



**HAT-SAN GEMİ İNŞAA BAKIM ONARIM DENİZ NAKLİYAT  
SANAYİ VE TİCARET A.Ş.**

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan  
01.01.2024 – 30.09.2024 Dönemi  
Varsayımlara İlişkin Değerlendirme Raporu**

**Sermaye Piyasası Kurulu'nun  
VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin  
29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır**

**26 Kasım 2024**

## **1. RAPORUN AMACI**

Bu raporun amacı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi uyarınca Şirket'in halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmedi ise nedeninin açıklanmasıdır.

## **2. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER**

Halka açılma aşamasında İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan ve Şirketimizin internet sitesi ile KAP'ta yatırımcıların bilgisine sunulan 26.07.2023 tarihli fiyat tespit raporunda (Rapor) kullanılan metotlar ve varsayımlar aşağıdaki şekildedir.

İno Yatırım, Hatsan Gemi'nin halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (Gelir Yaklaşımı) ve Çarpan (Pazar Yaklaşımı) metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.

### **2.1 Çarpan Analizi**

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

İno Yatırım tarafından Hatsan Gemi'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt dışı benzer sektörde faaliyet gösteren şirketler ile BİST Sınai endeksindeki şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Piyasa Değeri/Net Kar (F/K) çarpanının medyanı kullanılmıştır.

Yurtiçi benzer şirketler olarak BİST endekslerine bakıldığında Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu yeterli benzer şirket tespit edilememiş, bu doğrultuda, yurtiçi çarpan analizinde, Sınai Endeksinde işlem gören şirketlerin 31.03.2023 verileri son 12 ay olarak dikkate alınmıştır. Ayrıca yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin de 31.03.2023 verileri son 12 ay olarak dahil edilmiştir.

İno Yatırım, Şirket'in 31.03.2023 tarihli bilançosundaki net finansal borç ve 31.03.2022-31.03.2023 döneminde oluşan FAVÖK değerini düzeltmeye tabi tutarak çarpan analizinde kullanmış ve aşağıda yazan varsayımı raporuna eklemiştir.

“Şirket genel olarak üç yılda bir yüzer havuz satışı gerçekleştirmektedir. 2022 yılının ilk yarısında bir yüzer havuz satışı yapılmıştır. Bu nedenle ortalamada 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 mn TL iken normalize EBITDA rakamı 330,4 mn 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 mn TL olmasına rağmen normalize net kar rakamı 223,2 mn 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. “

#### **2.1.1 Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri**

Yurtdışı benzer şirketlerin seçiminde gemi inşa ve bakım faaliyetleri yürüten şirketler irdelenmiştir. 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. Uç değerlemeleri elimine 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. Yurt dışı benzer şirket çarpanları 5.881.254.794 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

<b>Yurtdışı Benzer Şirketler</b>	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	9,2
Son 12 Ay (2023/03) FAVÖK (\$)	18.420.154
Firma Değeri (\$)	169.642.099
Net Borç (Net Nakit) (\$)	17.065.731
Özsermaye Değeri (\$)	152.576.368
Özsermaye Değeri (TL)	4.004.366.766
<b>Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>21,30</b>

<b>Yurtdışı Benzer Şirketler</b>	
F/K Çarpanı (x)	23,8
Son 12 Ay (2023/03) Net Kar (\$)	12.443.529
Özsermaye Değeri (\$)	295.604.603
Özsermaye Değeri (TL)	7.758.142.823
<b>Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>41,26</b>

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

### **2.1.2 Yurtiçi Sınai Endeks Çarpan Değerleri**

Hatsan Gemi'nin 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 sınai şirketi hüviyeti niteliğinde olması ve yurtiçi fiyatlama algısını da modele yansıtmak adına yurtiçinde benzer şirketler olarak BIST 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. BIST SINAİ şirketleri çarpanları ile 3.140.943.893 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

<b>Sınai Endeksi</b>	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	11,7
Son 12 Ay (1Ç2023) FAVÖK (TL)	330.402.562
Firma Değeri (TL)	3.860.493.784
Net Borç (Net Nakit) (TL)	331.681.027
Özsermaye Değeri (TL)	3.528.812.757
<b>Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>18,77</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

<b>Sınai Endeksi</b>	
F/K Çarpanı (x)	12,3
Son 12 Ay (1Ç2023) Net Kar (TL)	223.199.760
Özsermaye Değeri (TL)	2.753.075.030
<b>Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>14,64</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç olarak yurtdışı benzer şirketlerden 5.881.254.794 TL piyasa değerine ulaşılırken sınai endeksi çarpanına göre 3.140.943.893 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

<b>Çarpan Analizi Sonucu</b>	<b>Sonuç</b>
Yurtdışı Benzer Şirketler Son 12 Ay (2023/03)	
Özsermaye Değeri	5.881.254.794
Pay Başına Değer	31,28
Sınai Endeksi Şirketleri Son 12 Ay (2023/03)	
Özsermaye Değeri	3.140.943.893
Pay Başına Değer	16,70

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından fiyat tespit raporunda (Rapor) kullanılan İNA varsayımları aşağıdaki şekildedir.

### Satışların Projeksiyonu

#### 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 itibariyle 21; 2023/06 itibariyle 44 gemiye bakım hizmeti verilmiş olmakla birlikte 2023 sonunda bu sayının 70'e çıkacağı beklenmektedir. Komplekste aynı anda 10-12 bandında gemiye tamir 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 beklentisine göre 1.254 mn TL bakım geliri modellenmiştir. 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 gerektiğine 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 Projeleri**

Bu segmentte proje süreleri 1-1,5 yılı bulabilmekte olup aylık hakkeciş 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 olabilirken bazı yıllarda gelirler dalgalanabilmektedir. 2023 yılında bu segmentte 5mn dolar ile kapatılacağı beklenirken önemli bir müşteri ile 2 yıla yayılacak toplamda 105 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 marj 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 ortalamanın oldukça altında alınmıştır.

### **Gemi İnşaa Projeleri**

Şirket özel amaçlı gemiler, Asfat'a yapılan askeri yüzer havuz ve Şirket'in kendi kullanımı ve müşteriler adına toplamda 6 yüzer inşası yapmıştır. Gemi inşa eden yüzer havuz üretimi ve askeri yetenekler Şirket için önemli bir katma değer olarak görülmektedir. TSK'nın bir talebi olması halinde sektörde bu yeteneğe sahip nadir şirketler arasında Hatsan da yer almaktadır. 2023 yılı içerisinde Estonyalı bir müşteriye yüzer havuz (NB22) yapılmakta olup bilançoda görülen yüksek hacimli alınan avans ilgili proje kaynaklıdır. 2018 ve 2019'da sırasıyla 2 ve 3 gemi inşası yapılırken 2020-2022 arasında inşa sayısı her bir yıl için 1 adet olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in her yıl en az 1 tane gemi inşa sözleşmesine sahip olması dikkat çekmektedir. 2020-2022 arasında yıllık inşa sayısının geçmişin altına düşmesi pandemi, A-21 parsel ve Şirket'in kendi kullanımı için gerekli yüzer havuz (NB18) yatırımı kaynaklı alan kısıtının bir sonucu olarak gösterilmektedir. 2022 Mayıs ayında tamamlanan yeni yüzer havuz ile Şirket daha büyük ve karlılığı yüksek gemileri inşa edebilir hale gelmiştir. A-21 parsel yatırımı da bu minvalde yanaşma ve derinliğe inme kapasitesini artırmıştır. Bu durumun projeksiyonda etkisinin olacağı beklenmektedir. Sözleşmelerin dolar bazlı olması kur artışı ile de TL gelirlere yansımaktadır. Gemi inşada 2023 yılı için 16 mn dolar sözleşmeye dayalı bir iş olmakla birlikte 2024 yılında 4 mn dolarlık gelir sözleşmeye dayalı olup 2024 yılında da 2023 yılına yakına bir gelir üretileceği beklenmektedir. 2019-2022 arasında gemi başı inşa gelirinin 20,9 mn dolar olduğu ölçülmüş olup 2025 ve sonrası için ilgili kalemin enflasyonla düzeltilmiş halinin geçerli olacağı ve 2025 ve sonrasında yılda 2 geminin (yüzer havuz siparişleri dahil)

İNŞA EDİLECEĞİ VARSAYILMIŞTIR. GEMİ İNŞADA ŞİRKET, 2020-2022 ARASINDA NEGATİF BRÜT KAR MARJI İLE ÇALIŞMIŞTIR. İLGİLİ NEGATİF MARJ ŞİRKET İÇİN PAZAR KAPMA, PAZARDA PENETRE OLMA VE FARKLI MÜŞTERİ KANALLARINA (ASKERİ PROJELER VB) GİRMEK İÇİN BİR FIRSAT OLARAK GÖRÜLMÜŞTÜR. ÜREtilen özel amaçlı gemiler ve yüzer havuz sayısı önemli bir knowhow kazanılması ile gelecek yıllarda marjın pozitif döneceği öngörülmektedir. 2023/03'te ilgili segmentte %7,5 pozitif marj elde edilmesi sebebiyle 2023 sonunda bu segmentte %7,3 brüt kar marjı modellenmiştir. 2024 yılında ise brüt kar marjının %7,5 olarak gerçekleşeceği ve sonraki yıllarda %14,5'lik marjın ulaşılabileceği kanaatine varılmıştır. Bu denli niş bir alanda %14-15'in altındaki bir marj aslında segmentten çıkmak anlamına geleceği için bu marj seviyesi makul görülmüştür. Yeni yüzer havuz, A-21 parsel yatırımı ve satın alınan portal vincin daha seçici ve karlı işlerin alınmasına katkı sağlayacağı beklenmektedir.

### **Yüzer Havuz Projeleri ve Diğer Gelirler**

ŞİRKET BUGÜNE KADAR DEVAM EDEN ESTONYA PROJESİ DAHİL MÜŞTERİ İÇİN 3 YÜZER HAVUZ ÜRETİRKEN İLGİLİ PROJELER GEMİ İNŞADA TAKİP EDİLMEKTEDİR. ŞİRKET KENDİSİ İÇİN DE 3 YÜZER HAVUZ İNŞA ETMİŞ VE BUNLARDAN 2 TANESİNİ BELİRLİ BİR SÜRE KULLANDIKTAN SONRA SATMIŞTIR. 2013-2014 YILINDA 9,5 MN DOLARA ÜREtilen ilk yüzer havuz 2016 yılında 14,5 mn dolara satılmıştır. 2016-2017'de 9,5 mn dolara üretilen ikinci yüzer havuz 19,7 mn dolara 2022'de satılmıştır. 2 yüzer havuzdan da sırasıyla dolar bazlı %51,8 ve %34,5 brüt karlılık elde edilirken maliyetlerden amortisman düşülmesi ve maliyetlerin dönemin kuru ile TL'ye çevrilmesinden dolayı brüt kar marjı TL bazlı çok daha yüksek olmaktadır. Örneğin 2022'de satılan yüzer havuzda brüt kar marjı TL bazlı %87,3 olarak kaydedilmiştir. Bu minvalde ŞİRKET'İN 2024-2026 DÖNEMİNDE YENİ BİR YÜZER HAVUZU YAPACAĞI VE 2026 YILINDA SATACAĞI VARSAYILMIŞTIR. İLGİLİ YÜZER HAVUZ İÇİN (NB21) ŞİRKET 2022'DE 17,7 MN TL YATIRIM YAPMIŞ VE PLANLAMA AŞAMASINA GEÇMİŞTİR. NB21 İÇİN 2024, 2025 VE 2026'DA 875,3 MN TL YATIRIM YAPILACAĞI İLGİLİ YÜZER HAVUZUN DOLAR BAZLI %52 BRÜT KAR MARJI İLE 2026'DA SATILACAĞI VARSAYILMIŞTIR. ŞİRKET, SEKTÖRDE YÜZER HAVUZ ÜRETİMİ VE SATIŞINDA BELİRLİ BİR YETENEĞE ULAŞTIĞI, YÜZER HAVUZ FİYATLARININ MALİYET VE FİYAT HAREKETLERİNİ DOĞRU TAHMİNLEME KAPASİTESİNE SAHİP OLDUĞU İÇİN YÜZER HAVUZLARIN ÜREtilip satılmasının geçmişte olduğu gibi gelecek yıllarda da 3 yılda bir gerçekleşeceği beklenmektedir. 2026 sonrasında da yüzer havuz satışının gerçekleşeceği ve modelin öngörülebilir dönem süresinin 2028'de bitecek olması sebebiyle 2026 yılında elde edilen yüzer havuz gelirin 3'te 1'inin 2027 ve 2028'de de gerçekleşeceği ve kar marjının %52 olacağı varsayılarak 3 yılda bir gerçekleşecek bu yaklaşım modele normalize edilerek konulmuştur. ŞİRKET diğER GELİRLERDE HURDA SATIŞI, ÇALIŞAN SGK TEŞVİKLERİ VE YURTDIŞI FUARLARDA DEVLET DESTEKLERİNİ TAKİP ETMEKTEDİR. GEÇMİŞ YILLAR İNCELENDİĞİNDE PROJESİYON İÇİN ELDE EDİLEN GELİRİN %0,1'i KADAR diğER GELİR ELDE EDİLECEĞİ VARSAYILMIŞTIR.

### **Pazarlama Giderleri**

ŞİRKET MÜŞTERİ TEMİNİ İÇİN ARACILARA KOMİSYON ÖDEMEKTEDİR. YÜZER HAVUZ SATIŞININ OLMADIĞI YILLARDA PAZARLAMA GİDERİ SATIŞ PAYININ %2,6 OLDUĞU TESPİT EDİLMİŞ OLUP 2023'TE İLGİLİ ORANIN GEÇERLİ OLACAĞI KANAATİNE VARILMIŞTIR. 2024-2025'TE PAZARLAMA SATIŞ PAYININ MUHAFAZAKAR TARAFTA KALMAK ADINA TARİHİ ORTALAMANIN ÜZERİNE ÇIKACAĞI VE %2,8 OLACAĞI VARSAYILIRKEN 2026'TA YENİ YÜZER HAVUZ SATIŞI MODELE GİRDİĞİ İÇİN 2022 YILINDA GEÇERLİ OLAN %4,5 PAZARLAMA GİDERİ SATIŞ PAYININ 2026'DA DA KAYDEDİLECEĞİ KANAATİNE ULAŞILMIŞTIR. SONRAKİ YILLAR İÇİN İSE 2025-2026 ORTALAMASI OLAN %3,6 YENİ ORAN OLARAK MODELE ENTEGRE EDİLMİŞTİR. BUNA GÖRE 2023/03'TE 6,4 MN TL OLAN PAZARLAMA GİDERLERİNİN 2023 SONUNDA 45,3 MN TL OLACAĞI VE YÜZER HAVUZ SATIŞININ OLDUĞU 2022 SONUNA GÖRE NORMALİZE OLACAĞI VARSAYILMAKTADIR. 2023/03 İLK ÇEYREK VERİSİNE GÖRE OLDUKÇA YÜKSEK 2023 PAZARLAMA BÜTÇESİ YAZILMASINDA SÜREGELEN ENFLASYON VE ASGARI ÜCRET ZAMMI DA ETKİNDİR. 2024 YILINDA İSE BÜYÜMEYİ DESTEKLEMELER ADINA 2023 YILINA GÖRE PAZARLAMA GİDERLERİNİN %121,3 ORANINDA ARTARAK 100,3 MN TL OLACAĞI VARSAYILMIŞTIR.

### **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 tahminlenmiştir; 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.

### **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 ortalama %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.

### **Net Borç Varsayımları**

2020 yılında 180,4 mn TL olan net borç A-21 kapasite yatırımı, yeniz 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.

### İNA Değeri:

İnfo Yatırım tahmin edilen Serbest Nakit Akımlarını %21,6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgeyerek İNA'dan şirket için 5.882.926.697 TL firma değeri hesaplamış, 331.681.027 TL net borç düşülerek 5.551.245.670 TL piyasa değerine ulaşmıştır. Ulaşılan değer 31.03.2023 tarihine indirilen nakit akımlarından oluştuğu için ilgili değer değerlendirme tarihi olan 14.07.2023'e özsermaye maliyeti ile ötelenerek 5.885. 588.754 TL nihai piyasa değerine ulaşılmıştır.

### 3. HALKA ARZ DEĞERİ

Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış ve %20,3 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 22,60 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

Değerleme Sonucu, TL			
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Pay Baş. Değer
İNA	50%	5.885.588.754	31,30
Yurtdışı Benzerler	30%	5.881.254.794	31,28
BİST Sınai	20%	3.140.943.893	16,70
<b>Sonuç</b>	<b>100%</b>	<b>5.335.359.593</b>	<b>28,4</b>
Halka Arz İskontosu			20,3%
<b>Halka Arz Fiyatı</b>			<b>22,60</b>



#### 4. 30.09.2024 GERÇEKLEŞMELERİ

Hatsan Gemi Gelir Tablosu Tahmin & Gerçekleşmeler, TL	Tahmin	Gerçekleşen- TMS 29 Hariç	Gerçekleşme Oranı (%) - TMS 29 Hariç	Gerçekleşen-TMS 29 Dahil	Gerçekleşme Oranı (%) -TMS 29 Dahil
	2024/12	2024/09	2024/09	2024/09	2024/09
Satış Hasılatı	3.563.892.988	2.274.868.499	63,83%	2.496.257.552	70,04%
Brüt Kar <i>Brüt Kar Marjı</i>	685.589.584 19,2%	684.939.280 30,1%	99,91%	465.108.732 18,63%	67,84%
Faaliyet Giderleri <i>Ciro Payı</i>	145.037.630 4,1%	123.632.341 5,43%	85,24%	138.172.407 5,54%	95,27%
Faaliyet Karı* <i>Faaliyet Kar Marjı</i>	540.551.954 15,2%	561.306.939 24,67%	103,84%	326.936.325 13,10%	60,48%
Amortisman	68.537.599	209.271.143	305,34%	172.572.964	251,79%
FAVÖK <i>FAVÖK Marjı</i>	609.089.553 17,1%	770.578.082 33,87%	126,51%	499.509.289 20,01%	82,01%

\*Faaliyet Karının hesaplanmasında, Fiyat Tespit Raporu projeksiyonlarına uygun olması açısından, gelir tablosu kalemlerinden Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler kısmı hesaplamaya katılmamıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) metoduna göre 2024 yılsonu satış hasılatı 3.563.892.988 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2024 itibariyle gerçekleşen satış rakamı ise TMS 29 hariç 2.274.868.499 TL'dir. Gerçekleşme oranı 2024/09'da %63,83 olmuştur.

İNA metoduna göre 2024 yılsonu brüt karı 685.589.584 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2024 itibariyle gerçekleşen brüt kar ise TMS-29 hariç 684.939.280 TL'dir. Gerçekleşme oranı %99,91 olmuştur. İNA metodunda 2024 yılsonu brüt kar marjı %19,2 olarak tahmin edilirken 30.09.2024 itibariyle brüt kar marjı %30,1 olarak gerçekleşmiştir.

İNA metoduna göre 2024 yılsonu faaliyet giderleri 145.037.630 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2024 itibariyle gerçekleşen faaliyet giderleri ise TMS29 hariç 123.632.341 TL'dir. Gerçekleşme oranı %85,24 olmuştur. İNA metodunda 2024 yılsonu faaliyet giderleri ciro payı %4,1 olarak tahmin edilirken 30.09.2024 itibariyle %5,43 olarak gerçekleşmiştir.

İNA metoduna göre 2024 yılsonu faaliyet karı 540.551.954 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2024 itibariyle gerçekleşen faaliyet karı ise TMS29 hariç 561.306.939 TL'dir. Gerçekleşme oranı %103,84 olmuştur. İNA metodunda 2024 yılsonu faaliyet kar marjı %15,2 olarak tahmin edilirken 30.09.2024 itibariyle faaliyet kar marjı %24,67 olarak gerçekleşmiştir.

İNA metoduna göre 2024 yılsonu FAVÖK 609.089.553 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2024 itibariyle gerçekleşen FAVÖK ise TMS 29 hariç 770.578.082 TL'dir. Gerçekleşme oranı %126,51 olmuştur. İNA metodunda 2024 yılsonu FAVÖK marjı %17,1 olarak tahmin edilirken 30.09.2024 itibariyle FAVÖK marjı %33,87 olarak gerçekleşmiştir. Böylece Şirket, 2023 yılında olduğu gibi fiyat tespit raporundaki 2024 FAVÖK beklentisini de 9 aylık veriler itibariyle aşmıştır.

Saygılarımızla.