



Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu



12/09/2023

1. Halka Arza İlişkin Bilgiler:

Halka Arz Bilgileri	
Borsa Kodu	HATSN
Halka Arz Fiyatı	22,60 TRY
Halka Arz iskontosu	% 20,3
Halka Arz Tarihleri	14-15 Eylül 2023
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Dağıtım	% 70 Yurt İçi Bireysel Yatırımcı (Eşit Dağıtım) % 20 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı % 10 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcı
Halka Açıklık Oranı	% 20
Halka Arz Büyüklüğü	1.001.180.000 TRY

Kaynak: Hat-San İzahname

2. Şirket'in Faaliyetleri:

Hat-San 2008 yılında kurulmuştur. Şirket Yalova'da 108.974 m2 üzerine kurulu 13.495 m2 kapalı alan ve 7.158 m2 alan üzerine kurulu 3.849 m2 kapalı alan olmak üzere iki farklı lokasyonda faaliyet göstermektedir. Şirket faaliyet konusu Esas Sözleşmesi çerçevesinde özetle; yerli yabancı her tonajdaki gemi inşa tesisleri, tersaneler, otel, yolcu gemisi, yat satın almak, kiralamak, inşa etmek veya ettirmek, gemi ve diğer yüzer havuz vasıtalarına periyodik bakım, onarım hizmetlerini vermek amacı ile tersane ve yüzer havuz işletmeciliği yapmak ve Esas sözleşmede yazılı diğer işleri yapmaktır. Şirket'in ana faaliyet alanı yeni gemi ve yüzer havuz inşası, gemi tamir bakımı ve gemi dönüşümü faaliyetleridir. Cari durumda Şirket'in bünyesinde 3 adet iskele, 2 adet rıhtım, 5 adet kızak, 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.

3. Ortaklık Yapısı:

Sermaye artırımı ve ortak satışı şeklinde halka arz edilecek olan toplam 44.300.000 TL nominal değerli payların halka arz edilmesi ile halka açıklık oranınının 20 % olması planlanmaktadır.

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arzdan Önce		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Pekar Grup İnşaat A.Ş.	A	49.880.000	99,76	49.880.000	79,80
	B	137.712.988		126.875.895	
Mehmed Halid İsmail Pepe	A	40.000	0,08	40.000	0,07
	B	108.035		108.035	
Mustafa Talha Pepe	A	40.000	0,08	40.000	0,07
	B	108.035		108.035	
Mesud Abdurrahman Pepe	A	40.000	0,08	40.000	0,07
	B	108.035		108.035	
Halka Açık	B	-	-	44.300.000	20,00
Toplam		188.037.093	100,00	221.500.000	100,00

Kaynak: Hat-San İzahname

4. Finansallar

Bilanço Tablosu:

TRY bin TL	2020	2021	2022	2023 1.Ç.
Dönen Varlıklar	170.695	295.761	494.664	594.023
Duran Varlıklar	151.270	559.052	737.165	742.530
Toplam Varlıklar	321.964	854.813	1.231.830	1.326.553
Kısa Vadeli Yükümlülükler	163.708	370.348	414.729	460.242
Uzun Vadeli Yükümlülükler	99.808	416.932	486.693	497.142
Özkaynaklar	53.605	58.819	330.408	379.168

Gelir Tablosu:

TRY bin TL	2020	2021	2022	2022 1.Ç.	2023 1.Ç.
Satışlar	384.186	458.096	1.132.367	144.737	306.514
Satışların Maliyeti (-)	336.996	378.142	597.978	102.820	229.413
Brüt Kar	47.190	79.954	534.389	41.917	77.100
Brüt Kar Marjı (%)	12,3	17,5	47,2	29,0	25,2
EBİTDA	32.559	65.238	494.277	34.269	75.851
EBİTDA Marjı (%)	8,5	14,2	43,6	23,7	24,7
Net Kar	7.942	10.830	318.719	(8.016)	48.975
Net Kar Marjı (%)	2,1	2,4	28,1	-5,5	16,0

Kaynak: Hat-San İzahname

6. Değerleme:

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır.

A- Çarpan Analizi:

Şirket ile benzer sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler ile BİST-Sinai Endeksin F/K ve EV/EBİTDA çarpanları kullanılmıştır. Buna göre yöntemlerin verdiği sonuçlar aşağıda gösterilmiştir.

BİST-Sinai Endeks Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri Hesaplama

Mn TL	Değer
Hat-San Normalize EBITDA 2023/03 4Ç	330
BİST Sinai Medyan EV/EBİTDA çarpanı	11,7
BİST Sinai Şirketleri EV/EBİTDA çarpanına göre hesaplanan Firma Değeri	3.860
Hat-San Net Borç 2023/03	332
BİST Sinai Şirketleri EV/EBİTDA çarpanına göre hesaplanan Piyasa Değeri	3.529
EV/EBİTDA çarpanından gelen değere verilen ağırlık	%50
Mn TL	Değer
Hat-San Normalize Net Kar 2023/03 4Ç	223
BİST Sinai Medyan F/K çarpanı	12,3
BİST Sinai Şirketleri F/K çarpanına göre hesaplanan Piyasa Değeri	2.753
F/K çarpanından gelen değere verilen ağırlık	%50
BİST Sinai Şirketleri çarpanına göre hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	3.141

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri Hesaplama

Mn TL	Değer
Hat-San Normalize EBITDA 2023/03 4Ç (USD)	18
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA çarpanı	9,2
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/EBITDA çarpanına göre hesaplanan Firma Değeri (USD)	170
Hat-San Net Borç 2023/03 (USD)	17,07
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/EBITDA çarpanına göre hesaplanan Piyasa Değeri (USD)	153
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/EBITDA çarpanına göre hesaplanan Piyasa Değeri (TL)	4.004
EV/EBITDA çarpanından gelen değere verilen ağırlık	%50
Mn TL	Değer
Hat-San Normalize Net Kar 2023/03 4Ç (USD)	12
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyan F/K çarpanı	23,8
Yurt Dışı Benzer Şirketler Şirketleri F/K çarpanına göre hesaplanan Piyasa Değeri (USD)	296
Yurt Dışı Benzer Şirketler Şirketleri F/K çarpanına göre hesaplanan Piyasa Değeri (TL)	7.758
F/K çarpanından gelen değere verilen ağırlık	%50
Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpanına göre hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	5.881

B- İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA):

- Projeksiyonlar 2023-2028 yılları için ve TL bazında yapılmıştır.
- Piyasa riski primi %5,5 olarak alınmıştır.
- Risksiz getiri oranı projeksiyon dönemi boyunca %17 olarak kabul edilmiştir.
- Borçlanma maliyeti projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranınının 400 bp üstü olacak şekilde %21 alınmıştır.
- Beta değeri 1 olarak alınmıştır.
- Terminal büyüme oranı %5 olarak kabul edilmiştir.

Buna göre Hat-San için İNA yöntemi ile **5.886 mnTL Piyasa Değerine** ulaşılmıştır.

NİHAİ DEĞERLEME

Değerleme Özeti	Değer (mn TL)	Ağırlık (%)	Pay Başı Değer (TL)
Gelir Yaklaşımı (İNA)	5.886	50	31,30
Çarpan Analizi Yurtdışı Benzerler	5.881	30	31,28
Çarpan Analizi BİST-Sinai	3.141	20	16,70
Halka Arz Piyasa Değeri	5.335	100	28,37
Halka Arz İskontosu	-20,3%		
Nihai Değer	4.250		22,60

Kaynak: Hat-San Fiyat Tespit Raporu

7. Değerleme Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda, Şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında verilen bilgiler yeterlidir.
- Çarpan analizinde F/K ve EV/EBITDA çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz. Ayrıca Şirket değerlemesinde sıklıkla kullanılan FD/Satışlar ve PD/DD çarpanları da değerlemede kullanılabilir.
- Çarpanların medyanının alınmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde BİST Sınai Endeks ve Yurt dışı benzer şirket çarpanları kullanılmasını makul buluyoruz. Ancak BİST Sınai Endeks çarpanlara %20, Yurt dışı benzer şirket çarpanlarına %30 ağırlık verilmiştir. Bunun yerine %25-25 eşit ağırlıklandırma yapılabilir.
- F/K ve EV/EBITDA çarpanlarının verdiği değerlerin eşit ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- Şirket'in halka arz sonrasında Yıldız Pazar'da işlem göreceği dikkate alındığında, Yıldız Pazar çarpanları da değerlemeye dahil edilebilirdi.
- İNA'da beta değerinin halka arzlarda sıklıkla kullanıldığı şekilde 1 olarak alınmasını makul buluyoruz.
- İNA'da öngörülen ciro ve kar marjı hedeflerine ulaşamaması değerlemeyi olumsuz yönde etkileyebilir.
- %5,5 olarak alınan piyasa risk primini makul buluyoruz.
- Nihai değerlemede İna ve Çarpan Analizine %50-50 eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.

Sonuç olarak hesaplanan şirket değeri üzerinden %20,3 halka arz iskontosu uygulanarak bulunan pay başına 22,60 TL halka arz fiyatının yukarıdaki çekincelerimiz çerçevesinde makul olduğu görüşündeyiz.

ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.