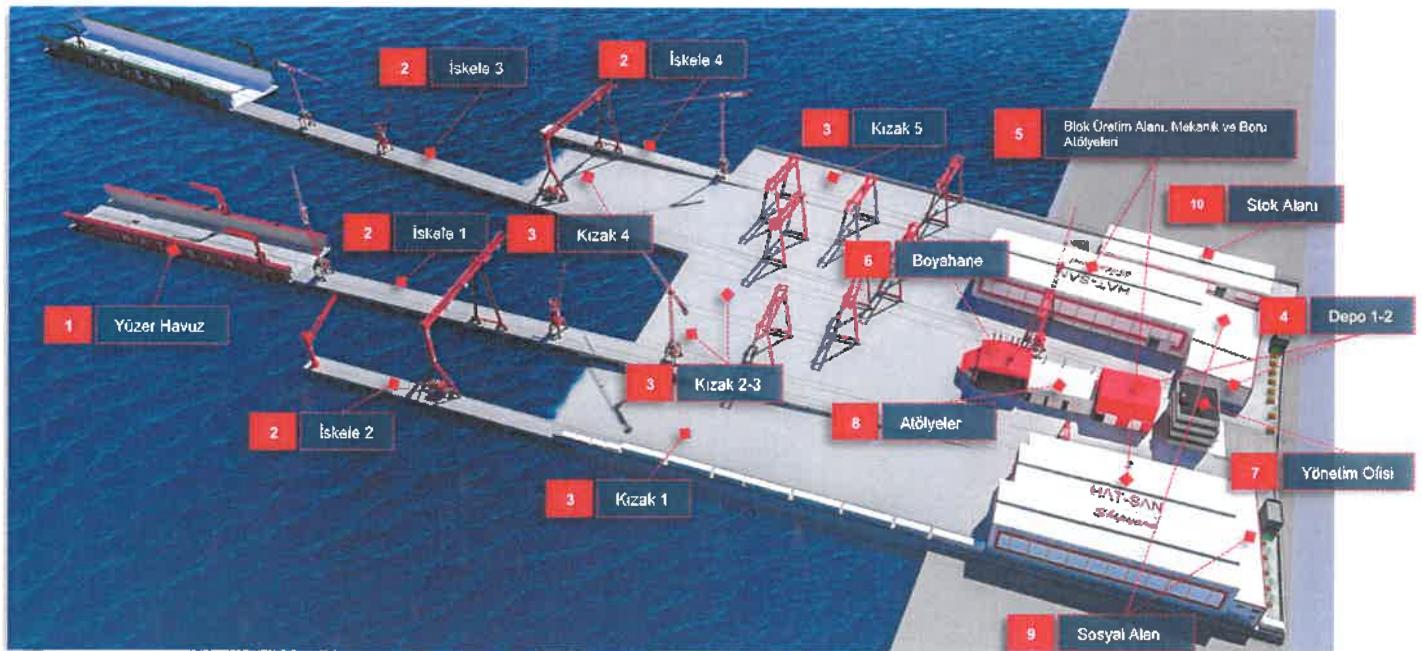




# Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.

## 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 Devletlerinin 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 Varlıklar 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 nakım akımları
<b>Info Yatırım</b>	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
<b>Kurul, SPK</b>	Sermaye Piyasası Kunulu
<b>KKO</b>	Kapasite Kullanım Oranı
<b>M.D.</b>	Mevcut Değil
<b>ROA</b>	Aktif Karlılık
<b>ROIC</b>	Yatırımın Getirişi
<b>ROE</b>	Özkaynak Getirişi
<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 fiyatla esas teşkil edecek değerin 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.

### Etki 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 hazırlanlığını beyan ederiz.

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

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanlıltıcı 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 gözetmeksızın yerine getirilmiştir.

Görevde ilgili ücretler, değerlermenin 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 oluşturduğu 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 bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekliliği tahrini 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 Değerlemelerinde 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 gerçekte 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 arzlarında aktif rol almış, şirket değerlendirmesi, 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 artırımı, pay alım teklifi ve ayrılma hakkı işlemlerine aracılık, marka ve şirket değerlendirmesi 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 artırımı, pay alım teklifi & ayrılma hakkı ve değerlendirme projelerini yürütmüştür. 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 masterini 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 fiyatlanması 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 dönemde zarfında çok sayıda halka arz, bedelli sermaye artışı, proje finansmanı ve due diligence projesinde yer almıştır. 2017 sonunda Bahreyn merkezli Investrade Portföy Yönetim A.Ş.'nın kuruluşu ve lisans alım sürecini yönetmiş ve kurucu portföy yöneticisi olarak çalışmaya başlamıştır. Toplama 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

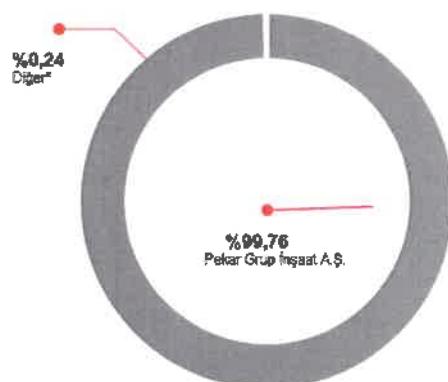
### Artan Kapasite, Güçlü İhracat Yapısı ve Vergi İstisnaları

- 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 İnşaat Bakım Onarım Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Şirket, Yalova ili Altınova ilçesinde 108.974,51 m<sup>2</sup> üzerine kurulu 13.495,26 m<sup>2</sup> kapalı alan ve 7.158,13 m<sup>2</sup> alan üzerine kurulu 3.849,00 m<sup>2</sup> kapalı alan olmak üzere iki farklı lokasyonda ana faaliyet alanı olan yeni gemi İnşası, yüzer havuz İnşası, gemi tamir bakımı ve gemi dönüşümü faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Şirket'in tersane alanları, yeni gemi İnşa 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 itibarı ile 188.037.093 TL sermayesi olan Şirket'in bünyesinde 3 adet Iskele, 2 adet rihtam, 5 adet kızak (1'i eğimli), 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 gellir 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 yatırıminın tamamlanması ile 2022 yılının ikinci kısmından itibaren Şirket'in inşa ve bakım & onarım yapabilecegi gemi boyutu büyük boy gemiler düzeyine yükselmiştir. Pandemik 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 karlılığını olumlu yansımaktadır. Artan kur ciroya birebir yansırken maliyetlerin bir kısmının TL bazlı olması nedenyle 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 sıfır olup kurumlar vergisinin %25'e yükseldiği bir ortamda vergi istinası Şirket için değer yaratıcı bir parametre olarak öne çıkmaktadır.
- 4 Değerleme.** Şirket değerlemesi için INA 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 yansıyacak olması, A-21 parsel ve yüzer havuz yatırıminın 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 sektörde giriş barıyerinin yüksek olması nedeniyle tespit edilen nihai değerin 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
<b>Değer Çarpanları</b>	
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
<b>Piyasa Çarpanları 4Ç</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Yurtdışı Çarpanları	9,2x
BIST Sıralı	11,7x
HD Korea	17,3x
Cochin	8,1x
Endur	9,2x

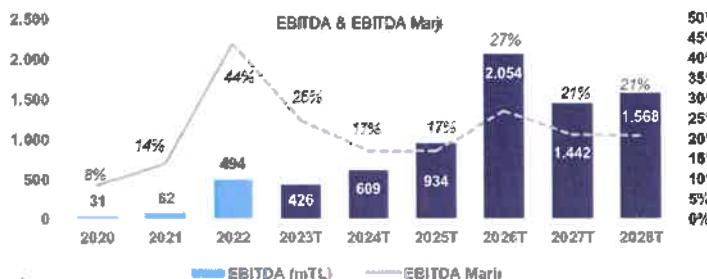
Ort. Yapısı (2023/03)



\*: 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

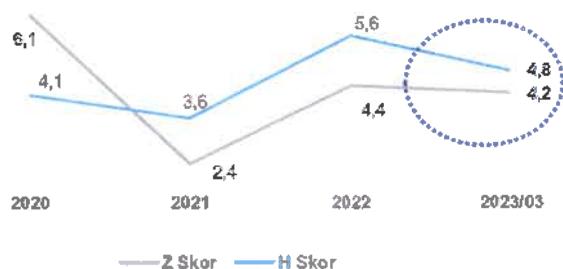
Grafik:1 2023 yılında yüzer havuz satışı olmaması nedeniyle EBITDA'da normalizasyon beldeninden önemli dönüşüm projelerinin devreye girmesi ile 2024 ve 2025'te büyütme beklenmektedir. 2026'da ise yüzer havuz satışı modelde entegre edilmiştir.



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

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

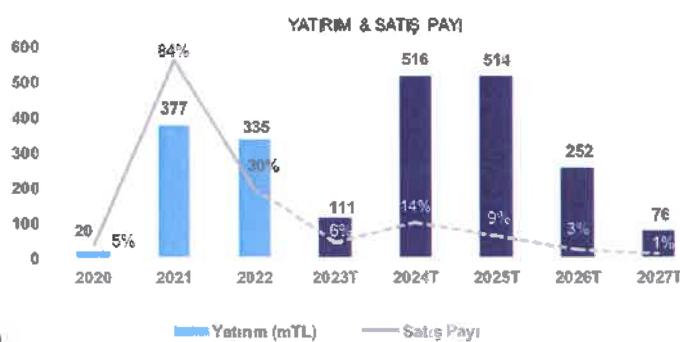
H Skor & Z Skor (Finansal Güç Ölcüsü)



Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işaret verir.

Kaynak: Şirketlerin Finansal Bağımsız Risklerinin Tahmin Edilmesi, Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz

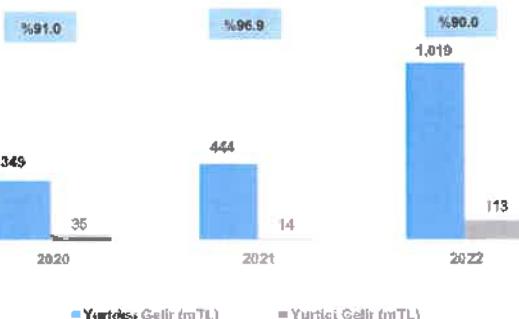
Grafik:3 2023'te bakım ve A21 parsel yatırımı öne çekárken 2024-2025 arasında yeni yüzer havuz yatırımı planlanmaktadır...



Kaynak: Şirket Tahminleri

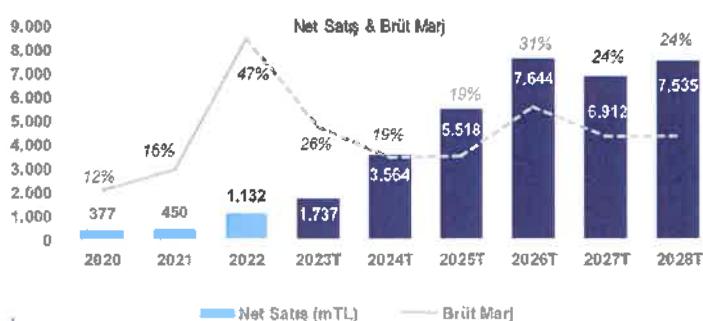
Grafik:4 Şirket gelirlerinin neredeyse tamamı ihracat bazlıdır...

Ihracat Payı (%)



Kaynak: Şirket

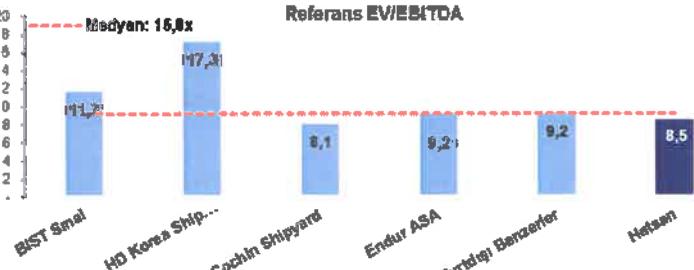
Grafik:5 Haziran 2023 itibarıyle 2023 gelir beklentisi önemli oranda gerçekleştirilebilir gözükmektedir. 2024 ve 2025'te dönüşüm projeleri etkili olurken 2026'da yüzer havuz satışı planlanmaktadır.



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

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

Referans EV/EBITDA



Kaynak: Bloomberg & Finnet

## Değerleme

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

**İNA'dan hesaplanan değere %50; Yurtdışı benzerler ve BİST Sinai 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 mn TL ve 7.057 mn TL bandında hareket etmektedir**

### Değerleme Özeti

%20,3 halka arz iskontosu. Şirket'in iç dinamiklerini ve Yönetim'in bekentilerini yansıtan İNA yöntemine %50 ağırlık verilirken mevcut piyasa algısını da yansıtma 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. Yurtçi piyasa algısını da yansıtma adına BİST Sinai endeksine %20 ağırlık verilmiştir. Şirket'in gelirlerinin tamamına yakını dolar bazlı olması sebebiyle kurdaki hareket Şirket gibi İhracatçı firmaların borsada hızlı yükselişini beraberinde getirmiştir. Yurtdışı çarpanlar ve İNA dolar kurundaki son dönem yükselişini yansıtırken BİST Sinai endeksi tam anlamıyla kur kaynaklı değer artışını yansıtmadığı için BİST Sinai endeksinde 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 naktı akiş modellemesi 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 Sinai	3.141	20,0%	16,70
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>5.335</b>	<b>100%</b>	<b>28,37</b>
<b>Halka Arz Iskontosu</b>	<b>-20,3%</b>		
<b>Nihai Değer</b>	<b>4.250</b>		<b>22,60</b>

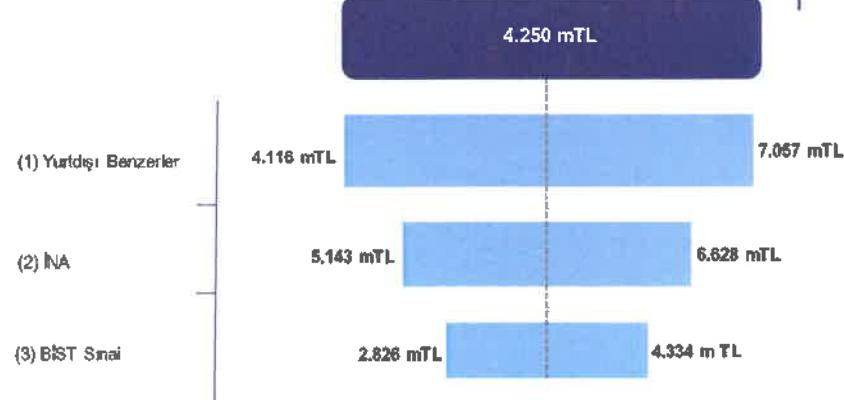
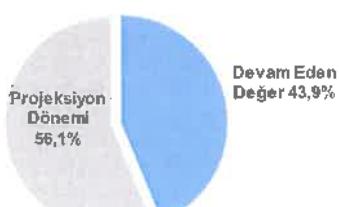
Değer Çarpanları	2023/03	2023T
EV/EBITDA	8,5	10,7
F/K	11,3	m.d.
EV/Net Satış	3,5	2,6
PD/DD	1,2	m.d.

### İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı için iyimser ve kötümser senaryolar simülle edilmeye çalışılmış; değerin oynaklısı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %56'sı projeksiyon döneminin bekentilerinden 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 mn TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 2.826 mn TL ve 7.057 mn TL bandında hareket etmektedir.

Grafik: 7 Duyarlılık Analizi

#### Firma Değeri Kırılımı



## Temel Yatırım Unsurları

**Şirket, düşük borçluluk, sade bilanço yapısı, çeşitlendirilmiş ve yüksek teknik kabiliyet gerektiren iş yapısı, artan kapasite ve düşük etkifit kurumlar vergisi ile önemli bir konumda yer alıyor**

**Farklı gemi tipleri inşa edebilme yeteneği, gemi bakım & onarım ve gemi dönüşüm projelerini gerçekleştirebilme kabiliyeti gelir kanallarını çeşitlendirerek gelir sürdürilebilirliğini artırmakta**

**Satışların büyük bölümünün yurtdışına gerçekleştirilmesi ve yurtçi satışların da dövize endekslili olması gelirleri kur riski ve enflasyona karşı dirençli kılmaktır**

**NB18 yeni yerer havuz inşaatı ile büyük gemilere de hizmet verilebileceğinden kar marjlarının ve cironun bu durumdan olumlu etkilenmesi beklenmekte**

**Son dönemlerde yaşanan pandemi ve savaş gibi nedenlerle tedarikçi çeşitlendirmesinin önem kazanması nedeniyle orta ve küçük boy gemilere talebin artması beklenmekte**

**Değerleme görüşü.** Tedarikçi çeşitlendirmesi ve Çin gibi uzun menzil yerine daha kısa mesafelerden taşıma yapabilecek Hatsan'ın ürün portföyünde olan orta-küçük gemilerin gelecekte daha önemli olacak olmasının bir sonucu olarak Türkiye ve Polonya gibi Avrupa'ya yakın ülkelerin tedarik zincirinden pay alacak olması, sektörde giriş bartyerinin yüksek olması, enerji krizi nedeniyle LNG'ye artan talebin LNG taşıyacak gemi dönüşüm taleplerini yükseltecek olması, sektörde gelirlerin önemli bölümünün dövizde endekslili olması ve 2023 Temmuz kur hareketinin 2024 yılında tam yıl etkisinin olacak olması, pandeminin özellikle gemi taşımacılığını olumsuz etkilemesi düşünüldüğünde 2022 yılı ve sonrasında pandemik etkinin azalmış olması, vergi oranının %25'e yükseldiği yeni konjonktürde düşük etkifit kurumlar vergisi oranı sektörü öne çıkarırken farklı gemi tipleri inşa edebilme kabiliyeti, gemi bakım & onarım, gemi inşa ve gemi dönüşüm işlerinin bünyede gerçekleştirilebiliyor olması, askeri yüzler havuz inşa edebilen nadir şirketlerden biri olması, A21 parsel ve yeni yerer havuz yatırımı ile artan kapasite ve karlılığı daha yüksek görece büyük gemilere hitap edebilir olması, yeniden değerlendirme ile 3,5 milyar TL özkarınak rakamına ulaşılması, 300 ton kapasiteli 150x2 Kreyn Vinc ile sahip olunan rekabet avantajı, düşük ilişkili taraf işlem hacmi, 2024 ve 2025'teki büyümeyi destekleyecek projeler ve düşük Net Borç/EBITDA rasyosu Şirket'in ön plana çıkarmaktadır.

**Çeşitli gemi tipleri inşa kabiliyeti.** Şirket'in tersane alanları, yeni gemi inşa faaliyetleri kapsamında, kuru yük, tanker, duba, buz kırıcı, römorkör, balıkçı gemileri ile özel amaçlı gemi türlerini inşa edebilmenin yanı sıra Şirket gerek askeri gerek sivil amaçlı yüzler havuz inşa edebilme kapasitesine sahip olup elinde bulunan 25.000 ton kaldırma kapasiteli yüzler havuz ile büyük taşıma kapasiteli gemilerin bakım onarımını yapabilmektedir. Gemi inşa, gemi dönüşüm, gemi bakım ve yüzler havuz imalatıyla faaliyet alanının çeşitlendirilmesi de iş riskinin azaltılmasına yardımcı olmaktadır.

**Teknik kabiliyet gerektiren gemi dönüşüm projeleri.** Şirket yakın zamanda Karadeniz Holding'e ait kuru yük gemilerini yüzler elektrik santrali mahiyetindeki elektrik enerjisi üreten gemilere dönüştürmüştür. Gemi dönüşüm kabiliyeti gemi inşa ve bakım & onarima kıyasla daha nitelikli bir iş olup yüksek mühendislik kabiliyeti gerekliliktedir.

**Kur riskine karşı doğal hedge mekanızması.** Şirket gelirlerinin tamamına yakını döviz bazlı olup yerel para biriminin enflasyon nedeniyle değer kaybettiği Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu durum kur riskine karşı direnç anlamına gelmektedir. Maliyetlerin bir kısmının TL olması döviz kurlarının yükseldiği dönemde Şirket'in karlılığını ve rekabet avantajını pozitif yönde etkilemektedir.

**Yüzler havuz ve A21 yatırımı ile artan kapasite.** Şirket 2021 ve 2022'de tamir bakım ve yeni inşaa kapasitesini artıran A21 parselde yatırım gerçekleştirmiştir. Bir kısmı gerçekleştirilmiş olan 21. parselde yer alan ek kızak yatırımının tamamlanmasıyla Şirket yeni bir kızaklı bünyesine kazandırmış olacaktır. Yeni kızaklı gemi bakım & onarım çalışmalarında kullanılabileceği gibi yeni bir yüzler havuz yatırımı ile gemi inşa kapasitesini artırabilecektir. Söz konusu yatırının bir parçası olan ve 2022 Mayıs ayında tamamlanmış olan yüzler havuzunda Şirket'in inşa ve bakım & onarım yapabileceği gemi boyutu küçük ve orta boy gemilerden büyük boy gemiler düzeyinde yükselmıştır. Havuzun boy uzunluğu yaklaşık %40 artmış olmasına karşılık çalışılabilen yüzey alanı 2,5 katına çıkmıştır. Bu durum büyük boy gemilere de hizmet verilebileceği anlamına gelirken kapasite artırsından kar marjlarının da olumlu etkilenmesi beklenmektedir.

**Orta ve küçük boy gemi talebinin artması beklenmekte.** ABD'nin Çin'e uyguladığı ticaret hacimlerinin yavaşlatılması politikası ve pandemi nedeniyle tedarik zincirinin çeşitlendirilmesi gerekliliği ile artan navlun fiyatları mal ticaretinin Çin yerine daha yakın bölgelerden gerçekleştirilemesini gerektirmektedir. Bu durum büyük ölçekli gemiler yerine orta ve küçük ölçekli gemiler taşımacılıkta öne çıkarmaktadır. Şirket'in orta ve küçük ölçekli gemilere hitap etmesi açısından bu durumun Şirket için olumlu olması beklenmektedir. Ayrıca 2022 yılında Avrupa'daki enerji krizi nedeniyle LNG kullanımına ilginin artması, 2023 yılının LNG pazarı için olumlu bir yıl olacağına işaret etmektedir. Bu durumun, yeni inşa edilecek gaz tankerlerine ve mevcut takı gaz tankerlerinin bakım-onarımına olan talebi artırması beklenmektedir.

**Askeri havuz üretebilme yeteneği.** Savunma sanayiine yapılmış olan yüzler havuz projesi Şirket'in teknik kabiliyetini artırmıştır. Şirket askeri yüzler havuz inşa ederek teslimini gerçekleştiren nadir kurumlardan birisidir. Türk Silahlı Kuvvetleri'nin referansı ve söz konusu yeterlilikle askeri havuz üretimine yönelik yeni taleplerin gelmesinin önü açılmış durumdadır. İlerleyen dönemlerde diğer ülkelerin askeri birimlerinden ilgili taleplerin gelme olasılığı Şirket için önemli bir yatırım hikayesi anlamına gelmektedir.

## Temel Yatırım Unsurları

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

**Gemilerin sigortasız seyri sefere çıkamaması ve sigorta için de bakım & onarımın her 2,5 yılda bir yapılmazı zorunluluğu gelirleri sürdürülebilir kılmaktadır**

**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 işlemleriden 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 yapılması 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 varlıklarını bilançoda kayıtlı değerde takip edilmesine rağmen Haziran 2023'te SPK İlsanslı kurum tarafından yapılan yeniden değerlendirme 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 sevkıyat 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 yansıyor.

**Pandemi ve yatırımların faaliyetleri kısıtlayıcı etkisi sona ermektedir.** 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 kaldırılması 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 ödememiştir. Dönüşüm faaliyetleri ve kabuk halinde kalan projeler dışında Şirket'in vergi ödemiyor olması kurumlar vergisinin %25'e yükseldiği bir ortamda değer artırıcı bir parametredir.

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

## Riskler

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

**Şirket'in flili vergi oranı mevzuat çerçevesinde pratikte sıfır yakındır.  
Mevzuatta vergi ile ilgili meydana gelebilecek değişiklikler değerlendirmeyi olumsuz etkileyebilir.**

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

**Kur riski.** Şirket'in satışı genellikle döviz cinsinden olup giderlerin 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 Izni 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 paylaşımı 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 flili vergi oranı, vergi kanunlarındaki veya bunların yorumlanmasıındaki değişikliklerden veya Şirket yönetiminin ertelenmiş vergi varlıklarını kullanabilme kabiliyetindeki değişikliklerden etkilenebilmektedir. Şirket aynı zamanda uygulamaya konulan yeni vergiler veya geçerli vergi oranlarındaki artıslara maruz kalabilir.

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

## Yatırım Tezi

### Niş Sektör



**Hedge**– Gelirlerin tamamına yakını döviz bazlı olup enflasyon nedeniyle oluşan kur riskine karşı doğal savunma mekanizması anlamına gelmektedir.



**Gemi Boyutu** – Yeni yüzər havuz ile inşa ve bakım yapılabilecek gemi boyutu daha karlı olacak şekilde artmıştır.



**Kapasite** – A21 parsel yatırımı ile şirket hem yeni inşa hem de tamir bakım kapasitesini yükselmiştir.



**Özkaynaklar**– SPK lisanslı kurum tarafından hazırlanan değerlendirme raporuna göre değerlenmiş özkaynak 3,5 milyar TL.

### Hat-San



**Vergi**– İhracatı yüksek sektörü desteklemek adına TUGS'a kayıtlı gemi hizmetlerinde vergi istisnası %0 olarak sağlanmıştır.



**Niş Alan**– Şirket askeri yüzər havuz inşa eden 2 kurumdan biri olup teknik kabiliyet gerektiren gemi dönüşüm faaliyetleri yürütebilmektedir.



**Sade Yapı** – Düşük ilişkili taraf hacmi, bağlı ortaklıların bünyeden çıkarılması ve düşük Net Borç/EBITDA ile sade finansal yapı



**Çeşitlilik**– Gemi inşa, gemi dönüşüm, gemi bakım ve yüzər havuz satışı faaliyet çeşitliliği anlamına gelmektedir.



**Büyüme**– A21 parsel, yeni yüzər havuz ve diğer yatırımlar, dolar kurundaki artışın 2024'e tam olarak yansıyacak olması ve 107 mn dolarlık projede gelinen aşama 2024 ve 2025'te yüksek büyümeye anlamına gelmektedir.

## Halka Arz Hikayesi

Gemilerin sigorta yapabilmeleri için bakım & onarım zorunluluğu bulunması sürdürülür gelir anlamına gelmektedir, Gelirlerin tamamına yakını döviz bazlı olması, SPK lisanslı kurum tarafından hazırlanan gayri menkul değerlendirme raporuna göre değerlenmiş özkaynakların 3,5 milyar TL olması, Gemi inşa, gemi dönüşüm, gemi bakım ve yüzər havuz satışı faaliyet çeşitliliği anlamına gelmektedir, Şirket askeri yüzər havuz inşa eden iki kurumdan biri olup teknik kabiliyet gerektiren gemi dönüşüm faaliyetleri yürütebilmekte, İhracatı yüksek sektörü desteklemek adına TUGS'a kayıtlı gemi hizmetlerinde vergi istisnasının %0 olarak sağlanması, A-21 yatırımı yeni iskeleyi bünyeye katarak bakım kapasitesini artırırken yeni yüzər havuz inşa kapasitesini yükseltti



Halka arzdan elde edilecek kaynağın %75-85'i yeni yüzər havuz inşası ya da satın alınması, %15 -25'linin ise enerji tasarrufu için elektrik üretim santralinin kurulması ve mevcut tesislerin iyileştirilmesinde kullanılması planlanmaktadır.

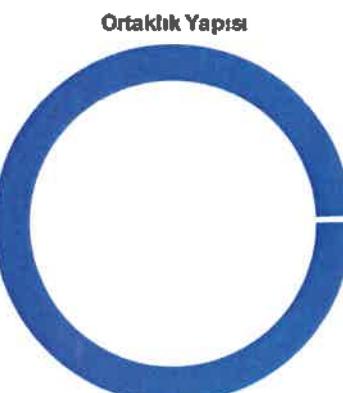
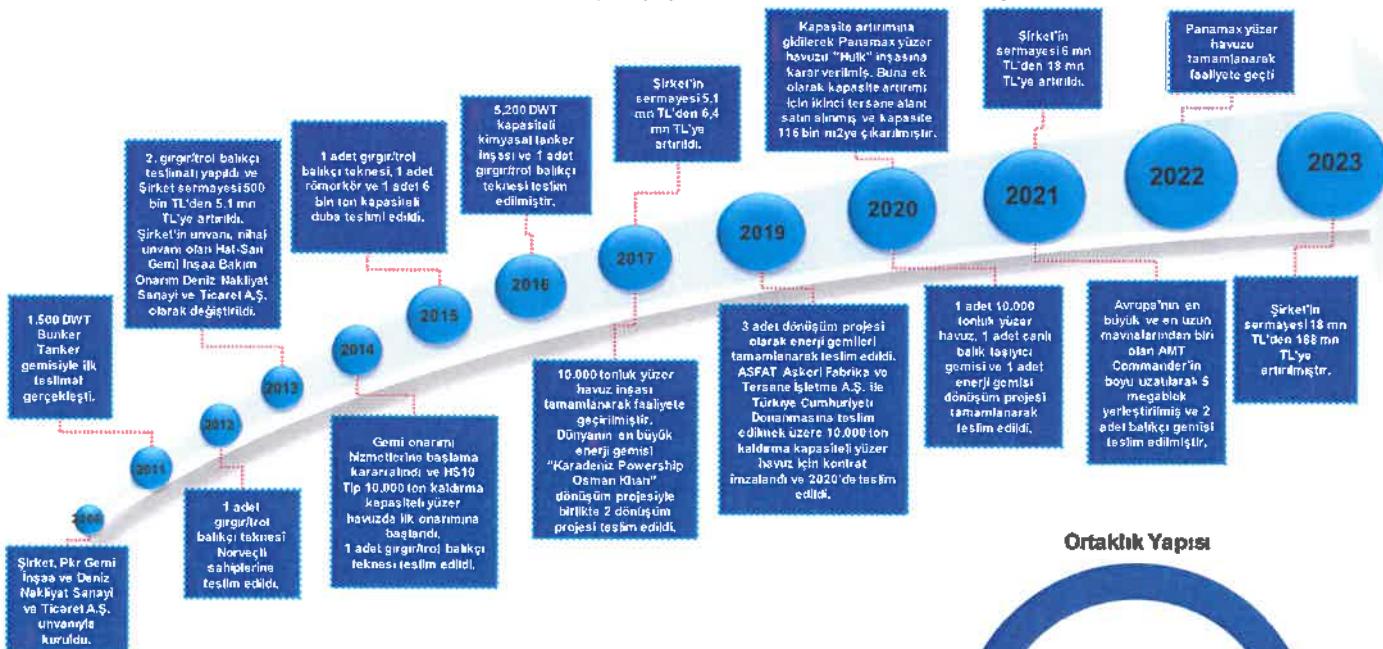
## Şirket Profili

**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.**

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

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 tesisi, tersaneler, otel, yolcu gemisi satın almak, kiralamak, inşa etmek veya ettirmek, gemi ve diğer yeler havuz vasıtalarla periyodik bakım, onarım hizmetlerini verme amacı ile tersane ve yüzer havuz işletmeciliği yapmak ve Esas Sözleşme'de yazılı olan diğer işleri yapmaktadır. 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 hasılata payı karşılığında kiralanmıştır. Söz konusu kiralanan 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 rihtım, 5 adet kızak (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.

**Ana ortak Pekar Grup.** Şirket, Pekar Grup İnşaat A.Ş. bünyesine dahil olmakla birlikte niyai ana ortağı olan Pekar Grup İnşaat A.Ş.'nın 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.



Diger  
0,24%

\*Yüzer havuz, bünyesinde bulunan tankların pompalar ile doldurulması ile daldırılarak içeriğine geminin girmesi sağlanır. İstediği takdirde beşke yerlere yüzdürülerek giderilebilir.

## Şirket Profili

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

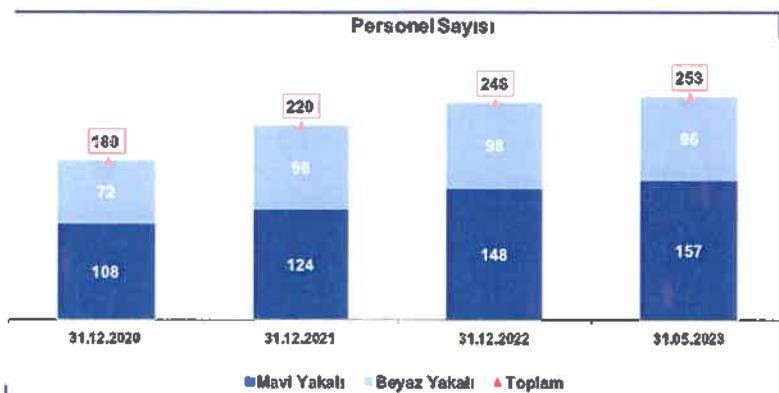
**Şirket, kaliteye, çalışanlarına ve çevreye olan sorumluluğunun belgelenilebilmesi amacıyla Nippon Kälji Kyokai tarafından verilmiş olan ISO 14001 (Çevre Yönetim Sistemi), OHSAS 45001 (İş Sağlığı ve Güvenliği Sistemi) ve ISO 9001 (Kalite Yönetim Sistemi) sertifikalarına sahip olmuştur**

**Şirket, gemilerin İnşası, 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 yüler havuzun etkisiyle Şirket'in kapasitesinin artmasına bağlı olarak personel sayısı yükselmiş ve 246 olarak kaydedilmiştir. Mayıs 2023'te ise sayı 253'e ulaşmıştır.

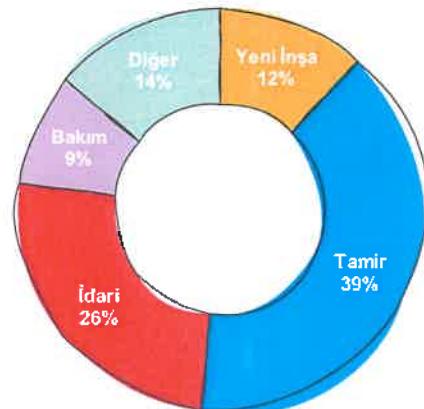
**Pekar grup.** Şirket, Pekar Grup İnşaat A.Ş. bünyesine dahil olmakla birlikte nihai ana ortağı olan Pekar Grup İnşaat A.Ş.'nin ortak olduğu ilişkili taraf şirketi bulunmaktadır. Pekar Grup İnşaat A.Ş.'nin 1,00 TL nominal değerde toplam 1.001.000 adet payının 701.000 adet payına Dörtler İnşaat Taahhüt 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 Gemİ (%99,76) Kar İnşaat Taahhüt Ltd. Şti. (%99,9) ve Kar Elektrik Üretim Ltd.Şti. (%75) şeklidindedir.

**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 yatırımı hem de gemi bloğu İnşasına 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) bendî 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 işlemleri yapmak üzere görev ve yetki verilen Millî Emlak Genel Müdürlüğü ile her bîr taşınmaz için ayrı ayrı akdetmiş olduğu, sırasıyla, 04.04.2017, 23.06.2020, 23.06.2020, 17.02.2021 ve 23.12.2021 tarıhli kullanma izni sözleşmeleri ile kullanmaktadır. Anılan sözleşmeler tahtında Şirket, bu taşınmazları tersane yatırımı yapmak amacıyla 22.11.2065 tarihine kadar bedelsiz ve binde bir hasılat payı paylaşımı 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 itiraza konu olmadan kabul edilmesi halinde, sözleşmelerle konu ilgili taşınmazlar için Millî Emlak Genel Müdürlüğü tarafından Şirket'e doğrudan kullanma izni verilebilecektir.

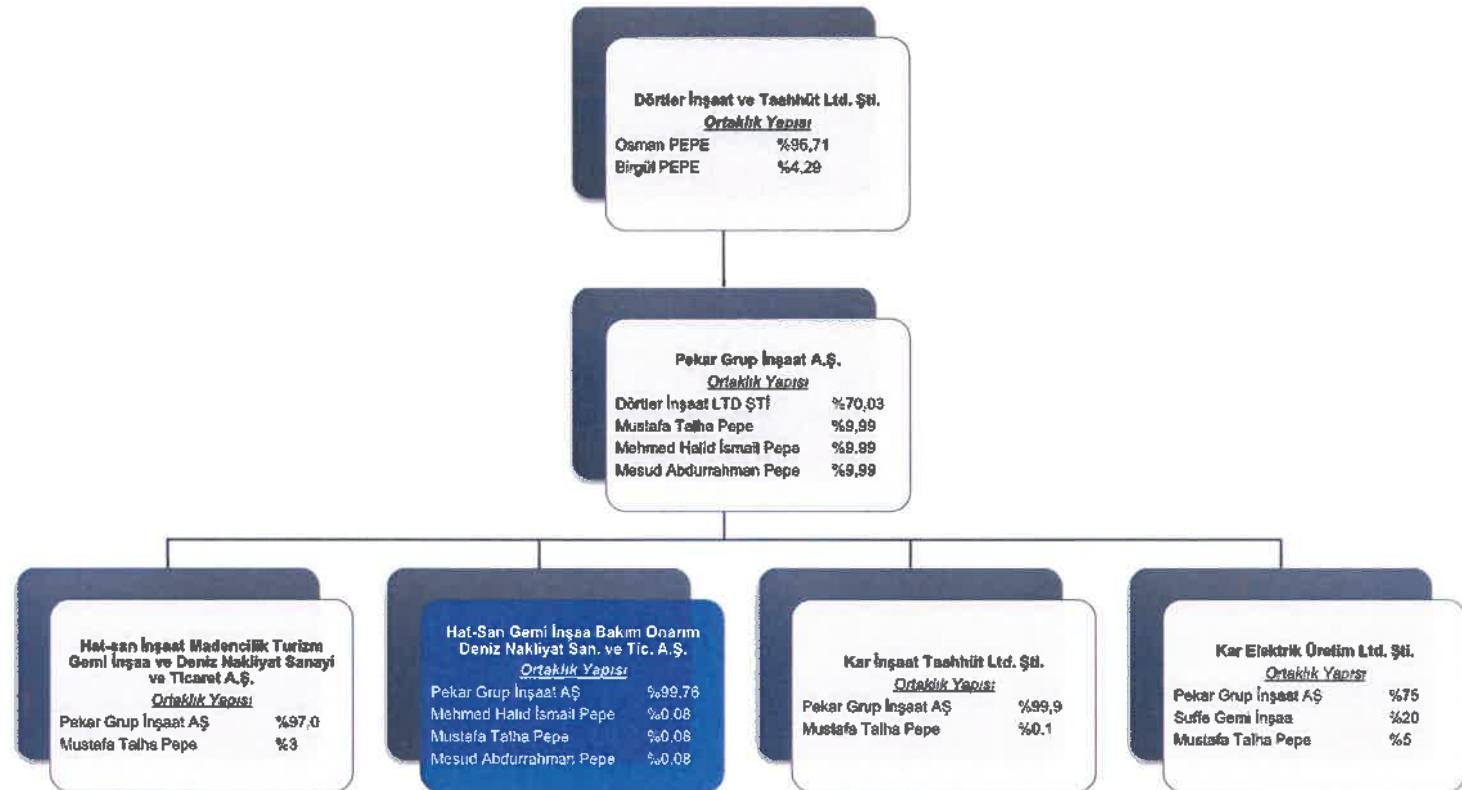


Fiyat Tespit Raporunda yıl sonu personel sayısı, Bağımsız Denetim Raporunda yıllık ortalamaya personel sayısı verilmiştir. Bu nedenle Fiyat Tespit Raporu ve Bağımsız Denetim Raporundaki personel sayıları farklılık gösterebilir.

**Personel Dağılımı (2022/05)**



Ticaret Unvanı	Kuruluş Yılı	Sermaye	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.


**NIPPON KAIJI KYOKAI**

CERTIFICATE OF

QUALITY MANAGEMENT SYSTEM REGISTRATION

**HAT-SAN GEMİ İNSAAT DAKİM ONARM DENİZ NAKLİYAT SAN. VE TİC. A.Ş.**

Registration No: 167/98  
 Location: Dörtek Mahalle, Tunceliye Cd: 25/44,  
 Ümraniye/İstanbul  
 Validity Period: 19.08.2013 - 18.08.2015  
 Actual Period: 19.08.2013 - 18.08.2015  
 Activities: Ship Building and Repair

This is to certify that Quality Management System, being  
 implemented in accordance with ISO 9001:2000, has been  
 registered with the above mentioned standards, and has passed  
 the audit.

The certificate is valid until 18 August 2015.

Expiry Date: 18 August 2015  
 Initial Inspection: 15 June 2014
  
**NIPPON KAIJI KYOKAI**  
 APPROVED  
 FOR  
 OCCUPATIONAL HEALTH AND SAFETY  
 MANAGEMENT SYSTEM REGISTRATION

CERTIFICATE OF  
 OCCUPATIONAL HEALTH AND SAFETY  
 MANAGEMENT SYSTEM REGISTRATION  
**HAT-SAN GEMİ İNSAAT DAKİM ONARM DENİZ NAKLİYAT SAN. VE TİC. A.Ş.**

Registration No.: 167/98  
 Location: Dörtek Mahalle, Tunceliye Cd: 25/44,  
 Ümraniye/İstanbul  
 Status: ISO 45001:2008  
 Scope of Activities: Ship Building and Repair

This is to certify that Quality Management System, being  
 implemented in accordance with ISO 45001:2008, has been  
 registered with the above mentioned standards, and has passed  
 the audit.

Expiry Date: 18 April 2015  
 Initial Inspection: 15 June 2014
  
**NIPPON KAIJI KYOKAI**  
 APPROVED  
 FOR  
 OCCUPATIONAL HEALTH AND SAFETY  
 MANAGEMENT SYSTEM REGISTRATION

**NIPPON KAIJI KYOKAI**

CERTIFICATE OF

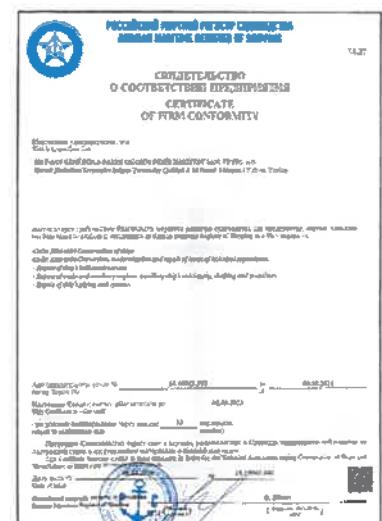
ENVIRONMENTAL MANAGEMENT SYSTEM

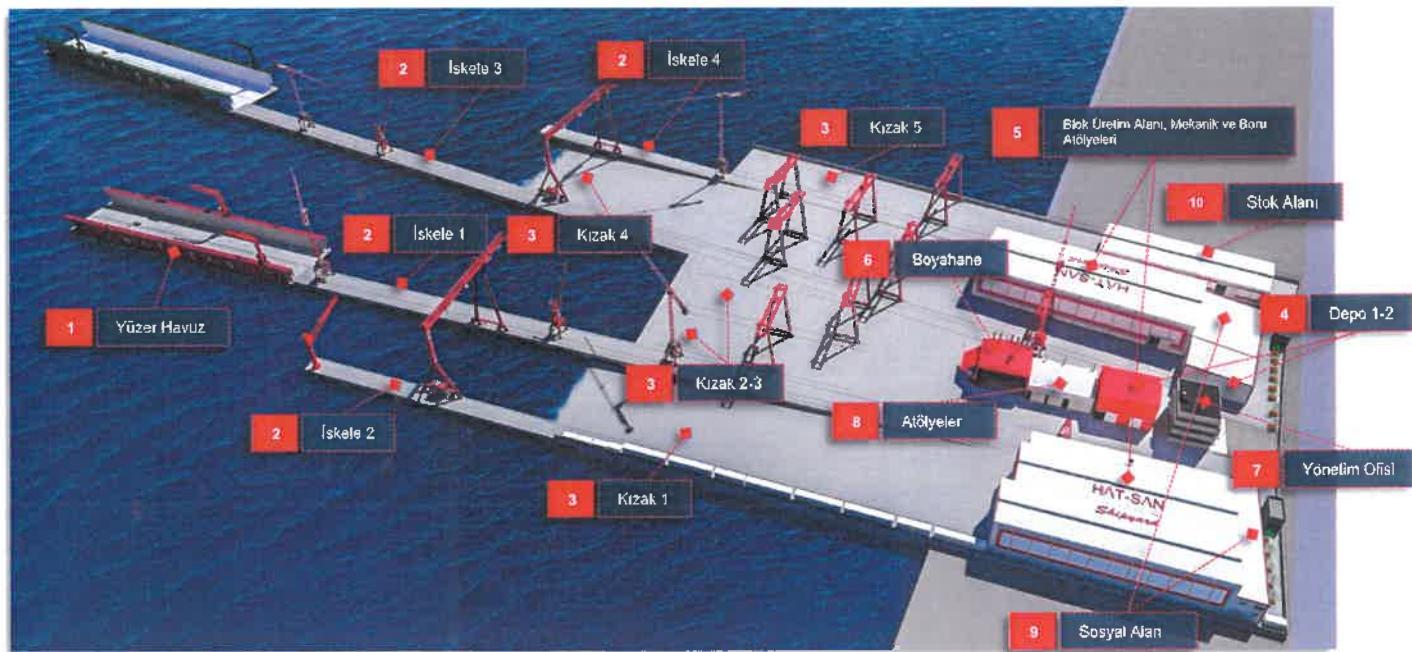
**HAT-SAN GEMİ İNSAAT DAKİM ONARM DENİZ NAKLİYAT SAN. VE TİC. A.Ş.**

Registration No: 167/98  
 Location: Dörtek Mahalle, Tunceliye Cd: 25/44,  
 Ümraniye/İstanbul  
 Validity Period: 16.08.2015 - 15.08.2017  
 Actual Period: 16.08.2015 - 15.08.2017  
 Scope of Activities: Ship Building and Repair

This is to certify that Environmental Management System,  
 being implemented for the activities: Ship Building and Repair in  
 the organization with a scope described previously, has been issued  
 the audit.

The certificate is valid until 15.08.2017.

Review Interval:  
 Initial Inspection: 16 April 2015  
 15 June 2014



## Şirket Profili



**1. Yüzer Havuz.** Şirket, yüzər havuzları kendi bünyesinde inşa etmektedir, belli bir süre kullanmakta ve sonrasında satışa sunmaktadır. Bu durum Şirket'in ana faaliyetlerinin bir parçası olup belirli periyotlarla tekrarlanan bir süreçtir. 2022 Mayıs ayında devreye alınan yüzər havuzun kaldırma kapasitesi 25.000 tondur, 250,5 metre uzunluğa ve 38 metre genişliğe sahiptir. Rıhtımın her kanat duvarında 20 ton 23 metre hərəkəti hidrolik vinçler bulunmaktadır. Omurga blok yüksəkliyi 1,65 metre olup gəmiler üçün gerekli servis hatları ile 440 V/60 Hz sağlanabilmektedir.

**2. İskeleler.** İskele-1, 215 metre uzunluğunda ve 15 metre genişliğindedir. 1 adet 15 ton 20 metre ve 2 adet 8 ton 63 metre vinçler ile donatılmıştır. İskele-2, 150 metre uzunluğa ve 10 metre genişlige sahiptir. 1 adet 10 tonluk vinç ile donatılmıştır. İskele-3, 406 metre uzunluğa ve 15 metre genişlige sahiptir. 1 adet 85 tonluk ve 2 adet 10 tonluk vinç ile donatılmıştır. İskele-4, 150 metre uzunluğa ve 10 metre genişlige sahiptir. (Mevcut durumda İskele-4'ün dolguları yapılmış olup hənüz beton dökülməmişdir.)

**3. Kızaklar & Tamir Alanı.** Kızak-1, 180 metre uzunluğa, 52 metre genişlige ve 1°derece açıya sahiptir. Gəmiler, hava yastıkları aracılığıyla denizə indirilmektedir. Kızak-2, 170 metre uzunluğa, 25 metre genişlige ve düz bir yüzəye sahiptir. Gəmiler, yüzə iskeledən denizə indirilmektedir. Kızak-3, 170 metre uzunluğa, 28 metre genişlige ve düz bir yüzəye sahiptir. Gəmiler, yüzə iskeledən denizə indirilmektedir. Kızak-4, 200 metre uzunluğa, 65 metre genişlige ve 1°derece açıya sahiptir. Gəmiler, hava yastıkları aracılığıyla denizə indirilmektedir. (Mevcut durumda dolgu yapılmış olup hənüz beton dökülməmişdir, üzərində imalat yapılabilir haldedir.) Kızak-5 & Tamir Alanı, 160 metre uzunluğuna ve 35 metre genişlige sahiptir. Gəmiler, yüzə havuzdan denizə indirilmektedir. (Mevcut durumda dolgu yapılmış olup hənüz beton dökülməmişdir.)

**4. Depolar.** Depo-1, sarf malzeme ve yedek malzemeler için 1.500 m<sup>2</sup> kapalı alana sahiptir. Depo-2, sarf malzeme ve yedek malzemeler için 3.000 m<sup>2</sup> alana sahiptir. (Mevcut durumda bina yapılmamış olup zemin betonu vardır.)

**5. Blok Üretim Alanı.** 4.500 m<sup>2</sup> kapalı alana sahiptir. Gemi blokları ve yüzər havuz blokları bu alanda imal edilmektedir.

**6. Mekanik ve Boru Atölyesi.** 4.200 m<sup>2</sup> kapalı alana sahiptir. Mekanik atölyedə her türlü ekipmanın revizyonu yapılmaktadır. Tüm ebatlardaki borular uluslararası standartlara görə üretilmektedir.

**7. Boyahane.** 600 m<sup>2</sup> kapalı alana sahiptir. Boyutları 30x20x22 metredir. Boyahanede 28x18 metreye kadar mega bloklar kumlanıp boyanabilmektedir.

**8. Atölyeler.** 700 m<sup>2</sup> kapalı alana sahiptir. Atölyelerde her türlü izolasyon ve təfrişat işleri yapılmaktadır.

**9. Sosyal Binalar.** Sosyal Bina-1, 2.800 m<sup>2</sup> kapalı alana sahiptir. Yeni inşa ve bakım onarım departmanları bu binada yer almaktadır. Ayrıca müştəri temsilcileri, mühəndisler, formen odaları, toplantı odaları, duşlar, soyunma odaları ve yemekhane bulunmaktadır. Sosyal Bina 2, 5.000 m<sup>2</sup> kapalı alana sahiptir. Yeni inşa ve bakım onarım departmanları bu binada yer almaktadır. Ayrıca müştəri temsilcileri, mühəndisler, formen odaları, toplantı odaları, duşlar, soyunma odaları ve yemekhane bulunmaktadır. Hənüz planlaşdırma aşamasındadır.

**10. Stok Alanı.** 5.000 m<sup>2</sup> açık çelik levha, profil ve boru depolama alanına sahiptir.

**11. Hat-San-2 Atölyesi,** 3.849 m<sup>2</sup>'si kapalı olmak üzere toplamda 7.158,13 m<sup>2</sup> alana sahiptir. Çelik işleme ekipmanı olarak 3 takım CNC kesi makinaları, 2 takım bükme pres makinaları bulunmaktadır. Atölye kiralık olup 2030 yılına kadar kirası peşin ödənməştir.

## Yönetim Kurulu

Mehmed Halid  
İsmail PEPE  
YK Başkanı

- 1960 yılında Kocaeli'de doğan Mehmed Halid İsmail PEPE, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme Bölümünü 2002 yılında bitirmiştir. 2004 yılında, İngiltere, University of Surrey'de Uluslararası İşletme Yönetimi üzerine Yüksek Lisans eğitimi 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 Bölümü'nü 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 vekiliği, Yalova Pilotaj A.Ş. yönetim kurulu başkan vekilliği, Gemi Yat ve Hizmetleri İhracatçıları Birliği yönetim kurulu üyesi ve Jamaika'da kurulu olan GSRJ Tersanesi yönetim kurulu üyesi görevlerini devam ettmektedir.

Mesud  
Abdurrahman  
PEPE  
YK Üyesi

- 1987 yılında Kocaeli'de doğan Mesud Abdurrahman PEPE, İstanbul Bilgi Üniversitesi İşletme Bölümünü 2010 yılında bitirmiştir. İngiltere'de London Metropolitan University'de Uluslararası Ticaret ve Taşımacılık 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 Fakültesini bitirdi. İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Eğitimi'nde master yaptı. İller Bankası, Azot Sanayi ve Erdemir Demir Çelik A.Ş.'de mühendis olarak çalıştı. Özel sektörde yönetici olarak İş Adamı ve 20, 21, 22. Dönem Kocaeli Milletvekili'dir. 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 Fakültesinden mezun oldu. Kariyer hayatına 1997 yılında Kuveyt Türk Katılım Bankası'nda Pazarlama Müdürü'nde Uzman Yardımcısı olarak başladığı görevinden 1999 yılında ayrılarak Türkiye Finans Katılım Bankası'nda çeşitli kademelevelsde sırasıyla Pazarlama Uzmanı, Pazarlama Yöneticisi, Şube Müdürü, Marmara Bölge Müdürü, İşe Alım ve Kariyer Planlama Müdürü'nden sonra, Temmuz 2016 itibarıyla Perakende Bankacılıkta Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Vekiliği 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	
<b>Ortaklar</b>	Pekar Grup İnşaat A.Ş.
99,8%	Mehmed Halid İsmail PEPE
0,1%	Mustafa Talha Pepe
0,1%	Mesud Abdurrahman Pepe
<b>Künye</b>	
Kuruluş: 2008	
Faaliyet Alanı: Tersaneçilik Faaliyetleri	
Merkez: Bakırköy / İstanbul	
Çalışan Sayısı: 253	

Faaliyet Alanları & Mali Veriler		
<b>Şirket'in Ana Faaliyet Alanları</b>		
- Tamir ve Bakım		
- Yeni Gemi İnşası		
- Yüzer Havuz		
- Dönüşüm Projeleri		
<b>Mali Veriler</b>	<b>2023/03 4Ç</b>	<b>2023T</b>
Net Satışlar	1.294,1 mTL	1.736,5 mTL
EBITDA	636,9 mTL	428,8 mTL
Net Kar	375,7 mTL	m.d.
Özkaynak	379,2 mTL	m.d.
Akifler	1.336,6 mTL	m.d.

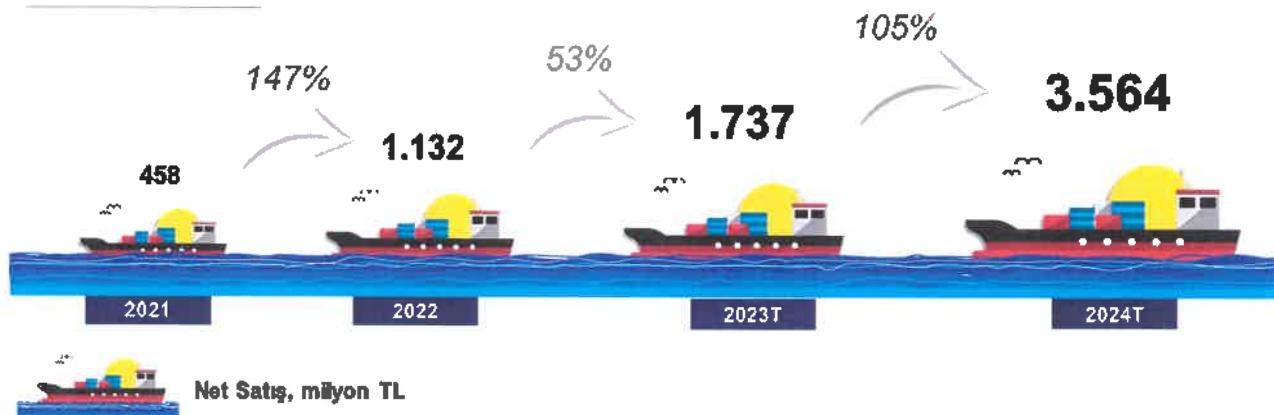
Sektör
Dünya toplam ticaret hacminin ortalama %85'ini oluşturan denizyolu ticareti, Covid-19 salğısında sıkça gündeme gelmiştir. Küresel ticaret hacmi, 2021 yılına kıyasla %0,7 artış göstererek yaklaşık 14,1 milyar ton olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Küresel deniz ticaret hacmi ise 2022 yılında 2021 yılına göre %0,4 gerileyerek 11,9 milyar ton olarak gerçekleşmiştir. Ekonomik olumsuzluklara yüksek enflasyon ve düşük büyümeyin eklememesi küresel ekonomiyi yavaşlatmıştır. Küresel deniz ticaretinde 2023 yılında, 2022'ye kıyasla yıllık ton bazında %1,6 oranında sınırlı bir büyümeye olacağının tahmin ediliyor. 2022 yılında Türkiye'nin denizyoluyla yapılan ithalatı 243.917.119 ton, ihracat ise 150.172.902 ton olarak gerçekleşmiştir. İdeki verileri incelenildiğinde görüleceği üzere, Türkiye'nin 2012 yılına nazaran 2022 yılında ihracat tasmaları 91 milyon tondan 150 milyon tona, ithalat tasmaları ise 192 milyon tondan 243 milyon tona yükselmiştir. Denizyolu dış ticaret taşımacılığında Türk Bayraklı gemilerimizin bu tasmaların aktığı 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 DTWye ulaşmıştır. Tersane sayılarının yıllık bilesik büyümeye oranı (2003-2023 Haziran) %4,2 olarak gerçekleşmiştir.

Kaynak: MEAK Deniz Ticaret Odası

**INFO**  
YATIRIM MİKTARI DEĞERLENDİRME S.S.  
Saray Mah. Dumlupınar Bulvarı No: 100/A  
Plaza 2.Blok No:4 K: D:16 Ün: 0/01/01/01  
Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0216 319 26 05  
Boğaziçi Kuruçeşme V.D. 4/8 Ün: 0/01/01/01  
Mersis No: 01003679700011 Tic. No: 0100271081

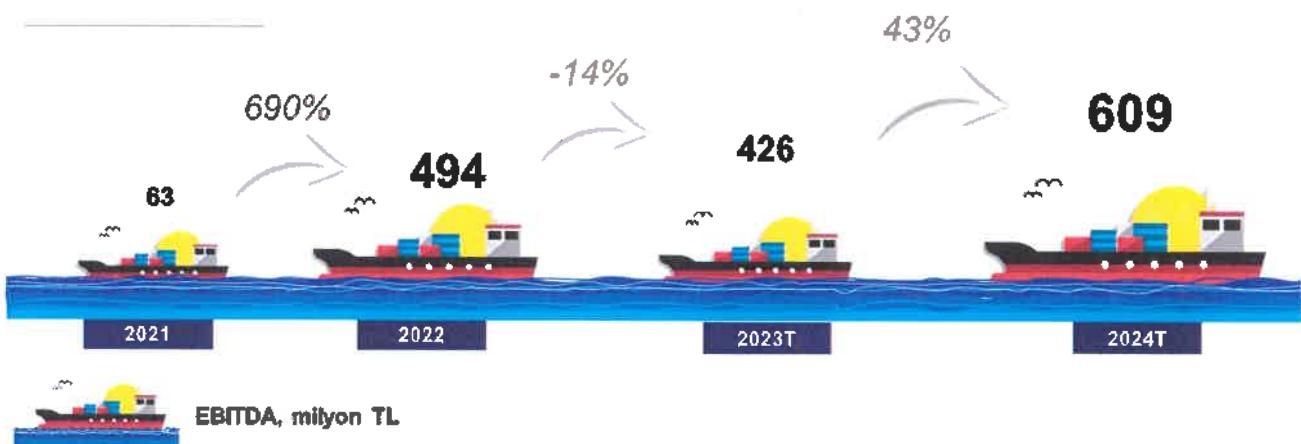
### 75% YBBO

2021 – 2024T



### 110% YBBO

2021 – 2024T



## Satışlar

**Şirket gelirlerinin tamamına yakını USD cinsindendir**

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

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

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

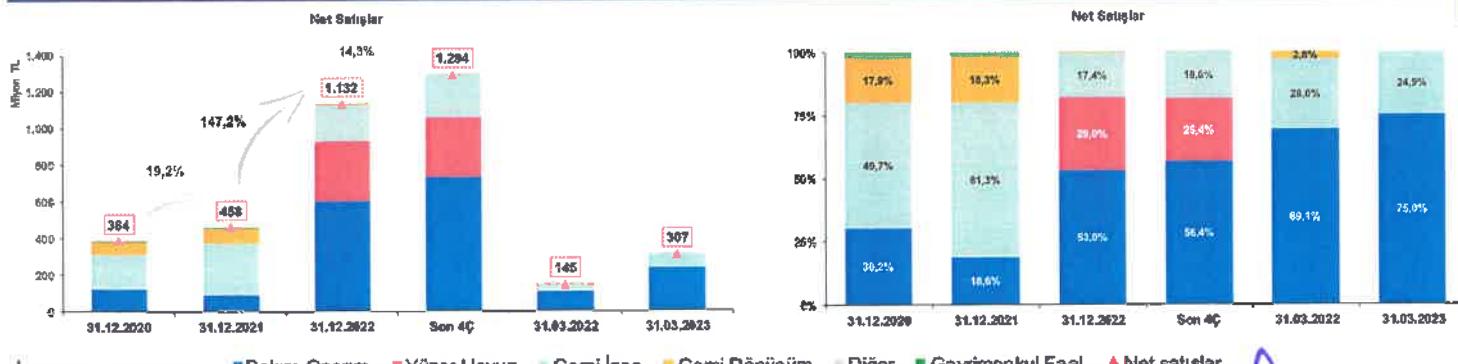
**Genel görünüm.** Şirket'in iş modeli, alınmak istenen gemi inşa ya da bakım & onarım projesi ile ilgili fizibilite raporunun hazırlanması ile gerekli malzemelerin tespiti edilmesi sonrası verilecek fiyat teklifinin belirlenmesi üzerine kuruludur. Şirket, tersanecilik faaliyetinin tüm branşlarında teknif esası ile işlem yapmaktadır. Müşteriler, bir plan veya bir iş listesi çerçevesinde Şirket ile temasla geçmektedir. Bu plan veya listelerde yer alan detaylar, pazarlama departmanında incelenerek malzeme/şişçilik ihtiyaçları hesaplanmaktadır olup malzeme/şişçilik maliyetleri için satın alma departmanı tarafından piyasadan birim fiyat toplanır. Pazarlama departmanı, yaptığı pazar araştırması sonucunda ortalamada bir maliyet çıkararak müşteriye ön teklif sunar. Müşterinin olumlu geri dönüsü 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 yüzər havuz ve A21 kapasite artış yatırıminın tamir bakım alanını kısıtlaması, pandemisin devam ediyor olması ve kurların yıl sonunda artmasına rağmen yıl ortalamasında düşük kalması sınırlı bir gelir artışı beraberinde getirmiştir. 2022 yılında ise pandemisin sonlanması, ortalama dolar kurunun önemli bir artış sergilemesi, A21 ve yüzər havuz yatırımı ile artan kapasitenin iş hacmini büyütmesi ve eski yüzər havuz satışı, net satışları %147 artıla 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 sürebilmiştir. İş bitiminde proje teslimi yapılır, eş zamanlı olarak alınan teminattar laide edilir, kalan bakiye tahsilati yapılır, ihraç edilmesi durumunda gümrükleme işlemlerine başlanır. Ödeme garanti belgesindeki peşin ödeme alınarak gemi hareketine izin verilir. Gemi inşa projeleri genellikle bir yıldan uzun süre bilinçli ve fatura, geminin inşası bitince kesilmektedir. TFRS bazlı finansal tablolarda fatura kesilinceye kadar hak edisi mantri ile projenin başlangıçtakı karılık oranına göre gemi inşa için kattanılan maliyetlerin tahmini satış/maliyet oranı ile çarpılması sonucu hesaplanan tutar kadar gelir yazılmaktadır. Söz konusu tutarlar fatura kesilmediği halde ciroya aktarılırken 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 adedl gerilemiştir. Bununla birlikte kapasitenin önemli bir kısmı 2020 Haziran'da başlayan yüzər havuz inşasına ayrılmıştır. Şirket, farklı kitalara 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 Kirilimi (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%
Yüzər 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>
<b>Değişim</b>		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**

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

**Yüzer havuz satışı, dönemsel olarak gerçekleşmekte olup hasıltan 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 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında ise pandemi etkisinin devam etmesi, A-21 parsel inşasının başlaması ve üzeren havuz yatırıminın kapasitenin belli bir bölümünü meşgul etmesi nedeniyle bakım & onarım gelirleri %26,8 gerileyerek 85,1 mn TL olarak gerçekleşmiştir. NB18 Panamax üzeren havuz inşasının tamamlanması, A-21 parsel iskele yatırıminın kısmen devreye girmesi ve daha büyük boyutlardaki gemilerin bakım & onarım projelerinin alınması ile bakım & onarım gelirleri, 2022 yılında yıllık %604,5 artışla 599,6 mn TL, 2023'ün ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %129,8 artışla 229,8 mn TL olarak gerçekleşmiştir.

**Gemi dönüşüm faaliyetleri.** Gemi dönüşümü; geminin mevcut türünün başka bir türé 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 bulunmaktadır. Gemi dönüşüm faaliyetleri, küresel ticaretin seyrine göre değişiklik göstermektedir. Son yıllarda yaşanan enerji ve emtia krizi nedeniyle enerji gemisi dönüşümü sayısını arıtmış, 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 mn TL, 2021 yılında 83,8 mn TL, 2022 yılında 4,1 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2022larındaki düşüş proje önemlili kaynaklanmaktadır.

**Yüzer havuz Inşası ve satışı.** Yüzer havuzlar, iki yanı duvarlarla çevrili dikdörtgen biçimli, baştan ve kıştan açık, suya dalıp çıkabilecek, binlerce ton kaldırma kapasitesine sahip platformlardır. Bu platformlar ihtiyaç duyulan bölgeye götürülecek yerinde hizmet verebilir. 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 başında 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>
<b>Değişim</b>		19,2%	147,2%		111,8%

Hasılatın Ülke Bazlı Kirilimi, TL			
Ölkeler	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
Düzen	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

Sıralama 2022 yıl sonu itibarıyla yapılmıştır.

## Finansal Analiz

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

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

**Bir Grupp, Evalend Shipping, Front Century Marine, Balıo 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 büyümeye 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 müsteriye hitap edilmemesi ve belirli oyuncuların sektörde bulunması sebebiyle ilk 10 müsterinin ticari alacak yoğunlaşması yüksektir. Bununla birlikte ilk 10 müsteri yillara 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 artısını desteklemiştir. 2022 yılında ise önceki sene 16,9 mn TL olan ticari alacaklar 53,9 mn TL'ye yükselmiştir. Kur artışı ve reel büyümeye 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 büyümeyi sürdürmesi alacak artısında 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 bireleşmesinden dolayı Kar Cihan Madencilik'e ait bir alacaktır. Diğer bir ifadeyle 2020 ve 2021 yıllarında Hat-San Gemi özeline herhangi bir şüpheli ticari alacak olmuşmamıştır. 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 kaynakıdır. Brüt ticari alacakların 2023/03'te yaklaşık %1,2'si bilançoda birikim olarak şüpheli alacağa tabi olmuştur. Şirket gemi inşa alacakları için banka teminat mektubu alırken tamir bakımda müşteriden garanti mektubu almaktadır. Şüpheli ticari alacak tutarı Şirket'in aktif ve satış büyülüğine nazaran oldukça düşük bir seviyededir. Bu durumun en önemli nedenlerinden biri proje bedelinin alınan avans tutarından kalan kısmı içün müşteriden teminat mektubu ve/veya garanti mektubu alınmasıdır. Teminat mektubu alındığı durumlarda gemi inşası biter bitmez bankalardan tahsilat yapıılırken garanti mektubunun alındığı projelerde ise ödemenin gecikmesi durumunda gemi dünyasının 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 bakıyesi 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 olmuştur. 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.

**Diger 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 hakkedîşler 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 kullanılabilmektedir**

**Stoklar büyük oranda dövizli emtia olması sebebiyle bağımsız denetim hesaplamasında dikkate alınmása da döviz açık pozisyonunda rayic 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; katılanan maliyetler ve projenin karlılığını göz önünde bulundurarak projede o ana kadarki hak edişleri hesaplamakta ve gelir tablosuna gelir olarak kaydetmektedir. faturası kesilmemiş bu gelirler, sözleşme varlıklarında takip etmektedir. 2020 yılsonunda 30 mn TL olan sözleşme varlıklar, 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 gerçekleştirilebilmesiyle ilgili hesap sıfırı olmuştur. Sözleşme varlıklarındaki tutarın hasılattı ile paralel olarak artması beklenenken söz konusu dönemde hasılatın artış, sözleşme varlıklarındaki artışın altında kalmıştır. Bu durumun en önemli nedenlerinden bir tanesi 2020larındaki projeler için alınan avans oranı ortalama %40 seviyesinde iken bu oran 2021 yılına doğru %20'lere kadar gerilememesidir. 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 sınıflandırılmaktadır. 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 sertifikalandırılmış 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 yönelik Yonetim tarafından beyan edilmiştir. Stoklar, temel olarak; gemi inşa ve bakım & onarım faaliyetleri için kullanılan sarf malzemelerden oluşmaktadır. Genel olarak bir projenin alınmasını müteakip gereklî ekipmanlar için hemen sipariş geçilmekte ve ekipmanlar gelince stoklara atılmaktadır. 2020 yılsonunda pandemi nedeniyle oluşan tedarik zinciri sıkıntılıları 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 dönemsellik 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. Yüksek 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 üzeri havuz projesi olan NB22 kaynaklı yükü 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 doğrulu yantıtmayabilecektir.

**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 devrinin göstermiştir. 2023/03'te peşin ödenmiş giderlerdeki artış kur artışına ek olarak müşteri adına yapılan NB22 yüzey 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 İhracıdır. 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 birikmektedir. Biriken KDV tutarı ise gerek kurumlar vergisi gerekse çalışanlar için ödenen SGK primlerinden mahsup edilmektedir; 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 çöklesi olarak görülmelidir. Dolayısıyla devreden KDV tutarında yıllar itibarıyla görülen artış, gelirlerin ve dolayısıyla maliyetlerin ve yatırım harcamalarının artmasını doğal bir sonucudur.

## Finansal Analiz

**2023/03'te 3,3 mn TL kullanım hakkı varlıklarını 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 çıkışması kaynaklıdır.**

**2021 ve 2022'de A-21 parsel yatırımları ve NB18 yutzer 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 yutzer havuz yatırımıdır. NB18 ile Şirket öncekine göre daha büyük gemilere hizmet verilebilmektedir.**

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

**Şirket'in maddi duran varlıklarının gerçeğe uygun değer tespitine yönelik Invest Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından değerleme raporu hazırlanmış olmakla birlikte Şirket, maddi duran varlıklarını maliyet yönetimiyle muhasebeleştirdiği için söz konusu değer artışı finansal tablolara yansımamıştır. 2023 Haziran ayında Invest 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 Adı Ortaklı (Delta Proje)'dır. 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 yılında kayıtlı değer 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 ödemektedir; 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 yutzer 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 atan 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 cuiži 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 üzerinde yapılan yeraltı ve yerüstü düzenlemeleri ile bağlı ortaklıkların sahip olup kiraladığı ofislerde yapılan harcamalardan meydana gelmektedir. 2022 yılında bağlı ortaklıkların elden çıkarılmasının bir sonucu olarak yatırım amaçlı gayrimenkullerin kayıtlı değeri sıfırına 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 gerçekleştirmiştir. Bu tutarın 109,8 milyon TL'si yer altı ve yerüstü yatırımlarından meydana gelirken 259,3 milyon TL'si yapılmakta olan yatırımlardan meydana gelmektedir. Yer altı ve yerüstü yatırımları, tersane arazisine düz toprak dolgu yapılması, iskele ve zemin İslahı gibi çalışmaları ifade ederken henüz tamamlanmamış yatırımlar yapılmakta olan yatırımlarda takip edilmektedir. Ifade 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 Yutzer Havuzu inşasını ve A-21 parseli yapılan düzenleme yatırımlarıdır. Yutzer havuz yatırımı 2022 Mayıs ayında tamamlanmış olup yutzer 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 gerçekleştirılmıştır. 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 gerçekleştirilmişdir. Söz konusunun tutarın büyük bölümü NB-18 Panamax Yutzer Havuzu inşası için gerçekleştirilen yatırımların 2022 yılında tamamlanmasından dolayı 2020-2022 yılları arasında yapılmakta olan yatırımlarda takip edilen maliyetinin tesis makine cihazlara aktarılarak 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 üzeren havuz  
yatırımına ek olarak işletme  
sermayesi gerekliliğidir.**

**NB18 üzeren 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 toplama  
finansal borç bulunmakta**

**Önemli bir tedarikçi yoğunlaşma  
riski bulunmamakta**

**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 anlarda uzun vadeldir. Gemi inşa projeleri ise genelde 1 yıldan uzun vadeli projeler olduğundan ve tahlilatın önemli bölümü gemi inşaat bitimine tamamlanmadan önceki inşasının fonlanması için kullanılan kredilerin vadesi genellikle 1 yıldan uzun vadeldir. 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, üzeren havuz yatırımı için 20.000.000 USD kredi kullanmıştır. Bu krediler finansal tablo dönemleri boyunca Şirket'e yatırımların ilgili kısımları tamamlandırdı 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 artışı sebep olan A21 parsel için yatırım gerçekleştirilirken pazardaki gelişmelere göre 2023 yılında ilave harcama yapılabilecektir. İlgili yatırımin finansmanı, banka kredisinden ve özkarznaklarla sağlanmıştır. Söz konusu yatırımin bir parçası olan ve 2022 Mayıs ayında tamamlanmış olan üzeren havuzla Şirket'in inşa ve bakım & onarım yapabileceği gemi boyutu küçük ve orta boy gemilerden büyük boy gemiler düzeyine yükselmiştir. Havuzun boy uzunuğu 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 üzeren havuz yatırımı, A-21 parselde yapılan düzenlemeye 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 kaynakıdır. Şirket'in 2023/03'te ise toplam finansal borcu 2022 sonuna göre %2 gerileyerek 594,6 mn TL olarak kaydedilmiştir. Uzun bir dönemde Şirket'in kredi kullanması, son 2 döneminde 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 bölümünü, 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 ham madde ise sac ve demir-çeliktir. Çelik ekipman tedariki Çin'den sağlanmaktadır. Ticari borçlar dövizdeki harekete göre salınırken 2020-2023/03'te en büyük 10 tedarikçinin satın alındığı oranı %40-27 aralığında değişmiştir. 2020'de 42,5 mn TL olan ticari borçlar 2021'de %96,3 oranında artı 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 yükselme ve iş hacmindeki gelişim ile ilişkilendirilmektedir.

**Çalışanlara sağlanan faydalardır.** Çalışanlara sağlanan faydalardan borçlar, personel maaşları ve SGK primlerinden meydana gelmektedir. Söz konusu kalemler, 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 üzeren 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 İnşasına 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.**

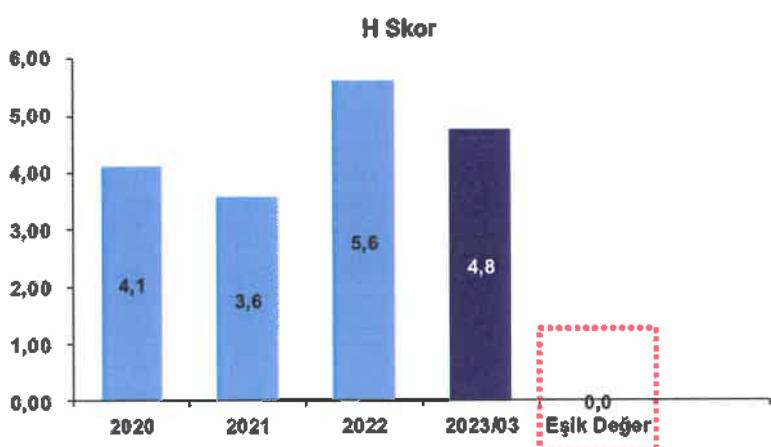
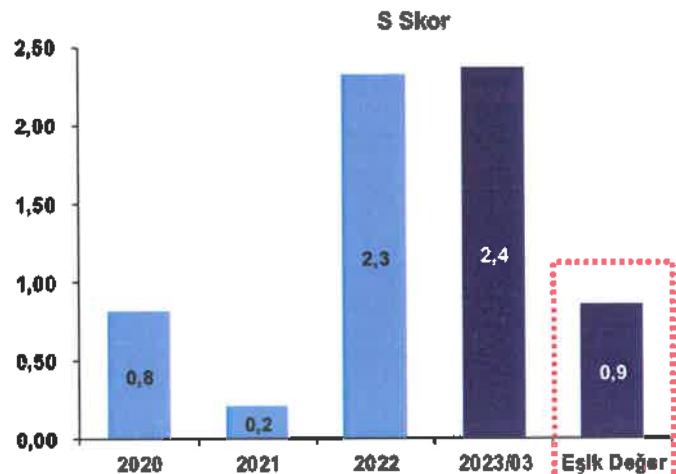
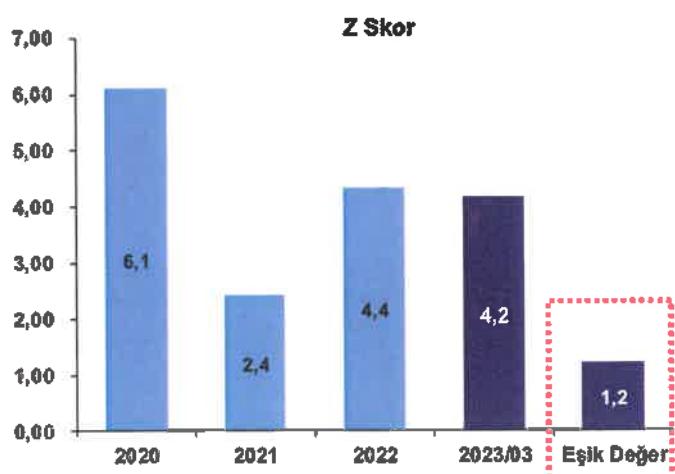
**Yeniden değerlendirilmiş özkaynaklar 3,5 milyar TL**

**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 ortalamaya avans oranı %20-40 arasında değişirken gemi bakım & onarım projelerinde ise alınan avans tutan %33'ün üzerindedir. 2022 sonunda oluşan yüksek avans rakamı müşteri siparişi olan NB22 üzerinden havuzu kaynaklıdır. Ertelenmiş gelir hesabı dolar bazlı olmaktadır. Estonyalı müşterinin talebi ile yapımına 2022 sonunda başlanan NB22 2024 yılında sonlandığında Şirket'in ürettiği 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. Izin karşılıkları da baklıyede yer almaktı 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 dağıtımasına 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 artırımı tularından, 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 karımdan bu işlemin yapılabileceğini ifade ederek işlemi iptal etmiştir. Böylece Şirket TTK nezdindeki ara dönem karımdan 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 değerlendimenin bağımsız denetimde muhasebeleşmesi halinde ise Şirket'in yeniden değerlendirilmiş özkaynakları 3,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket muhasebe politikası gereği yeniden değerlendirmeyi muhasebeleştirmeden maliyet değerlendinden mall tablolarına yansıtmayı tercih etmiştir. 2022 ve 2023/03'te özkaynak karlılığı sırasıyla %96,5 ve %99,1 ile 10 yıllık devlet tahvili faizi olan %17'nin oldukça üzerinde getiri sağlayarak verimli sermaye yapısına işaret etmektedir.

Bilanço				
31 Aralık, TL Hatsan	2020 Gerçekleşmiş ÖBDR	2021 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023/03 Gerçekleşmiş 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 Gld.	46.906.004	14.530.815	40.530.433	60.476.645
Cari 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	211.898
Ertelemeş 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. Kis.	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
Ertelemeş 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. Klr. Yük.	-	-	-	1.792.021
Ertelemeş 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 Av.	-	-	(227.893.627)	-
Kardan Ayn. Kisıl. 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 işaretini verir.

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

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

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

## **Finansal Analiz**

**Şirket yurtxinde 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 yutzer havuzu satarken müşteri adına üretilip satılan yutzer havuzlar gemi inşa projelerinde takip edilmektedir.**

**Şirket geçmişte NB04, NB10 ve NB18'i kendi adına yaptığı ve eskiyen versiyonları sattığı yutzer havuz olurken NB14 (Danimarka), NB12 (Askeri tersane) müşteri adına yapılip satılan yutzer havuzlardır. NB22 Estonia adına mevcut durumda yapımı devam eden yutzer havuz olurken Şirket kendi adına yapacağı NB21 İçin 2022'de 17,7 mn TL yatırım harcaması gerçekleşmiştir.**

**Tamamlanma süresi 1 yılı aşabilen gemi Inşada TFRS tamamlanma oranına göre gelir yazarken dönüşüm ve bakım onarımında aylık hak edisi usulü gelir yazmaktadır.**

**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 İçin enerji gemi dönüşümleri yürüttürmüştür. Farklı müşteriler için askeri gemiler, balıkçı gemileri, özel amaçlı gemiler inşa edilirken Şirket kendi için 3; müsteri siparişi için 3 olsak üzere toplamda 6 yutzer havuz inşa etmiştir. Gemi tamir bakımda ise birçok müsteri bulunmakta olup yurtxinde en önemli müsteri İDO'dur. Uluslararası mevzuat gereği her gemi belirli periyotlarda bakım yapılmak zorunda olup bakım müsterileri, içinde Hatsan Gem'in 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 yapılmaz, 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 oluşturmaktır olup yurtxinde yeterince pazar olmaması bu durumda etkendir. Ayrıca hem yurt içi hem de yurt dışına yapılan satışların tamamına yakını döviz bazlıdır. Şirket'in yurt içi müsterileri genelde gemi bakım & onarım hizmeti verilen İstanbul Deniz Otobüsleri (İDO) ve benzeri yerli firmalardır. Diğer satışlar, hurda satışları, yurtdışı fuardar için devlet desteği ve SGK prim teşviklerinden meydana gelmektedir. 2022 yılında görülen gayrimenkul faaliyetleri kapsamındaki gelirler ise Şirket'in eski bağlı ortaklılarından 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 gemi inşa faaliyetleri %53'ünü oluşturmuştur. Gemi bakım ve onarım faaliyetleri, genel olarak 2-3 aylık bir süreçten, gemi inşa projeleri bir yıldan uzun süreli olmekte 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 edisleri hesaplamakta ve gelir tablosuna gelir olarak kaydetmektedir, faturası kesilmemiş bu gelirler, sözleşme varlıklarında takip etmektedir. Gemi dönüşüm faaliyetleri ise finansal tablo dönemleri itibarıyla net satışların ortalama %12'sini oluşturmuştur. Şirket, ayrıca talebe göre yutzer havuz İnşası ve satışı gerçekleştirmektedir.

**Gelirlerde güçlü büyümeye.** 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 yutzer havuz inşası ve A-21 parsele 2020 yılında kullanım hakkı elde edilen bölümün düzenlenmesinde kullanması sebebiyle Şirket'in satışları 2020 yılına göre sınırlı artış göstermiştir. NB18 yutzer havuzu yapıldıken A-21 parsel yatırıminın bitmemesi nedeniyle yutzer havuz inşası döneminde tamir bakım için kullanılabilecek alanın bir kısmı kullanılamamış ve bu durum 2021'de gelirleri etkilemiştir. 2022 sonu itibarıyle A21 parselede önemli bir kapasite artışı sağlanması nedeniyle bundan sonraki dönemlerde yutzer havuz inşasına rağmen kapasite artışı nedeniyle gelirde sınırlama olmayacağı 2021 yılının son çeyreğinde kur artışı gerçekleşmiş olmakla birlikte 2021'de ortalama kur göre düğük kalmış olup bu durum da gelir büyümesinin sınırlı olmasında etkili olmuştur. 2022 yılında pandemi etkisinin neredeyse sona ermlesiyle artan sipariş miktarı, yükselen döviz kurları ve eski yutzer havuzun satışına bağlı olarak Şirket'in hasılatı, 2021 yılına göre %147,2 artış göstermiştir. Şirket NB18'in tamamlanması ile eski yutzer havuzunu 2022 yılının ikinci çeyreğinde Karadağ'a satmıştır. 2022 Mayıs ayında yeni yutzer havuzum devreye girmesi ile daha büyük gemilere hizmet verebilir olmuştur. Bu durum gelir ve karlılığı olumlu yansımıştır. Ayrıca 2021 ve 2022'de A-21 parsele yapılan yatırımlarla Şirket'in tamir bakım ve iskeleye yanaşma kapasitesi artmış olup ilgili kapasite yatırımı 2022'ye kısmi yansımış ve asıl etkinin 2023'te görülmeli beklenmektedir. Aracı firmalar, yurtdışı müsteri temin ve Hatsan'ın müsterilerine pazarlanması konusunda Şirket ile uzun yıllardır çalışırken tamir bakımda müsterilerin ihtiyacına göre araştırma yaptığı sitelere Şirket Üyelikleri bulunmakta olup ilgili 2 kanal da gelir artışında etkili olmaktadır. Dünyaca tanınmış aracı firmalar ile çalışmanın yanında göre daha küçük komisyonalılar da bazen çalışılabilirler. 2023/03'te de 2022'deki güçlü büyümeyi teyit edecek artış sürümlü ve net satışlar %111,8 yükseltrek 306,5 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2023/03'te gelirlerdeki güçlü artısha 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 yurtxi 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 yönelik bu durumun temel sebebidir. 2022'de alınan 85 tonluk portal vinç Şirket'in hizmet kapasitesini rakiplerine göre ayırtmakla birlikte ilgili vinç etkisinin 2023 yılının ikinci çeyreği ile başlayacağı varsayılmaktadır. 2020-2023/03 arasında Şirket'in hasılatının yıllık bilesik büyümeye oranı %72'dir.

## Finansal Analiz

**Geçmiş yıllara bakıldığından SMM'de ticari mal maliyeti gözükmele birlikte ilgili kalemler 2022'de konsolidasyondan çıkarılan bağlı ortaklıklarla ilişkilidir. 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 formüllasyon ile bu durum fiyat güncellemesini beraberinde getirebilmektedir.**

**2022'nin ikinci çeyreğinde eski üzerinden 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 farklılaşuran kaldırma kapasitesi oldukça yüksek 15 tonluk portal vincin iş yapabilme kapasitesi nedeniyle 2023'te hem brüt kar marjına hem de gelirlere olumlu yansıması beklenmektedir. İlgili vincin 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 artmaktadır. 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 marji sırasıyla %12,3, %17,5 ve %47,2 olarak gerçekleşmiş ve önemli bir yükseliş göstermiştir. 2021 yılında brüt kar marjinin artmasındaki en önemli faktör, brüt kar marji 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 artmasını doğal bir sonucu olarak brüt kar marji, 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 yatırıminın 2021'de kısmen devreye girmesinin etkisiyle daha büyük boyutlardaki gemi tamir bakım işlerinin alınmaya başlamasının sonucu olarak brüt kar marji, %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 üzerinden 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 yükselis de satış gelirlerini pozitif etkilerken maliyetin geçmiş yıllarda kaydedilmiş olması da brüt kar marjını desteklemiştir. Bununla beraber 2022 yılında NB18 Panamax üzerinden havuzunun faaliyete geçmemi olmasının bir sonucu olarak daha karlı olan büyük gemilere hizmet verilmesi ile özellikle bakım & onarım segmentindeki brüt kar marjinin sürdürülmesi bir şekilde yükselmiş olması brüt kar marjinin %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 içinde kalması kar marjını olumlu etkilemiştir. 2022/03'te %29 olan brüt kar marjinin 2023/03'te %25,2'ye gerilediği görülmektedir. 2022 sonuna göre kar marjındaki keskin gerileme üzerinden 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 yansımıası meydana gelmiştir. 2023 Haziran'da başlayan kur hareketin kısmı olarak 2. çeyreğe yansımıası beklenmesine rağmen 3. çeyrekte kurdaki önemli yükseliş Hatsan gibi İhracatçı firmalar için hem gelir artışı hem de brüt kar marjinin 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 müdürlüğe 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 hasılata üzerinde mal müdürlüğüne ödenen kullanım hakkı bedeli, A-21 parsel için ödenen imar harcı tutarı ve NB18 Panamax Yüzer havuz için ödenen tonaj harcidir. Danışmanlık giderleri; hukuk, mali müşavirlik ve çevre atık yönetim sistemleri danışmanlık giderlerinden meydana gelmektedir. Danışmanlık giderlerinin 2020-2022 arasındaki artısında halka arz hazırlık süreçleri de etkili olmuştur. Gelirlerdeki artışla yükselen KDV iadesi de mali müşavir gideri nedeniyle danışmanlık gider artısında 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 artısına bağlı olarak 4,0 milyon TL'ye ulaşmıştır. Diğer giderler içerisinde araç tamir giderleri, haberleşme giderleri, özel iletişim vergisi, bağış ve yardımalar 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 yükselserek 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 aracılıara ödenen komisyonlardan oluşturmaktadır.**

**Pazarlama giderlerinin satış payındaki dalgalanma müşteriler bulan komisyoncunun çalışma şekiline göre değişebilmektedir. Bazı komisyonerler müsterilin 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 artıları en büyük gelir kalemini oluştururken Yalova**

**Pilotaj'dan alınan temettü gelirleri, İştiraklerden alacak tutarlarına işaretlenen adat tutarları ve nakit & nakit benzerlerinden elde edilen faiz gelirleri de yatırım faaliyetlerinden gelirler kalemini oluşturmuştur. Yalova Pilotaj büyük çaplı gemilere tersaneye yanaşırken manevra yapmaktadır.**

**30.09.2022 ve 31.12.2021 tarihleri itibarıyle yatırım amaçlı gayrimenkullerin rasyon değeri SPK lisanslı Invest Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanmış ve ilgili raporlara göre 2021 ve 2022'de değer artıları yatırım faaliyetlerinden gelirlerde gösterilmiştir.**

**Bağımsız denetim dönemlerine bakıldığından 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 hasılata 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 dönemde 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 artırımıından kaynaklanan 7,6 mn TL matrah artırımı gideri esas faaliyetlerden diğer giderlerde kaydedilirken 2023/03'te dava karşılıklı 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 karşılıklı geliri esas faaliyetlerden diğer giderlerde kaydedilmektedir. 2020, 2021, 2022, 2023/03 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 kurdaklı artış ve son çeyrek 2 proje için alınan avans ve artan ticari borç kaynaklı ticari faaliyet kalemlerinde döviz açığında bulunması önemli bir net zarar doğurmaktı 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 pozitiftir.

**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 varlıklarla değerlendirme yapılmış olması sebebiyle özkaynakların gerçek değeri yükselmiştir; Şirket ise ilgili varlıkları kendi maliyeti olan 42 mn TL'den devretmiştir. Bu durum daha önce yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışı kannın terse çevrilmesine sebep olmuştur. 2022 sonu itibarıyle yatırım amaçlı gayrimenkuller bünyeden çıktıığı için 2023/03'te yazılan yatırım faaliyetlerinden gelirler nakit pozisyonundan yazılım 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 ödemekken 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 şekilde artan satış hacmine paralel yükselen brüt kar marjı ve satış büyümeye göre önemli bir yükseliş sergilemeyen faaliyet giderleri EBITDA büyümésinin temellerini oluşturmuştur. İlgili büyümeye 2023/03 döneminde de sürümlü ve EBITDA önceki senenin aynı dönemine göre %121,3 oranında artarak 75,8 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2023/03 itibarıyle son 4 çeyrek EBITDA ise 535,9 mn TL olarak kaydedilmiştir. Net kardaki büyümeye ise EBITDA'daki büyümenden daha hızlıdır. Operasyonel karlılıktaki artış 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 karlığı 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 itibarıyle son 4 çeyrek net kar ise 375,7 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2020-2023/03 itibarıyle net satış, EBITDA ve net karda YBBO sırasıyla %71,6, %247,2 ve %455,1 olarak kaydedilmiştir.

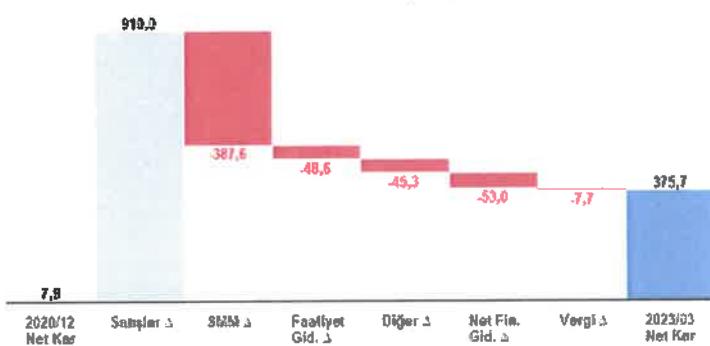
## Gelir Tablosu

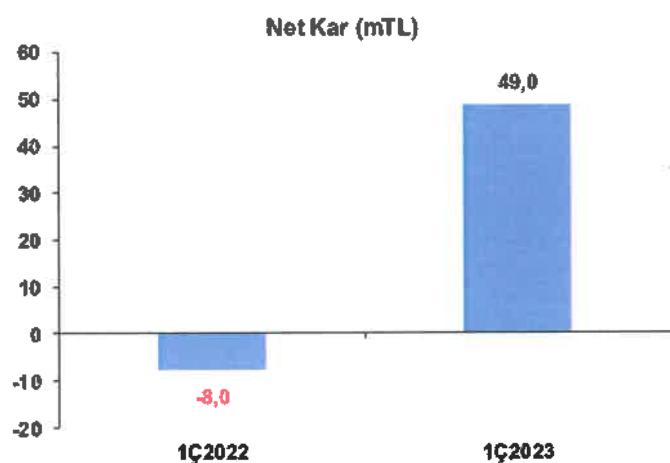
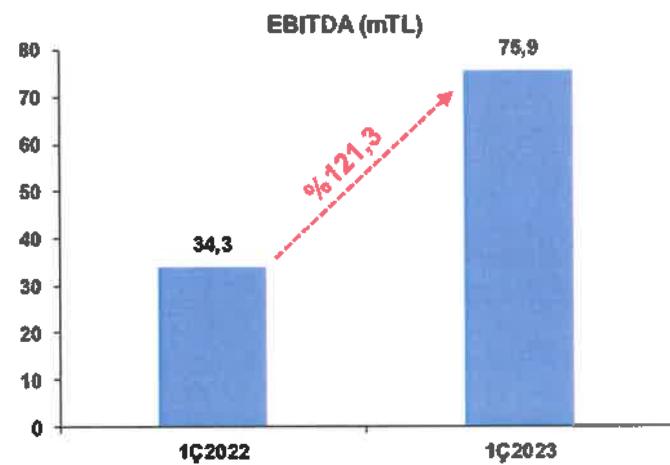
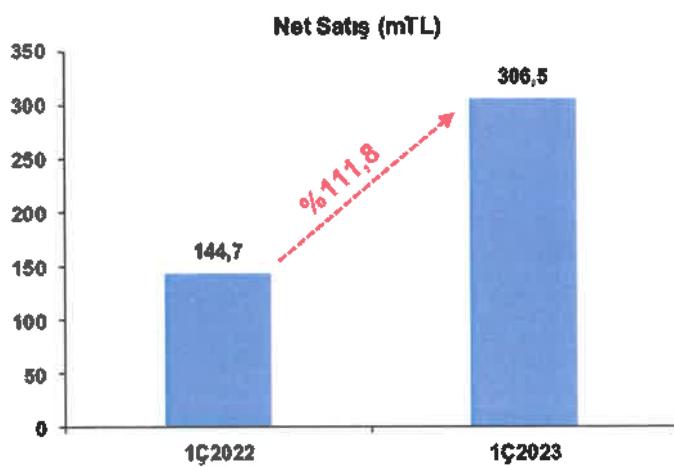
31 Aralık, TL Hatsan	2020 Gerçekleşmiş ÖBDR	2021 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022/03 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023/03 Gerçekleşmiş ÖBDR	Son 4 Çeyrek	2020-2023/03 YBBO (%)
<b>Net Satışlar</b>	<b>384.186.221</b>	<b>458.095.747</b>	<b>1.132.366.813</b>	<b>144.736.545</b>	<b>306.513.890</b>	<b>1.294.144.158</b>	<b>71,6%</b>
Değişim		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>
Brüt Marj	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%
Değişim		23,3%	55,3%		-22,3%		
Satış-Pazarlama Dağı. Gid.	(11.397.394)	(11.263.027)	(50.604.419)	(3.954.728)	(6.370.927)	(53.020.618)	98,0%
Değişim		-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>
Değişim		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>17.088.891</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>
Değişim		-27,8%	2612,3%		a.d.		
<b>EBIT Marjı</b>	<b>6,2%</b>	<b>3,7%</b>	<b>40,9%</b>	<b>22,8%</b>	<b>23,6%</b>		
Ezas Faaliyet. Diğ. Gel.	16.469.867	16.105.687	87.694.964	10.820.755	12.713.707	89.587.916	112,3%
Ezas 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>
Değişim		36,4%	2842,8%		-711,0%		
Net Marj		2,1%	2,4%	28,1%	-5,5%	16,0%	29,0%

EBITDA Köprüsü (mTL)

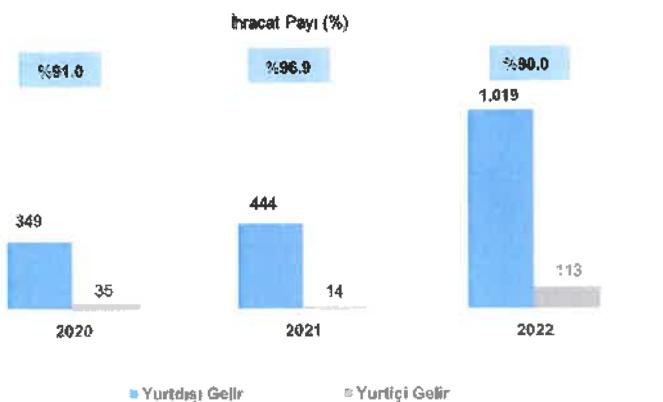


Net Kar Köprüsü (mTL)





Grafiğ 4 Şirket gelirlerinin neredeyse tamamı ihracat bazlıdır...

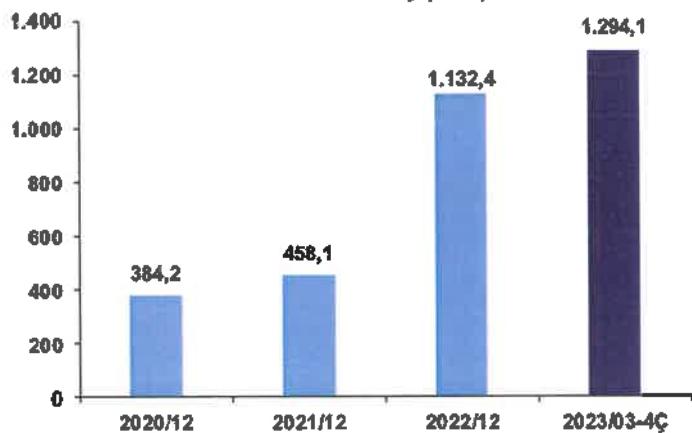


Kaynak: Şirket

Grafiğ 2 2020-2023/03 döneminde güclü mali veriler...



Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini eşنega gecili finansal bekari işaret etmektedir.  
 Kaynak: Taş ve Toprağı Deyar Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarısızlık Risklerinin Tahmin edilmesi; Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020; Fahime Akyüz

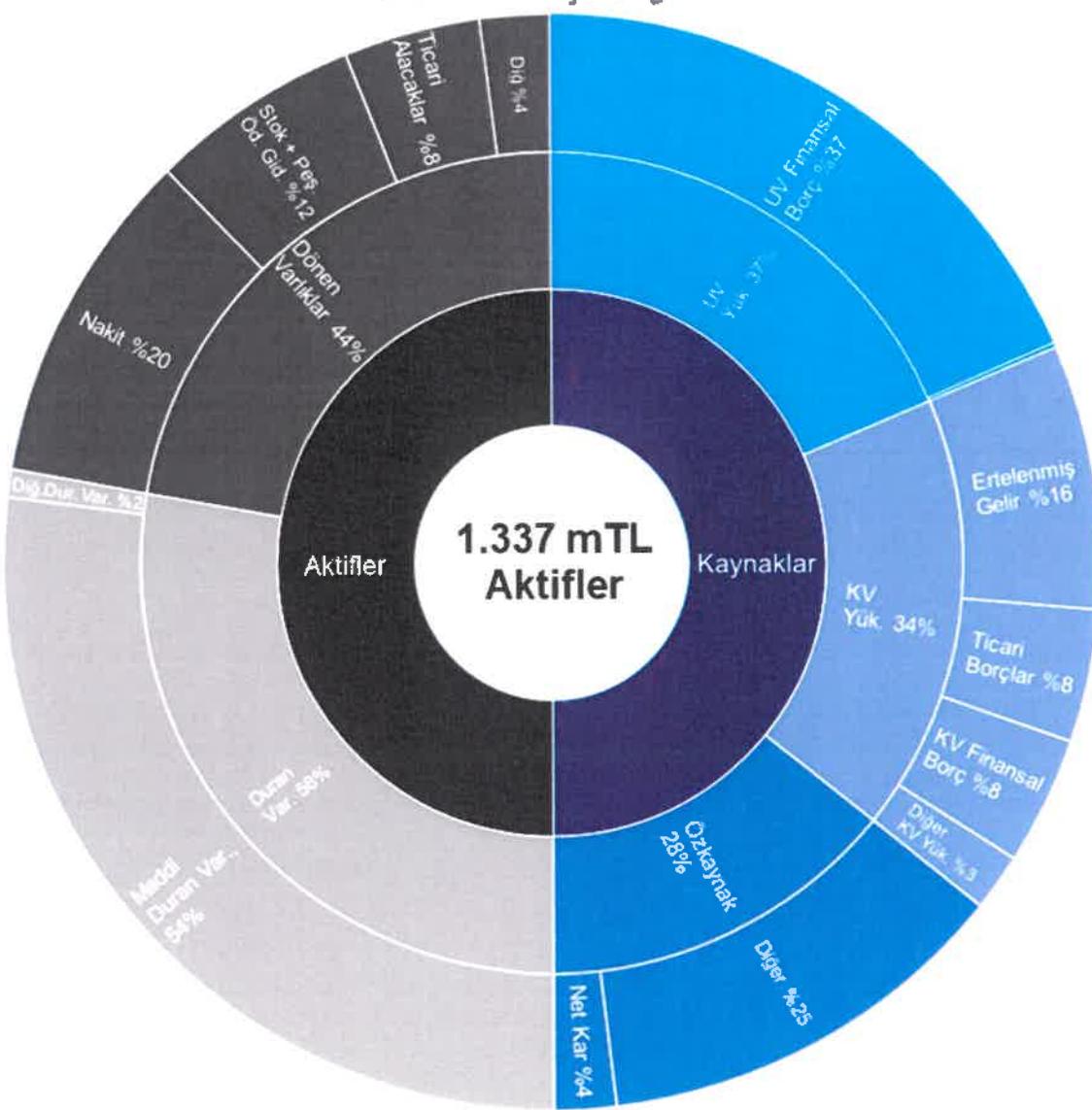
**Net Satış (mTL)**

**EBITDA (mTL)**

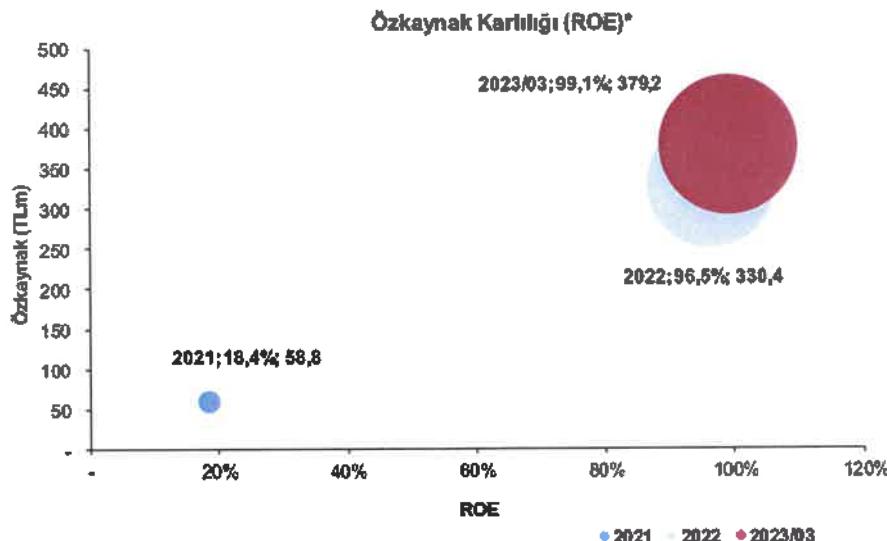

\*Balonlar EBITDA Marginini göstermektedir

**Net Kar (mTL)**


\*Balonlar Net Kar Marginini göstermektedir

## 2023/03 Bilanço Dağılımı





Liquiditasyon Rasyoları	2023/03	2022	2021	2020	Referans
Cari Oran	1,29	1,19	0,80	1,04	1,0-1,5
Liquidite 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 Kargılama 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%	Getirisi
ROA	37,6%	37,6%	2,0%	7,3%	Sektör
Faiz Gidi./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%	>AOEM
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%	
<b>Özsermaye Karlılığı</b>	<b>99,1%</b>	<b>96,5%</b>	<b>16,0%</b>	<b>13,6%</b>	<b>&gt;17%</b>

### Güçlü Finansal Rasyolar

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

## Değerleme

**Geliç ve Pazar yaklaşımı değerleme yöntemi olarak uygulanmıştır**

**Statik olmayan İş modelleri İçin INA 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.

**Geliç Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi**

**Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi**

**İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi.** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (INA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. INA 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 değerlendirmede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaşmasına baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk istahsına bağlı olarak değerlendirmeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklenenlerinin 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 bekleniler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyebilecek izahnameye 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.

INA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülerile 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

### INA

**%21,6 AOSM ve %22,5 özsermeye 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 risksız 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 özsermeye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemelidir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin okusmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurt içi şirketlerin ortalama kaldırıcı, 2023/03 mali verileri ve yönetimin kredi-özkaynak bekłentisi dikkate alınmıştır. Şirket'in içinde yer alacağı endeks olan BIST Sınai Endeksi'ndeki şirketlerden hesaplanan kaldırıçsız beta modellenmiş ve Hamada Denklemi ile hesaplanan kaldırıçlı 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
Kaldırıçsız Beta	0,73	Yurtıcı Benzerlerden Hamada Denklemi ile Tespit Edilmiştir.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	61,1%	Mevcut Bilanço ve Yurtıcı Benzerlerin Ortalaması Dikkate Alınmıştır.
İşlem Gömmüş Aktif Beta	1,00	Yurtıcı Benzerlerden Hamada Denklemi ile Tespit Edilmiştir.
Özsermeye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermeye piyasa risk primi kullanılmıştır.
Özsermeye Maliyeti	22,5%	Riskten arındırılmış oran+(özsermeye piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)+Şirkete özgü risk getiri
<b>AOSM</b>		
Özsermeye Maliyeti	22,5%	Yukanda hesaplanmış olan Özsermeye Maliyeti
Borç Maliyeti	21,0%	Uzun vadede risksiz getiri +%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	61,1%	Mevcut Bilanço ve Yurtıcı Benzerlerin Ortalaması Dikkate Alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Özsermeye Oranı	38,9%	1- toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	0,0%	Projeksiyon Dönemindeki Ortalama Vergi Oranı Alınmıştır.
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	21,6%	(% Özsermeye Oranı x Özsermeye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)

## **Net Borç**

**331,7 mn TL Net Borç**

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

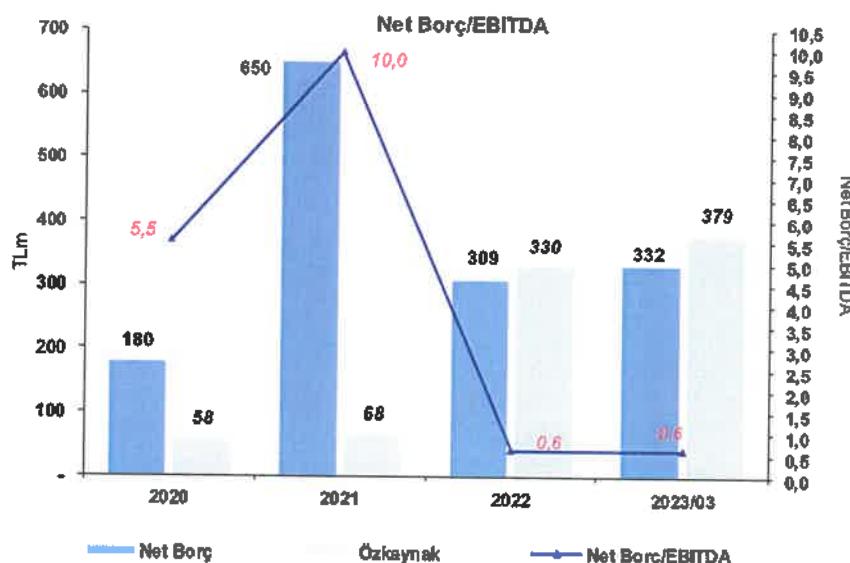
**0,6x Net Borç/EBITDA.** 2020 yılında 180,4 mn TL olan net borç A-21 kapasiteyatırımı, yeniş yüzər havuz yatırımı ve işletme sermayesi gereksinimine ek olarak artan kura 2021'de 649,7 mn TL'ye yükselmiştir. 2022'de ise artan kura rağmen üretilen yüksek karlılık, Şirket'in yeni bir borçlanma yapmaması ve alınan evans 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 borçluğu üretilen EBITDA ile ölçmek daha anlamlı sonuçlar doğurmaktadır. 2020'de Net Borç/EBITDA rasyosu yüksek seyredenken 2021'de 10x seviyesine kadar arfmıştır. 2022 ve 2023/03'te ilgili rasyo sırasıyla 0,6x olarak düşük borçluğuna işaret etmektedir. 2023/03'te Şirket'in finansal borçlarının tamamına yakını döviz bazlı olup artan kur ortamında kur riski taşınmaktadır. Şirket borçluğunu ana nedeni olan A-21 parsel ve yüzər havuz yatırımı uzun vadeli olması sebebiyle kredilerin vadesi uzuna yayılmıştır. Şirket 2022 Şubat ayından bu yana kredi kullanılmamakla birlikte artan kur borçluğuna etkili olmaktadır.

**Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldırıcı**

TLm	2020	2021	2022	2023/03
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,7	15,4	298,5	226,8
Düger 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. Kis.	102,7	266,6	117,3	96,1
Kiralama Yük.	-	-	-	3,5
Düger Borçlar*	2,7	3,6	1,2	1,2
Uzun Vadeli Finansal Borç	93,3	403,6	481,8	493,2
Düger 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 kapsamamaktadır.

**\*\*2023/03 Yılı İlk Çeyrek EBITDA'sı İle Değerlendirme**



**YATIRIM MEKÜL DEĞERLERİ A.Ş.**  
Seray M. 100. Mah. Büyükdere Caddesi  
Plaza 2. Blok No:4 Kat:7 D:16 İstinye/İST.  
Tel: 0212 319 28 00 Fax: 0216 692 12 75  
Birimli Kümüller: 478 0036 787  
Mersis No: 0424002678200011 Tic.Sic No: 271081

## **İşletme Sermayesi**

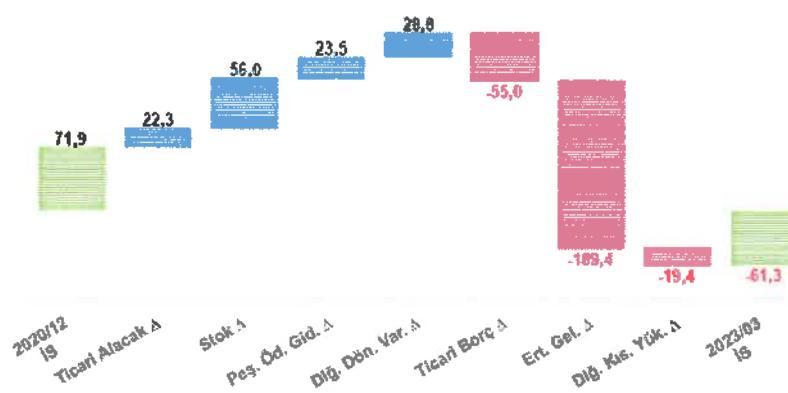
**2023/03'te %4,7 olan işletme sermayesi satış payı projeksiyonda büyümeyi desteklemek ve muhafazakar tarafta kalmak adına %4,1'e kadar artırılmıştır.**

## **Dönem sonu veriler yerine yıl ortalamasına göre işletme sermavesi modellenmiştir**

**Büyütmeyi desteklemek adına işletme sermayesi artırdı.** Şirketin pandeminin 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 gerçekleşeceğini 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 etkilenenken asıl etki proje dönemselliğine göre olmaktadır. 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 kademeeli bir şekilde azalacağı ve 20 içinde dengeleneyeceği varsayılmıştır. 2020-2023/03 arasında ticari borç ödemeye 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 gerileyen 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 büyümeyi desteklemek ve muhafazakar tarafta kalmak adına nakit döngüsü 12 güne kadar artırılmış ve 2023/03'te %4,7 olan işletme sermayesi satış piyi %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
Pegin Ödenmiş Gld., Ort.	27	27	25	51	71	160	247	292	291	317
Dij. Dön. Var., Ort.	17	23	32	45	55	113	175	243	220	239
Ticari Borç., Ort.	48	57	89	103	185	417	645	784	760	829
Ertelenmiş Gelirler, Ort.	-	-	85	189	203	334	413	423	383	417
Dij. Kısa Vad. Yük., Ort.	10	16	16	30	43	98	151	179	176	194
Satışlar	377	450	1.132	1.294	1.737	3.564	5.518	7.644	6.912	7.535
SMM	334	376	598	725	1.277	2.878	4.451	5.271	5.241	5.716
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
Peg. Ödenmiş Gld. Gün Süresi	29	26	15	25	20	20	20	20	20	20
Dij. 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
Dij. 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>(85,2)</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>(71,6)</b>	<b>38,6</b>	<b>105,5</b>	<b>218,7</b>	<b>(45,6)</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>

[SLETME SERMAYESİ] KÖPRÜSÜ (MTL)



## Nakit Akışı

**Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayırlıken INA 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 giderleştiği için 2026'da SMM'ye atılan kısım modelden arındırılmıştır.**

INA yaklaşımı ile iskonto öncesi paybaşı 31,30 TL değer, 2023-2028 arası dönemde Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde Info Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2023 Haziran itibarıyle net satışlar ve EBITDA VUK bazlı da olsa 2023 sonu beklenenlerini doğrular niteliktedir. 2024 ve 2025 satış büyümelerinde 107 mn dolarlık yeni kontrat ve ortalama dolar kurundaki artış etkili olurken 2026 yılında NB21 yüzer havuz satışları büyümeye etkindir. Sonrasında net satışlar normalize olmuş ve 2028 yılında üç değer büyümeye 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 ölçüde rağmen marjin düşük olması ile EBITDA marji 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 marji, yatırım oranı ve işletme sermayesindeki normalizasyonun tamamlanması ile 2028 yılındaki dörtnakit akımı büyümeli %5'e yakınsamış ve üç değer büyümeli öncesi nakit akım büyümeli üç değer oranı ile eşitlenmiştir. Bu durum net satış büyümelerinde de dikkate alınmış ve 2028 yılında net satış büyümeli %5 olarak öngörlüerek üç değer oranına geçişte ekonomik doğal süreç iştebilmiştir. Bu nedenlerden dolayı projeksiyon süresi 2028'de tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise %5 üç değer (devam eden değer) büyümeli uygulanırken INA'da elde edilen değerin %43,9'ü üç değerden kaynaklanmaktadır.

INA(mTL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Normalize	Üç değer
<b>Net Satışlar</b>	<b>377</b>	<b>450</b>	<b>1.132</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>7.912</b>	
Değişim		19%	152%	53%	105%	55%	39%	-10%	9%	5,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>31</b>	<b>62</b>	<b>494</b>	<b>426</b>	<b>609</b>	<b>934</b>	<b>2.054</b>	<b>1.442</b>	<b>1.568</b>	<b>1.647</b>	
Değişim		99%	692%	-14%	43%	53%	120%	-30%	9%	5%	
<b>EBITDA Marjı</b>	<b>8,3%</b>	<b>13,9%</b>	<b>43,6%</b>	<b>24,5%</b>	<b>17,1%</b>	<b>16,9%</b>	<b>26,9%</b>	<b>20,9%</b>	<b>20,8%</b>	<b>20,8%</b>	
<b>Eesa Faaliyet Karı</b>	<b>25</b>	<b>55</b>	<b>466</b>	<b>382</b>	<b>541</b>	<b>860</b>	<b>1.972</b>	<b>1.353</b>	<b>1.472</b>	<b>1.545</b>	
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 Vergiller	-	-	-	-	(2,9)	(16)	-	-	-	-	
Amortisman	(6)	(8)	(29)	(44)	(69)	(74)	(82)	(89)	(97)	(101)	
<b>Net Yatırım Giderleri</b>	<b>(20)</b>	<b>(377)</b>	<b>(335)</b>	<b>(111)</b>	<b>(516)</b>	<b>(514)</b>	<b>(252)</b>	<b>(76)</b>	<b>(83)</b>	<b>(87)</b>	
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	-	-	-	
Kaldırımsız 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
<b>AOSM</b>			21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>				179	41	193	1.301	614	522	451	2.582
<b>Firma Değeri</b>	<b>5.883</b>										
Üç Değer Payı	43,9%										
Üç Değer Büyüme	5,0%										
Üç Değer Çıkış Çarpanı	6,9										
Net Borç	332										
Piyasa Değeri (31.03.2023)	<b>5.551</b>										
Piyasa Değeri (14.07.2023)	<b>5.886</b>										
Hisse Sayısı	188										
Hisse Fiyatı	<b>31,30</b>										

## İNA Duyarlılığı

**EBITDA sapması, uç değer büyümeye oranı ve AOSM'ye göre senaryolar**

**İNA duyarlılık analizi.** İNA'dan hesaplanan hisse başı fiyatın İNA parametrelerine olan duyarlılığı farklı AOSM oranları, uç değer büyümeye 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 büyümeye oranı %3-%7 bandında değiştiğinde hisse başı fiyat 21,75-42,45 TL bandında değişmektedir. AOSM baz senaryoya göre +,- %1 alındığında ve Uç Değer büyümeye 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%
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%
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%
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	7.902

İNA Hisse Başı Fiyat EBITDA & Uç Değer Duyarlılığı

Baz Fiyat	TL	Uç Değer				
		31,30	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
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%
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%
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 İşleri mevzuata tabi olup gemiler belirli periyotlarda ara ve ağır bakımılarını yaptırıldıklarında yük taşıyamaz ve limana yanaşamazlar. Mevzuat gereği yeni standartlar da getirilebilir. Bu durum Şirket İçin bakım hizmetlerini sürdürülebilir kılan bir yapıdır. Bununla birlikte ilgili dönemsel bakımlar bakım gelirlerinde dalgalanmaya sebep olabilir.**

**Tamir bakım segmentinde genel çerçeveyi özetleyen tətik məktupları bulunmakta olup proje süreleri kisa olduğu için uzun vadeli kontratlar yapılmaz. Bu durum gelirin de hakkedisi 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 bakıldığından yıllık olarak 27-69 bandında gemiye tamir bakım hizmeti verildiği gözlenmektedir. En düşük yıl 27 adet ile pandeminin etkisinin sürdüğü 2021 yılıdır. Pandemiye ek olarak A21 parsel ve NB18 üzeri havuz yatırımı da 2021'de tamir bakım işlerini aşağı çekmiştir. Pandemiden ortadan kalkması, üzeri 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 gelirinin 783.900 dolar olması beklenmektedir. Bu minvalde 2023 yılı için 54,9 mn dolar tamir bakım geliri modellenirken ortalama dolar kuru beklenimizde göre 1.254 mn TL bakım geliri modellenmiştir. 30 Haziran 2023 itibarıyla Şirket Yönetimi Haziran ayının hemen arkasında kesilen yüklü tutarı da dikkate alındılarında 600 mn TL gelire ulaşlığını ifade etmiştir. Temmuz ayında artan dolar kuru da dikkate alındığında yıl sonu 1.254 mn TL gelirin yakalanabileceği varsayıma ulaşmıştır. Sonraki yıllar için 2021 ve 2022'de büyük oranda tamamlanan A21 parsel ve 2022 Mayıs'ta tamamlanan üzeri havuz yatırımı bu segment için önem arz etmektedir. A21 parsel yatırımı Şirket'in bakım kapasitesini artırırken üzeri havuz karlığı yüksek büyük gemilere tamir bakım hizmetleri sunulabileceği ve karlılığın projeksiyonda artması gerekligine 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 bakım 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 marjinin 2023'ü %31,6 ile kapatacağı beklenmektedir. Yılın ikinci yarısında artan kur ve yatırım etkisi brüt kar marjındaki artışı temel sebebidir. Bununla birlikte bu segmentte tarihi ortalama %44,2 olmasına ve A21, portal vinç ve üzeri havuz yatırımı ile karlılık ve kapasitenin artacak olmasına rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına projeksiyondaki diğer yıllar için brüt kar marji %28,3 olarak alınmıştır.**

**Gemi dönüşüm faaliyetleri.** Bu segmentte proje süreleri 1-1,5 yılı bulabilmekte olup aylık hakkedisi 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 olabılırken bazı yıllarda gelirler dalgalanabilmektedir. Yönetim 2023 yılının bu segmentte 5mn dolar ile kapatılacağını beklerken önemli bir müsteri ile şifahen anlaşılan ve 2 yıla yayılacak toplamda 107 mn dolarlık proje modelde dahil edilmiştir. Bu minvalde 2024 ve 2025'te ilgili segmentte 50'ser 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 marji %44,9 olmasına rağmen 2023 yılı için %29,8 brüt marj modellenmiştir. Projenin tipi ve büyülüğünne göre marj değişmektedir. 2 önemli projede ise brüt kar marjinin 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 almıştır.

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 Başı Gelir	mn \$	0,4	0,4	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Toplam Gelir</b>	<b>mn \$</b>	<b>16,5</b>	<b>9,5</b>	<b>36,0</b>	<b>54,9</b>	<b>47,0</b>	<b>52,0</b>	<b>51,4</b>	<b>52,4</b>	<b>53,5</b>
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 Başı Gelir	mn \$	4,9	4,7	0,1	5,0	50,0	50,0	35,0	35,0	35,0
<b>Toplam Gelir</b>	<b>mn \$</b>	<b>9,7</b>	<b>9,4</b>	<b>0,2</b>	<b>5,0</b>	<b>50,0</b>	<b>50,0</b>	<b>35,0</b>	<b>35,0</b>	<b>35,0</b>
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%

## İNA Varsayımları

**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.**

**Yeni yüzer havuz, A-21 parsel yatırımı ve satın alınan portal vincin daha seçici ve karlı işlerin alınmasına katkı sağlayacağı beklenmektedir.**

**Şirket'in 2024-2026 döneminde yeni bir yüzer havuzu yapacağı ve 2026 yılında satacağı varsayılmıştır. İlgili yüzer havuz için (NB21) Şirket 2022'de 17,7 mn TL yatırım yapmış ve planlama aşamasına geçmiştir.**

**NB21 için 2024, 2025 ve 2026'da 875,3 mn TL yatırım yapacağı ilgili yüzer havuzun dolar bazlı %52 brüt kar marji ile 2026'da satılacağı varsayılmıştır**

**Modelin öngörülebilir dönem süresinin 2028'de bitecek olması sebebiyle 2026 yılında elde edilen yüzer havuz gelirinin 3'te 1'inin 2027 ve 2028'de de gerçekleşeceği ve kar marjinin %52 olacağı varsayılarak 3 yılda bir gerçekleşecek bu yaklaşım modele normalize edilerek konulmuştur.**

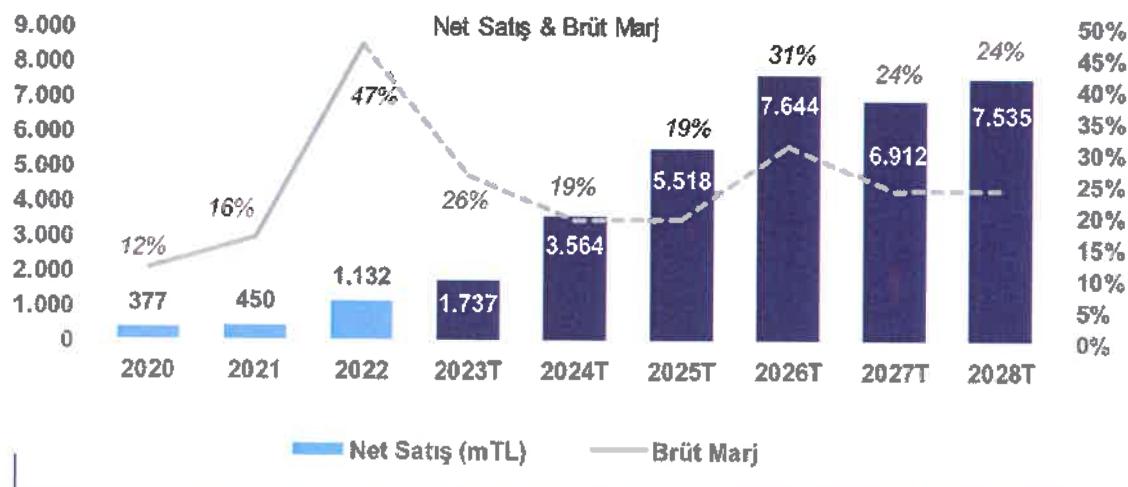
**Gemi inşa projeleri, Şirket özel amaçlı gemiler, Asfat'a yapılan askeri yüzer havuz ve Şirket'in kendi kullanımını ve müşteriler adına toplamda 6 yüzer inşası yapmıştır. Gemi inşa eden yüzer havuz üretimi ve askeri yetenekler Şirket için önemli bir katma değer olarak görülmektedir. TSK'nın bir talebi olması halinde sektörde bu yeteneğe sahip nadir şirketler arasında Hatsan da yer almaktadır. 2023 yılı içerisinde Estonyalı bir müsteriye yüzer havuz (NB22) yapılmakta olup bilançoda görülen yüksek hacimli alınan avans ilgili proje kaynakıdır. 2018 ve 2019'da sırasıyla 2 ve 3 gemi İnşası yapılmışken 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 kullanımını için gerekli yüzer havuz (NB18) yatırımı kaynakları 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 derinlige inme kapasitesini artırmıştır. Bu durumun projeksiyonda etkisinin olacağı beklenmektedir. Sözleşmelerin dolar bazlı olması kur artışı ile de TL gelirlere yansımaktadır. Gemi İnşada 2023 yılı için 16 mn dolar sözleşmeye dayalı bir İş 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 gelrinin 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) inşa edileceği varsayılmıştır. Gemi İnşada Şirket, 2020-2022 arasında negatif brüt kar marjı ile çalışmıştır. İlgili negatif marj Şirket için pazar kapma, pazarda penetre olma ve farklı müsteri kanallarına (askeri projeler vb) girmek için bir fırsat olarak görülmüştür. Üretilen özel amaçlı gemiler ve yüzer havuz sayısı önemli bir knowhow kazanılması ile gelecek yıllarda marjin pozitif döneceğil öngörmektedir. 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 marjinin %7,5 olarak gerçekleşeceği ve sonraki yıllarda %14,5'lik marjin ulaşılabilcegi kanaatine varılmıştır. Bu denli niş bir alanda %14-15'in altındaki bir marjaslarda 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 satışı. Şirket bugüne kadar devam eden Estonia projesi dahil müsteri için 3 yüzer havuz üretirken ilgili projeler gemi İnşada takip edilmektedir. Şirket kendisi için de 3 yüzer havuz inşa etmiş ve bunlardan 2 tanesini belirli bir süre kullandıkten sonra satmıştır. 2013-2014 yılında 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 düşülfmesi ve maliyetlerin dönemin kuru ile TL'ye çevrilmesinden dolayı brüt kar marji TL bazlı çok daha yüksek olmaktadır. Örneğin 2022'de satılan yüzer havuzda brüt kar marji TL bazlı %87,3 olarak kaydedilmiştir. Bu minvalde Şirket'in 2024-2026 döneminde yeni bir yüzer havuzu yapacağı ve 2026 yılında satacağı varsayılmıştır. İlgili yüzer havuz için (NB21) Şirket 2022'de 17,7 mn TL yatırım yapmış ve planlama aşamasına geçmiştir. NB21 için 2024, 2025 ve 2026'da 875,3 mn TL yatırım yapacağı ilgili yüzer havuzun dolar bazlı %52 brüt kar marji ile 2026'da satılacağı varsayılmıştır. Şirket, sektörde yüzer havuz üretimi ve satışında belirli bir yeteneğe ulaştığı, yüzer havuz fiyatlarının maliyet ve fiyat hareketlerini doğru tahminleme kapasitesine sahip olduğu için yüzer havuzların üretilip satılmasının geçmişte olduğu gibi gelecek yıllarda da 3 yılda bir gerçekleşeceği Yönetim tarafından beyan edilmiştir. 2026 sonrasında da yüzer havuz satışının gerçekleşeceği ve modelin öngörülebilir dönem süresinin 2028'de bitecek olması sebebiyle 2026 yılında elde edilen yüzer havuz gelirinin 3'te 1'inin 2027 ve 2028'de de gerçekleşeceği ve kar marjinin %52 olacağı varsayılarak 3 yılda bir gerçekleşecek bu yaklaşım modele normalize edilerek konulmuştur.**

**Diger gelirler. Şirket diğer gelirlerde hurda satışı, çalışan SGK teşvikleri ve yurtdışı fuarlarda devlet desteklerini takip etmektedir. Geçmiş yıllar incelendiğinde projeksiyon için elde edilen gelirin %0,1'i kadar diğer gelir elde edileceği varsayılmıştır.**

Gemi İnşa	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Toplam Gelir</b>	<b>mn TL</b>	<b>190,9</b>	<b>280,9</b>	<b>197,4</b>	<b>365,7</b>	<b>476,6</b>	<b>1.661,8</b>	<b>1.886,7</b>	<b>2.093,3</b>	<b>2.297,6</b>
Proje Adedi	Adet	1	1	1	1	1	2	2	2	2
<b>Toplam Gelir</b>	<b>mn \$</b>	<b>27,1</b>	<b>31,4</b>	<b>11,9</b>	<b>16,0</b>	<b>15,0</b>	<b>44,0</b>	<b>44,9</b>	<b>45,8</b>	<b>46,7</b>
Brüt Kar	<b>mn TL</b>	<b>-</b>	<b>35,2</b>	<b>-</b>	<b>15,4</b>	<b>-</b>	<b>14,8</b>	<b>26,8</b>	<b>35,9</b>	<b>241,5</b>
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
<b>Toplam Gelir</b>	<b>mn TL</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>328,2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2.117,9</b>	<b>814,9</b>	<b>876,9</b>
Proje Adedi	Adet	-	-	1	-	-	-	1,00	0,33	0,33
<b>Toplam Gelir</b>	<b>mn \$</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>19,7</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>50,4</b>	<b>17,8</b>	<b>17,8</b>
Brüt Kar	<b>mn TL</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>286,5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1.242,6</b>	<b>424,1</b>	<b>456,4</b>
Brüt Marj	%	a.d.	a.d.	87,3%	a.d.	a.d.	a.d.	58,7%	52,0%	52,0%
Diger Gelir	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Toplam Gelir</b>	<b>mn TL</b>	<b>1,7</b>	<b>0,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>4,5</b>	<b>7,0</b>	<b>9,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,5</b>
Net Satış Piyi	%	0,4%	0,1%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

**Grafik:8 Haziran 2023 itibarıyle 2023 gelir bekentisi 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 aracılık 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 ortalamanın üzerine çıkacağının %2,8 olacağını varsayılarken 2026'ta yeni yüzer havuz satışını modelle 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 modelle 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 zamının da etkendir. 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 almazı 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 çıkacağının sonraki yıllarda ise halk arz etkisinin normalize olarak enflasyona göre artacağı modellenmiştir. Yukarda bahsi geçen 3 faktör dışındaki diğer tüm giderler ise 2023 ve 2024 için beklenen enflasyonun %10 üzerinde 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 zamının dikkate alınması ile ilgidir. 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 üretilmektedir.

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
<b>Satış Payı</b>	<b>%</b>	<b>3,02%</b>	<b>2,50%</b>	<b>4,47%</b>	<b>2,61%</b>	<b>2,82%</b>	<b>2,82%</b>	<b>4,47%</b>	<b>3,64%</b>	<b>3,64%</b>
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 Başı 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 Adayları 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
Diger	mn TL	2,3	2,4	6,7	10,3	14,5	17,0	19,3	21,5	23,6
<b>Değişim</b>	<b>%</b>	<b>13,6%</b>	<b>124,9%</b>	<b>77,9%</b>	<b>39,0%</b>	<b>17,3%</b>	<b>13,8%</b>	<b>11,2%</b>	<b>10,1%</b>	
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 Adayları 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%
Diger	%		5,1%	180,6%	53,6%	40,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%

## INA Varsayımları

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

**2020-2022 arasında EBITDA'da yıllık birebir büyümeye %297,4 olmasına karşın 2022-2028 arasında EBITDA yıllık büyümeye %21,2 ile geçmişin altında tahmin edilmiştir. 2020-2022 arasında net satışlarda yıllık birebir büyümeye %73,2 olmasına karşın 2022-2028 arasında yıllık birebir büyümeye %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 varsayımla amortisman tabii tutulmuştur. 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 montaklı dönüşüm projelerinin etkisiyle mevcut metodoloji ile Şirket söz konusu 2 yılda kısmi 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 üzeri havuz için ise 2024, 2025 ve 2026'da sırasıyla 254 mn TL, 453 mn TL ve 168 mn TL yatırım yapılacağı varsayılmıştır.

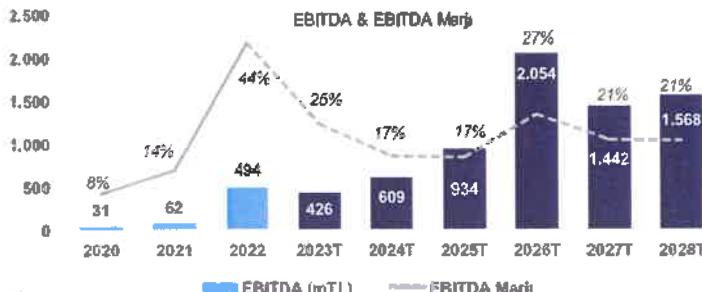
**EBITDA gelişimi.** Sonuç olarak EBITDA'nın 2023'te önceki yılda yer alan üzeren havuz satışının olmamasına rağmen sadece %13,9'luk gerileme ile yılı 425,8 mn TL'den kapatacığı beklenmektedir. 2023 Haziran verileri bu durumu doğrular niteliktedir. Bakım segmentinde artan proje sayısı ve daha büyük gemilere bakım yapılması kaynaklı gelir büyümesi, gemi dönüşümde gerçekleşen gelir artışı ve gemi inşada mevcut kontrat ile sağlanan gelir büyümesi ve karlılık artısına ek olarak 2023 yılında ortalama kurun 2022'nin oldukça üzerinde olacak olması EBITDA dengelenmesinin temel sebepleridir. 2024 ve 2025'te EBITDA'da yaşanan büyümeye kur artısına ek olarak 2 önemli dönüşüm projesinin devreye girecek olması kaynaklidir. 2026 yılında NB21 üzeri havuzu satış kaynaklı EBITDA yükselsirken sonraki yıllarda EBITDA normalize olmuştur. 2020-2022 arasında ortalama %21,9 olan ve 2023'te üzeren havuz satış 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 gerileken 2026'da üzeren havuz satış ile %26,9'a çıkılmaktadır; sonraki yıllar ise tarihi ortalamanın altında %20,8'de dengelenmektedir. Şirket'in bağlı ortaklıkları 2022'nin son çeyreğinde bünyeden çıktıığı için Şirket için modelde geçmiş veriler solo olarak düzenlenmiştir. Ayrıca 2026 EBITDA hesabında satılan malın maliyetinde yer alan üzeren havuz satış maliyeti daha önce yatırımlarda çıktı olarak yazıldığı için 2026 yılında çift etki olmaması adına nakit akımı hesabında díp toplamda ilgili maliyet tekrardan nakit akımına eklenmiştir.

Gelir Tablosu	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Net Satış</b>	mn TL	377	450	1.132	1.737	3.564	5.518	7.644	6.912	7.535
<b>Değişim</b>	%		19,3%	151,5%	53,4%	105,2%	54,8%	38,5%	-9,6%	9,0%
<b>SMM</b>	mn TL	334	376	598	1.277	2.878	4.451	6.271	5.241	5.716
<b>Brüt Kar</b>	mn TL	43,7	73,9	534,4	459,5	685,6	1.067,9	2.372,8	1.670,9	1.819,3
<b>Brüt Marj</b>	%	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
<b>EBITDA</b>	mn TL	31,3	62,4	494,3	425,8	609,1	934,3	2.053,6	1.441,7	1.568,3
<b>EBITDA Margin</b>	%	8,3%	13,9%	43,6%	24,5%	17,1%	16,9%	26,9%	20,9%	20,8%
<b>Değişim</b>	%	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%	EBITDA	21,4%

Yatırım	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Toplam Yatırım</b>	mn TL	19,9	377,3	335,4	110,5	515,7	513,6	252,1	75,9	82,8
<b>Toplam Yatırım</b>	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	-	-	-	-
<b>Yatırım/Satış</b>	%	5,3%	83,8%	29,6%	6,4%	14,5%	9,3%	3,3%	1,1%	1,1%

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



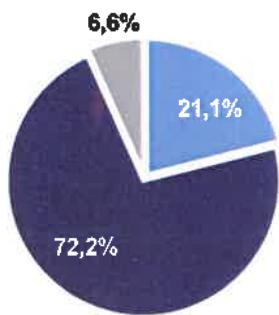
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

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



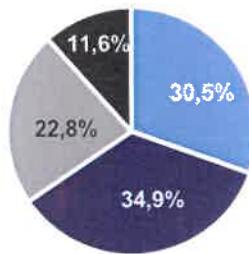
Kaynak: Şirket Tahminleri

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



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

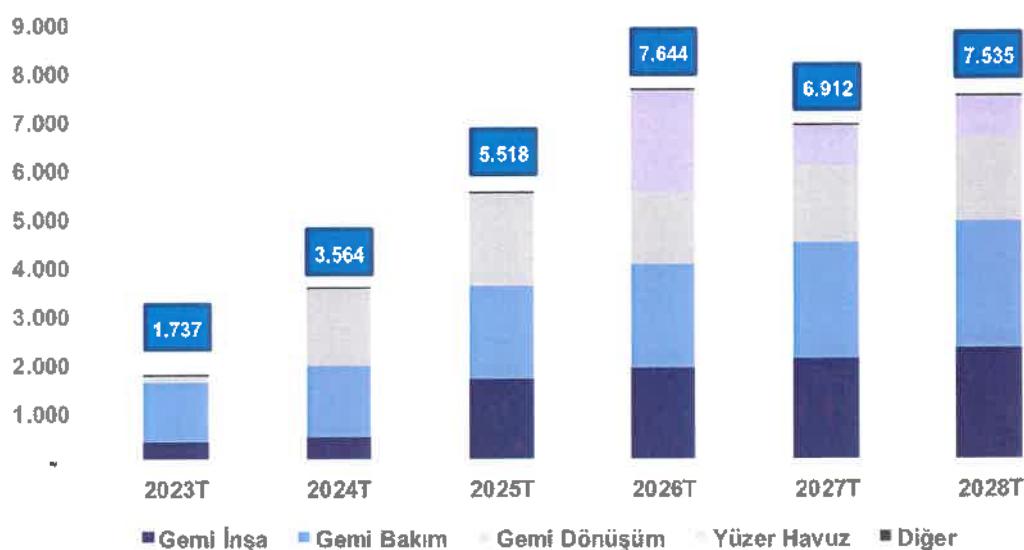
### Gelirde Ürün Kırılımı (2028T)



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

Kaynak: Şirket, Info Yatırım

### Gelir Kırılımı (mTL)



## Piyasa Çarpanları

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

## Uluslararası Çarpanlar

**12 uluslararası firma örneklemde kullanılmıştır.** Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanması sırasında 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'ın üstü ve 5x'ın altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'ın üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Değerleme yapılrken F/K 2023/03 ile EV/EBITDA 2023/03 çarpanına ise %50'ser ağırlık verilmiştir.

### Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örneklem Şirketler

Şirket	Ülke	Açıklama
Hd Korea Shipbuilding & Offs	Güney Kore	Kore Gemi İnşa ve Offshore Engineering Co., Ltd. tıcen ve askeri ermaçlı gemiler inşa eder. Şirket, petrol tankeleri, yük ve yolcu gemileri ve savaş gemileri üretmektedir.
China Cesc Holdings Ltd-A	Çin	Çin CSSC Holdings Ltd, gemi yapımı, gemi blişenleri, 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., otta bölgüsüne konvensyonel gemiler ve özel gemiler sektörlerinde genel üreticisidir. Şirket, orta menzilli grin taşıyıcıları, kıymassız tankerler, konteyner gemileri, LPG taşıyıcıları, sadecə araba kamyon taşıyıcıları ve diğerlerini inşa ve teslim eder.
China Shipbuilding Industri-A	Çin	China Shipbuilding Industry Company Limited, bir gemi üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, askeri gemiler, savaş gemileri, savaş gemileri dizel motorları, gemilerde kullanılan silah ramları, navigasyon ekipmanları, iletişim ekipmanları ve diğer askeri savaş gemileri ekipmanları üretemektedir.
Cesc Offshore And Marine E-A	Çin	CSSC Offshore and Marine Engineering Group Company Limited, gemiler, konteynerler, büyük çelik yapılar, fiberglas tekneleri, yüksek hızlı gemiler ve enzeli kullanım teknikleri üretilir ve pazarlanır.
Cebc Corp Taiwan	Tayvan	CSBC Corporation, Tayvan gemi inşa etmeye 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, uşaklararası ve yerel pazar için gemi onarımı, gemi yapımı ve mühendislik hizmetleri sağlayen bir tersane işletmektir.
Asl Marine Holdings Ltd	Singapur	Şirket, bağlı ortaklıkları aracılıyla 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.
Nakai Zosen Corp	Japonya	Nakai Zosen Corporation, eşitlik olarak iç pazar için gemi inşa eder ve onarır.
Endur Asa	Norveç	Endur ASA gemi inşa hizmetleri vermektedir. Şirket, gemi inşa ve onarım hizmetleri, gemi ve teknizin kurulumu, bakım, modernizasyonu ve modifikasyonu ile test ve yönetim hizmetleri sunmaktadır.

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	14 Temmuz		Son 12 Ay		Net Satış Artış		EBITDA Artış		EBITDA Mali		Son 12 Ay		Car
					EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	2021-2023/03	YBBO (%)	2021-2023/03	YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/EBITDA	Öz kaynak		
Asya-Pasifik Gelişmiş 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	(0,6)	(0,0)	(0,6)	(0,0)	
	China Cesc Holdings Ltd-A	600150 CH Equity	Çin	20.005	M.D	1,5	M.D	3,1	43,9%	M.D	M.D	M.D	(0,5)	(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	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
	China Shipbuilding Industri-A	601989 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)	(0,4)	
	Cesc Offshore And Marine E-A	600885 CH Equity	Çin	4.047	M.D	0,7	59,8	2,6	-12,2%	M.D	M.D	M.D	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	
	Cebc Corp Taiwan	2205 TT Equity	Tayvan	711	M.D	1,9	M.D	2,7	14,5%	M.D	-18,3%	M.D	2,5	2,5	2,5	2,5	
	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)	(0,9)	
	Colombo Dockyards Plc	DOCK SL Equity	Sri Lanka	13	3,3	0,5	18,4	0,6	39,9%	M.D	13,8%	2,2	1,2	1,2	1,2	1,2	
	Asl Marine Holdings Ltd	ASL SP Equity	Singapur	28	4,5	0,9	M.D	0,6	-7,0%	14,3%	20,6%	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	
					5.608	12,7	1,0	23,8	1,7	10,3%	1,7%	4,7%	(2,8)	0,6	(2,8)	0,6	
				Ortalama	5.608	12,7	1,0	23,8	1,7	10,3%	1,7%	4,7%	(2,8)	0,6	(2,8)	0,6	
				Medyan	2.927	12,7	0,9	23,8	1,7	6,4%	1,7%	6,5%	0,8	(0,1)	0,8	(0,1)	
				Minimum:	13	3,3	0,4	16,4	0,6	-12,2%	-10,9%	-18,9%	(16,1)	(0,9)	(16,1)	(0,9)	
				Maksimum:	20.005	17,3	1,0	59,8	3,1	48,9%	14,3%	20,6%	4,1	4,1	4,1	4,1	

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	14 Temmuz		Son 12 Ay		2021-2023/03		2021-2023/03		Net Borç/EBITDA		Net Borç/EBITDA Öz kaynak	
					EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	YBBO (%)	YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/EBITDA	Öz kaynak			
Asya-Pasifik Gelişmiş Ülkeler	Nakai Zosen Corp	7014 JP Equity	Japonya	284	0,5	0,1	3,5	0,6	7,2%	M.D	10,6%	(1,3)	(0,4)	(1,3)	(0,4)	(0,4)
		7018 JP Equity	Japonya	28	1,7	0,1	4,0	0,4	2,9%	-1,6%	4,2%	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	14 Temmuz		Son 12 Ay		2021-2023/03		2021-2023/03		Net Borç/EBITDA		Net Borç/EBITDA Öz kaynak	
					EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	YBBO (%)	YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/EBITDA	Öz kaynak			
Diger	Endur Asa	ENDUR NO Equity	Norveç	128	8,2	0,9	M.D	1,3	151,8%	M.D	8,7%	2,6	0,6	0,6	0,6	0,6
					128	8,2	0,9	M.D <sup>+</sup>	1,3	62,3%	38,5%	8,7%	5,0	1,0	5,0	1,0
					128	9,2	0,9	M.D <sup>+</sup>	1,3	32,0%	38,6%	8,7%	M.D	0,6	0,6	0,6
					128	9,2	0,9	M.D <sup>+</sup>	1,3	3,0%	36,5%	8,7%	M.D	0,1	0,1	0,1
					128	9,2	0,9	M.D <sup>+</sup>	1,3	151,8%	38,5%	8,7%	0,1	0,0	0,0	0,0

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	14 Temmuz		Son 12 Ay		2021-2023/03		2021-2023/03		Net Borç/EBITDA		Net Borç/EBITDA Öz kaynak	
					EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	YBBO (%)	YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/EBITDA	Öz kaynak			
Global	Orta İsviçre	4.243	11,5	0,8	23,8	1,5	20,7%						-0,2	58%		
		898	9,2	0,8	23,8	1,3	6,3%						1,1	-6%		
		13	0,5	0,1	3,5	0,4	-12,2%						-16,1	-94%		
		20.005	17,3	1,9	59,8	3,1	151,8%						7,5	406%		
	Hatsan	5.881	9,2	16,5	23,8	4,5	69,9%	247,2%	41,4%				1,3	1,3		

Kaynak: Bloomberg

## Piyasa Çarpanları

**BİST SINAİ ŞİRKETLERİ ÇARPANLARI İLE  
3.141 mn TL piyasa değerine  
ulaşılmıştır**

## BİST Sınai Endeksi

**BİST Sınai çarpanları baz alındı.** Hatsan'ın ana iş kolu gemi inşa, gemi bakım & onarım, yüzler havuz inşası ve gemi dönüşüm faaliyetlerini içermektedir. Şirket'in tersane alanları, yeni gemi inşa faaliyetleri kapsamında, kuru yük, tanker, duba, yüzler havuz, balıkçı gemileri vb. geniş bir üretim çeşitliliğine sahipken diğer yandan 25.000 ton kaldırma kapasiteli yüzler havuz ile büyük taşıma kapasiteli gemilerin bakım onarımını yapabilmektedir. Yurtdışında Şirket ile birebir ya da benzer alanda faaliyet gösteren herhangi bir şirket olmadığından, Şirket'in ana faaliyet alanı asıl olarak bir sinal şirketi hüviyeti nitelikinde olması ve yurt外 fiyatlarına algısını da modelde yansıtımak adına yurtdışında 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'ın üstü ve 5x'ın altı, PD/DD ve EV/Satış çarpanlarında 5x'ın üstü ömekleme dahil edilmemiştir. Değerleme yapılırken EV/EBITDA 2023/03 ile F/K 2023/03 çarpanına ise %50'şer ağırlık verilmiştir.

BİST Sınai Endeksi		PD (MilyonTL)	EV/ EBITDA		F/K	PD/DD	Net Satış Artışı		EBITDA Artışı	2023/03	2023/03	2023/03
BİST Kodu	Şirket Adı		2023/03	2023/03			2023/03	YBBO(%)				
AVOD	A.V.O.D Gıda Ve Tarm	907	11,9	1,5	7,9	2,0	157,0%	244,3%	12,9%	114,9%	0,22	
ACSEL	Acipayam Selüloz	952	21,4	3,0	12,1	5,5	374,5%	268,0%	14,1%	115,0%	0,31	
ADEL	Adei Kalemçilik	6.383	27,6	6,1	78,0	36,8	125,4%	227,8%	22,2%	98,6%	1,38	
BNTAS	Bantaz Ambalaj	793	9,7	1,2	9,4	1,5	163,9%	172,9%	12,3%	-211,8%	(0,27)	
BANVT	Bantit	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	Bati 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	Berkosen Yatırım	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%	88,6%	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%	-87,8%	(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	Europen 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	10.358	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	Frigo 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	İşk 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	Kaplaman	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	Tat 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%	1,78	
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	17.729,8	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 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 modellernesinde 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 ömeklemde vermesi nedeniyle Şirket'in dolar bazlı verileri ile değer bulunmuş ve güncel kurdan TL piyasa değeri tespit edilmiştir. Bu minvalde yurtdışı çarpanları ve INA kurdaki artışı değere adil olan bir şekilde yansıtırken BIST Sınai kurdaki hareketi tam olarak değere yansıtamamaktadır. Zira BIST-Sınai'deki ömeklem Hatsan gibi gelirinin %100'e yakını döviz olan şirketlerden oluşmaktadır.

Mn TL	Değer
<b>Hatsan Normalize EBITDA 2023/03 4Ç</b>	<b>330</b>
BIST Sınai Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	11,7
<b>BIST Sınai Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>3.860</b>
Hatsan Net Borç 2023/03	332
<b>BIST 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>
BIST Sınai Şirketleri Medyan F/K (x)	12,3
<b>BIST 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>BIST 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 İskonto sonrası  
halka arz piyasa değeri**

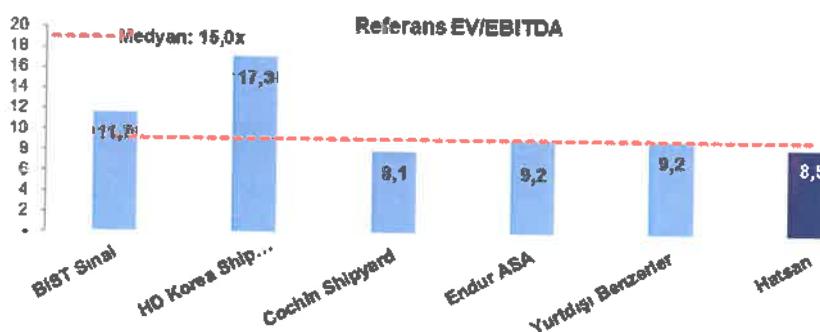
**Halka arz piyasa değeri 2023/03  
son 4 çeyrek EBITDA ve net kar  
verisine göre 8,5x EV/EBITDA ve  
11,3x F/K çarpanına işaret  
etmektedir**

**8,5x EV/EBITDA.** Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıtmasını düşündüğümüz İNA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Yurtdışında Şirket ile tam benzer bir şirket olmaması nedeniyle çarpan değerlemesinde yurtdışı benzerlerden gelen değere daha fazla ağırlık verilirken yurtdışı fiyatlama davranışını da modele entegre edebilmek adına Şirket'in de içinde bulunduğu BİST-Sinai endeksinden gelen çarpan değerine belirli bir aralık verilmiştir. Yurtdışı çarpanlar ve İNA, kurdaki artışı değere adil olan bir şekilde yansıtırken BİST-Sinai kurdaki hareketi tam olarak değere yansıtamamaktadır. Zira BİST-Sinai'deki öneklemler Hatsan gibi gelirinin %100'e yakını döviz olan şirketlerden okşurmaktadır. Yurtdışı benzerlere %30 ağırlık verilirken BİST-Sinai endeksine %20 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belliçileren elde edilen değere %20,3 halka arz İskontosu uygulanmıştır. **Şirket İçin halka arz İskontosu 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 değerlendirilen 3,5 milyar TL özkarnak rakamına göre 1,2x PD/DD çarpanı hesaplanmıştır. **Şirket gelirlerinin tamamına yakınının döviz cinsinden olması ve Temmuz 2023 kur hareketinin tam etkisinin 2024'e yansıyacak olması, A-21, üzeri havuz ve portal vinç yatırımının 2022 yılında kısmen devreye girmesi olması, sahip olunan vergi teşvikleri nedeniyle efektif vergi oranının düşük olması, portföye yeni dahil edilecek 107 mn dolarlık anlaşmanın 2024 ve 2025 büyümelerini destekleyeceğini öngörmek, Şirket'in niş ve katma değerli bir alanda faaliyet gösteriyor olması ile sermaye gerekliliği anlamında sektörde giriş barışının yüksek olması 2023 sonu İçin tespit edilen 10,7x EV/EBITDA çarpanını makul kılmaktadır.**

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-Sinai	3.141	20,0%	16,70
<b>Halka Arz Piyasa Değeri:</b>	<b>5.335</b>	<b>100%</b>	<b>28,37</b>
<b>Halka Arz İskontosu</b>	<b>-20,3%</b>		
<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 Liberia 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 salgısında 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 büyümeyen eklenmesi küresel ekonomiyi yavaşlatırken küresel deniz ticaretinde 2023 yılında, 2022'ye kıyasla yıllık ton bazında %1,6 oranında sınırlı bir büyümeye 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 kırımı.** 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 filosunu 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 incelenliğinde 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 kendisi ülkesinin bayrağı altında çalıştırmak yerine kendince deha avantajı olan başka bir ülkenin bayrağı altında çalıştırma uygulanmasıdır.

(\*\*) Gross Ton: Bir geminin mürettebatının yaşayacağı, servik ve flota için kullanılacağı vb. hacimleri hariç yük konabilecek boşluklarının toplamı hecmidir.

### Dünya Ticareti ve Dünya Denizyolu Taşımacılığı

Milyon 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

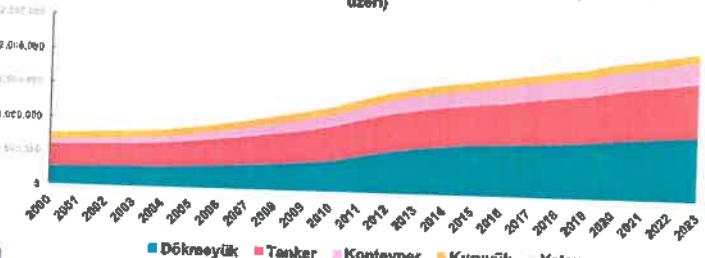
Küresel deniz ticareti, ekonomik büyümeye, ticaret politikaları, gemi filosu büyülüklüğü ve diğer faktörlerin kombinasyonudur.

### Dünya Ticareti ve Dünya Denizyolu Taşımacılığı



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

### Dünya Deniz Ticaret Filosunun Gemî Tipleri İtibarıyle DWT Gelişimi (300 GT ve Üzeri)



Kaynak: ISL, İMEAK Deniz Ticaret Odası Hesaplama

## Sektör

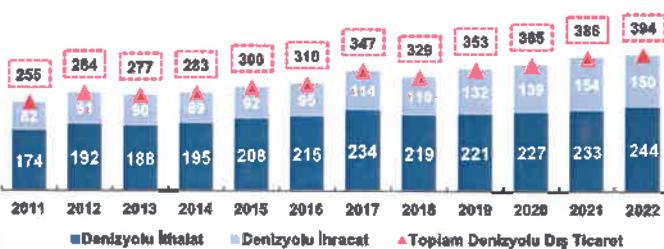
**1999 yılında Türk armatörlerinin kontrolündeki filo 9,6 milyon DWT olup, bunun %90,5'i Türk Bayraklı, %9,5'i ise yabancı bayraktaki gemilerden oluşmakta lken, 2023 yılı başı itibariyle, Türk armatörlerinin 1000 GT ve üzerindeki gemileri dikkate alındığında 38,1 milyon DWT'nin %14,3'ü Türk Bayrağında, %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 adedil 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 cağunuşunu 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 adedil 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 cağunuşunu 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 deniz yoluyla 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. Deniz yolu dış ticaret taşımacılarında Türk Bayraklı gemilerimizin bu taşımalardan aldığı pay 2022 yılında da %7'dir.

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

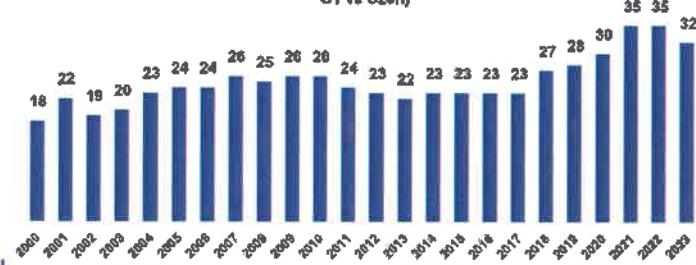
Türk Bayraklı Gemilerin Dış Ticaret Taşımalarındaki Payları (mn Ton)



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 Itibarıyla Dünya Sıralaması (300 GT ve Üzeri)



Kaynak: ISL, İMEAK Deniz Ticaret Odası Hesaplamaları

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

Gemİ Tipİ	Adet				Deadweight Ton				Gross Ton				
	Ithal	Inşa	Toplam	Pay, %	Ithal	Inşa	Toplam	Pay, %	Ithal	Inşa	Toplam	Pay, %	
Kuru Yük Gemisi	34	94	128	28,5	215.259	408.555	603.967	10,3	136.188	200.678	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	829.156	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	
Astifta 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	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	
Balkılı 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	95.802	17.183	142.084	2,4	336.188	60.465	396.653	7,8	
Özel Amaçlı Gemiler	1	0	1	0,2	5.652	7.331	15.331	0,2	227.974	102.940	330.914	6,5	
Genel Toplam	238	212	450	100	5.290.132	1.307.694	5.857.588	100	3.919.956	1.137.311	5.057.267	100	

Kaynak: İMEAK DTO İstatistikleri

## Sektör

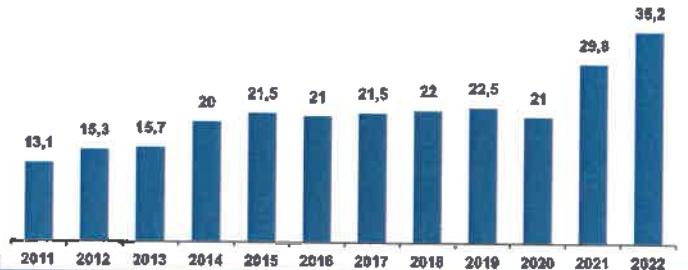
**T.C. Ulaştırma Bakanlığı verilerine göre Türkiye'de 2019 yılında yaklaşık 67 bin kişi olan gemi inşaat sanayii İstihdamı, 2021 yılında 80 bin, 2022 yılında yaklaşık 88 bin kişilere yükselmıştır**

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

Gemi inşa sanayi. Gemi inşa sanayi, desteklendiği ve geliştirildiği bütün ülkelerde bağılısı yan sanayi sektörlerinde hızlı bir gelişim oluşturan, döviz girdisi sağlayan, bölgesinde nitelikli iş gücünü artıran, bölgesel ticaretin gelişmesine, büyümeye 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 DWT'ye ulaşmıştır. Tersane sayılarının yıllık birebir büyümeye oranı (2003-2023 Haziran) %4,2 olarak gerçekleşmiştir. Haziran 2023 itibarıyle 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 yatırımlar ve modernizasyon çalışmalarının iptal ya da ötelemesine sebebi olmuştur. 2008 Küresel ekonomik krizine kadar olan süreç içerisinde başta kimyasal tanker siparişleri olmak üzere dünya dördüncüüğünne 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 tarafından zorluk çekmektedir. Buna istinaden bakım-onarım kanadına ağırlık verilmiş ve bu tarafta işler yokunda gitmiştir.**

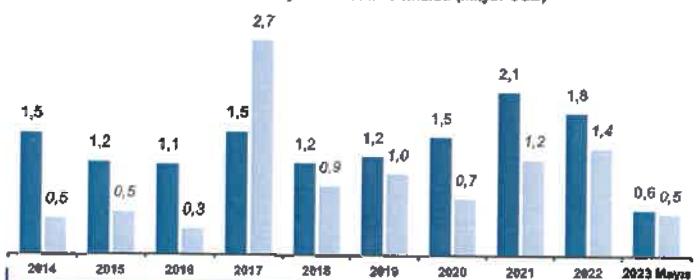
2008-2022 Yılları Arasında Bekar-Çocuk Düşüncesinde (RWT)



Kaynak: T.C. İstiflma ve Altıyaçık Bakanlık

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

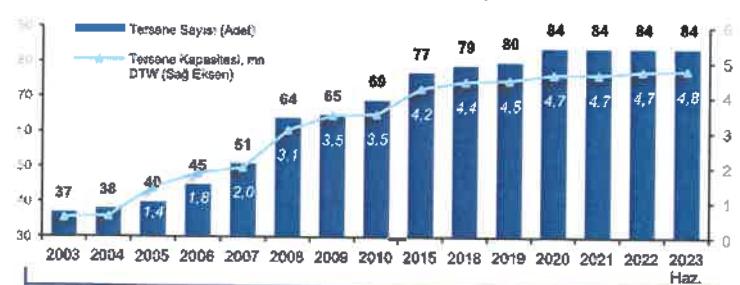
Gemi ve Su Aracları İhracatı ve İthalatı (Mİver) İsmi



*Keynak: T.C. İstastırma ve Altıvapı Bakanlığı*

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

2003/2023 Faal Tersane Sayısı & Kapasiteler

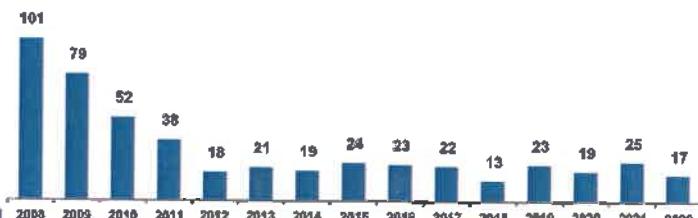


Kaynak: T.C. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı

(\*) Compensated Gross Tonnage; belirli bir gemi için 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.

**2006 küresel ekonomik krizine kadar olan süreç içerisinde tersanelerimiz, başta kimyasal tanker sıparıtları olmak üzere dünya dördüncüüğünə kadar yükselmistiştir.**

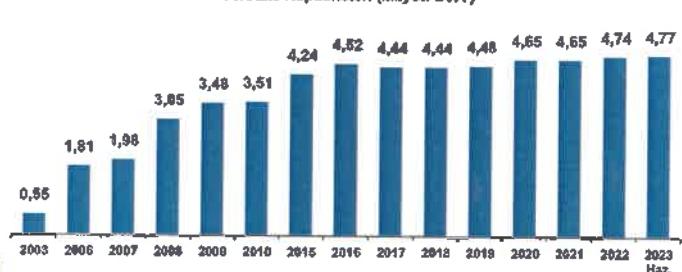
2008-2021 Yılları Arasında Təqdim Edilən Gəmi Səvələri (Adet)



Kaynak: [Güvenlik Raporları](#) Sayı: 01-2023

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

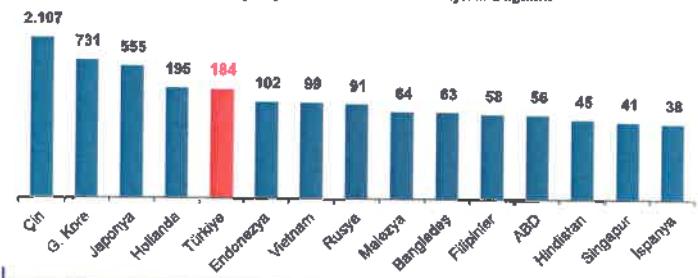
Tersane Kapasiteleri (M<sup>2</sup> von DWFT)



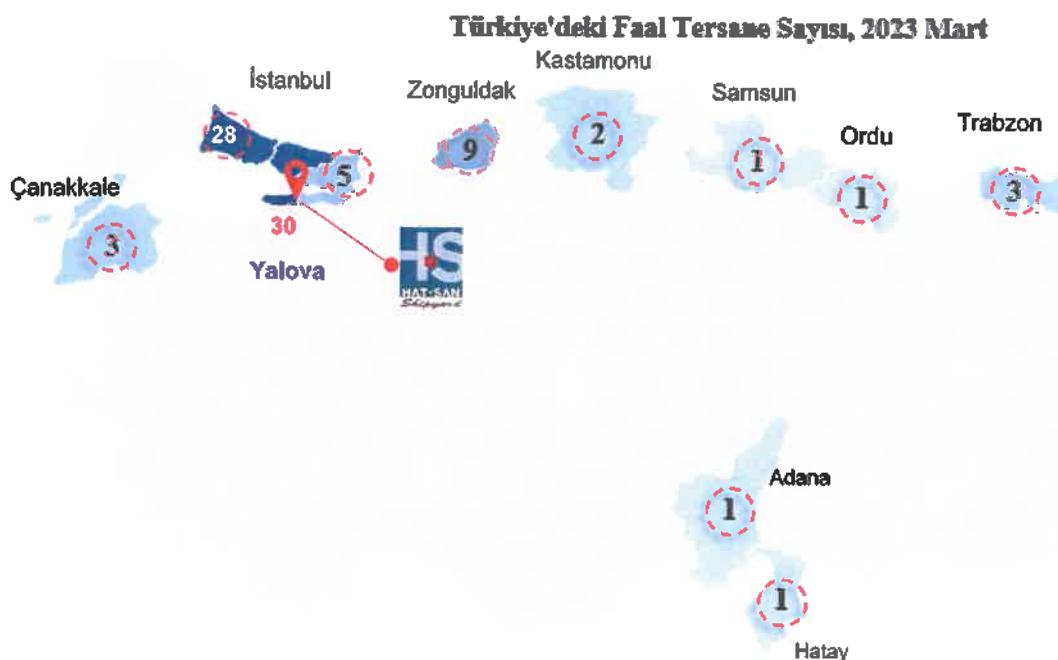
**Kaynak:** T.C. (Hastane ve Alışveriş Rekabeti)

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

Geml Sıçartalarının Ölkeler Göre Seviye Değişimi



Kaynak: İMEAK Deniz Ticaret Odası, 2023 Denizci İş Sektör Raporu



### Gemi İnşa Sanayi SWOT Analizi



26.07.2023

İnfıo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

**INFO**  
 YATIRIM MENKUL DEĞERLERİ A.Ş.  
 Saray Mah. Dr. Ziya Ünal Bulvarı No: 16  
 Plaza / Blok: 1-4 Kat: D-16 Ümraniye/İST.  
 Tel: 0 11 23 19 20 00 Fax: 0 11 23 19 20 75  
 Bol. 19. Kurumlar / D: 4/8 / 10/4 / 7/7  
 Mersis No: 0 17890567870001 / Tezise No: 271081

Engin Emre SEÇEN  
Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER  
Genel Müdür Yardımcısı