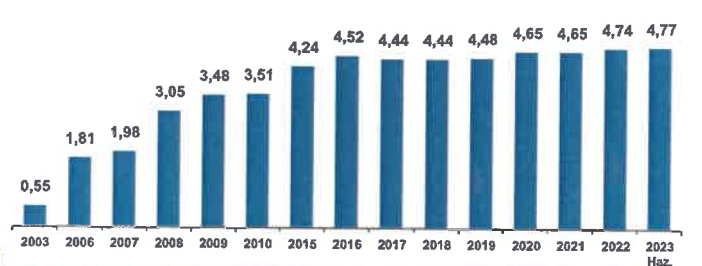
Gemi ve Su Araçları İhracatı ve İthalatı (Milyar USD)



Kaynak: T.C. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı

**Artan ticaret hacmiyle birlikte 2003 yılında Türkiye'de 0,6 mn DWT olan tersanelerin kurulu kapasiteleri, 2023 Haziran'da 4,77 mn DWT'ye yükselmiştir.**

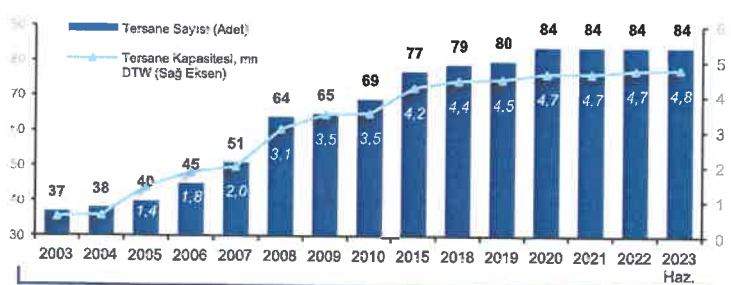
Tersane Kapasiteleri (Milyon DWT)



Kaynak: T.C. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı

**Son 21 yılda Türkiye'de tersane sayılarının yıllık bileşik büyüme oranı %4,2 seviyesindedir.**

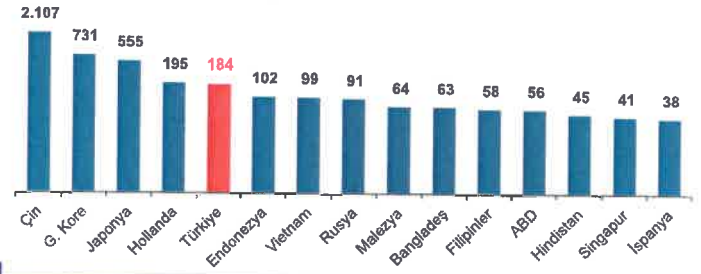
2003/2023 Faal Tersane Sayısı & Kapasitesi



Kaynak: T.C. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı

**Türkiye'deki tersaneler, özellikle küçük ve orta tonajlı kimyasal tanker inşasında küresel pazarda söz sahibi ülkelerden biridir.**

Gemi Siparişlerinin Ükelere Göre Sayısal Dağılımı



Kaynak: İMEAK Deniz Ticaret Odası 2023 Denizcilik Sektör Raporu

(\* ) Compensated Gross Tonnage; belirli bir gemiyi inşa etmek için gerekli olan iş miktarının bir göstergesidir ve bir geminin tonajının, belirli bir geminin tipine ve boyutuna göre belirlenen bir katsayı ile çarpılmasıyla hesaplanır.







26.07.2023

Sermaye Piyasası Kurulu'na  
Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu)  
No:156 06530 Çankaya / ANKARA

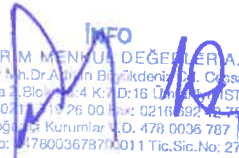
### Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahnamenin bir parçası olan işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

  
INFO  
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Saray Mh. Dr. Atila İnönü Bulvarı No: 21. Cebeci  
Plaza 2. Blok Kat: 4 K. No: 16 Ümitköy/Beşiktaş  
Tel: 0312 218 26 00 Fax: 0216 339 12 75  
E-Posta: info@kurumlar.tic.gov.tr  
Mersis No: 078003678700011 Tic.Sic.No: 271081

Engin Emre SEÇEN

Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER

Genel Müdür Yardımcısı