



**HAT-SAN GEMİ İNŞAA BAKIM ONARIM  
DENİZ NAKLİYAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.  
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN  
HAZIRLANAN ANALİST RAPORU**

**PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.**

**15 EYLÜL 2023**



## İçindekiler

1. AMAÇ .....	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ .....	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ .....	3
4. FİNANSAL TABLOLAR .....	3
5. DEĞERLEME HAKKINDA .....	4
6. GÖRÜŞ .....	7

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

[HATSN]

## 1. AMAÇ

*Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Halka arza aracılık eden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("İfo Yatırım") Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Hat-San" veya "Şirket") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.*

*Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.*

## 2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Şirket, Pkr Gemi İnşaa ve Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla 08.07.2008 tarihinde İstanbul'da kurulmuş olup 2011 yılında ilk teslimatını gerçekleştirmiştir. 2013 yılında Şirket'in unvanı, Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak tescil edilmiştir. Şirket'in merkezi Bakırköy/İstanbul'da olup merkez adresinde Şirket'in genel mali ve idari yönetimine ilişkin faaliyetler yürütülmektedir. Şirket'in faaliyet konusu yerli yabancı her tonajdaki gemi inşa tesisleri, tersaneler, otel, yolcu gemisi satın almak, kiralamak, inşa etmek veya ettirmek, gemi ve diğer yüzer havuz vasıtalarına periyodik bakım, onarım hizmetlerini verme amacı ile tersane ve yüzer havuz işletmeciliği yapmak ve esas sözleşmede yazılı olan diğer işleri yapmaktır. Şirket, Yalova ili Altınova ilçesinde 108.975 m<sup>2</sup> üzerine kurulu 13.495 m<sup>2</sup>'si kapalı alan ve 7.158 m<sup>2</sup> alan üzerine kurulu 3.849 m<sup>2</sup>'si kapalı alan olmak üzere iki farklı lokasyonda tersanecilik faaliyeti yürütmekte olup bu kapsamda yeni gemi inşası, gemi tamir bakımı, gemi dönüşümü ve yüzer havuz inşası faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Şirket'in faaliyet gösterdiği tersane alanları, Yalova ili Altınova ilçesinde 2065 yılına kadar T.C. Milli Emlak Genel Müdürlüğü'nden hâsılat payı karşılığında kiralanmıştır. Söz konusu kiralanılan alanın toplam büyüklüğü 108.975 m<sup>2</sup> olup 13.495 m<sup>2</sup>'lik kısmına kapalı alan inşa edilmiştir. 7.158 m<sup>2</sup> alan üzerine kurulu 3.849 m<sup>2</sup> kapalı alan ise ön imalat gerçekleştirmek amacıyla ek tesis olması için üzerindeki bina ve ekipmanlarıyla birlikte Kar Elektrik Üretim Ltd. Şti.'den 2030 yılına kadar kiralanmıştır. Kar Elektrik Üretim Ltd. Şti.'ne kira karşılığı hangar binası inşa edilerek kira borcu ödenmiştir. Söz konusu alanlar içerisinde Şirket'e ait 3 iskele, 2 adet rıhtım, 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.

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

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

### 3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket, 188.037.093 TL olan ödenmiş sermayesini 940.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalmak kaydıyla 33.462.907 TL artırarak 221.500.000 TL'ye çıkaracaktır. Şirket tarafından sermaye artırımını kapsamında 33.462.907 adet pay ve ortak satışı kapsamında 10.837.093 adet pay halka arz edilecektir.

Halka arz edilecek 44.300.000 adet payın halka arz sonrası 221.500.000 TL'ye ulaşılacak çıkarılmış sermayesine oranı %20'dir.

Şirket paylarının halka arzı İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından "Sabit Fiyat İle Talep Toplama" ve "En İyi Gayret" aracılığı yöntemleri kullanılmak suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyat ile talep toplama süresi 2 iş günü olup, 14-15 Eylül 2023 tarihlerinde gerçekleşecektir.

Halka arz edilecek 44.300.000 TL nominal değerli Şirket paylarının halka arzında tahsisat aşağıdaki gibi olacaktır;

- 31.010.000 TL nominal değerli %70 oranındaki kısmı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara,
- 8.860.000 TL nominal değerli %20 oranındaki kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara,
- 4.430.000 TL nominal değerli %10 oranındaki kısmı Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara gerçekleştirilecek satışlar için tahsis edilmiştir.

### 4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ile biten mali yıl ve 31.03.2023 ile biten ara dönemlerine ait finansal tabloları aşağıda yer almaktadır:

Bilanço Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Dönen Varlıklar	170.694.628	295.761.214	494.664.201	594.022.636
Duran Varlıklar	151.269.538	559.051.595	737.165.433	742.529.980
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>321.964.166</b>	<b>854.812.809</b>	<b>1.231.829.634</b>	<b>1.336.552.616</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	163.707.621	370.348.214	414.728.821	460.242.093
Uzun Vadeli Yükümlülükler	99.808.485	416.931.789	486.693.042	497.142.211
Özkaynaklar	58.448.060	67.532.806	330.407.771	379.168.312
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>321.964.166</b>	<b>854.812.809</b>	<b>1.231.829.634</b>	<b>1.336.552.616</b>

HAT-SAN HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Şekli	Pay - Adet
Halka Arz Öncesi Sermaye	188.037.093
Halka Arz Sonrası Sermaye	221.500.000
Sermaye Artırımı	33.462.907
Ortak Satışı	10.837.093
<b>Toplam</b>	<b>44.300.000</b>
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	22.60 TL
Brüt Halka Arz Geliri (Şirket)	756.261.698
Brüt Halka Arz Geliri (Ortaklar)	244.918.302
Halka Arz Büyüklüğü	1.001.180.000
Kotasyon	
Halka Arz Tarihi	14-15 Eylül 2023
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Bedelli Sermaye Artırımı Yapmama	1 Yıl
Ortak Satışı Yapmama	1 Yıl
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Lider Aracı Kuruluş	İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım Yöntemi
Halka Arzda Satış Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
<b>Hâsılat</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>
<i>Değişim</i>	-	%19,2	%147,2	-	%111,8
Satışların Maliyeti	(336.996.217)	(378.142.047)	(597.977.908)	(102.819.757)	(229.413.471)
<b>Brüt Kâr</b>	<b>47.190.004</b>	<b>79.953.700</b>	<b>534.388.905</b>	<b>41.916.7888</b>	<b>77.100.419</b>
Brüt Kâr Marjı	%12,3	%17,5	%47,2	%29,0	%25,2
Genel Yön. Gid.	(9.447.432)	(11.647.765)	(18.084.410)	(7.419.759)	(5.762.994)
<i>Değişim</i>	-	%23,3	%55,3	-	-%22,3
Pazarlama Gid.	(11.397.394)	(11.263.027)	(50.604.419)	(3.954.728)	(6.370.927)
<i>Değişim</i>	-	-%1,2	%349,3	-	%61,1
<b>FAVÖK</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>
<i>Değişim</i>	-	%100,4	%657,7	-	%121,3
FAVÖK 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)
Esas. Fa. Diğ. Gel.	16.469.867	16.105.687	87.694.964	10.820.755	12.713.707
Esas. Fa. Diğ. Gid.	(19.152.640)	(56.061.704)	(89.940.130)	(8.364.212)	(5.434.688)
Yat. Faal. Net Gel.	11.299.508	42.281.433	(41.132.576)	191.451	2.016.341
Finansman Gid.	(32.591.214)	(40.036.976)	(97.659.606)	(40.235.586)	(28.155.532)
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>2.370.699</b>	<b>19.331.348</b>	<b>324.662.728</b>	<b>(7.045.291)</b>	<b>46.106.326</b>
Vergi	(624.752)	(452.305)	-	-	-
Ert. Vergi Geliri	6.196.096	(8.048.697)	(5.944.135)	(970.465)	2.869.029
<b>Net Kâr</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>
<i>Değişim</i>	-	%36,4	%2.842,8	-	-%711
Net Kâr Marjı	%2,1	%2,4	%28,1	-%5,5	%16

## 5. DEĞERLEME HAKKINDA

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

- **Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi**

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

- 2023-2028 yıllarına ilişkin 6 yıllık projeksiyon oluşturularak TL bazında değerlendirme yapılmıştır.
- Özsermaye piyasa riski primi %5,5 olarak kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranı projeksiyon dönemi boyunca %17 olarak kabul edilmiştir.
- Borçlanma maliyeti projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranınının 400bp üstü olacak şekilde %21 alınmıştır.
- Beta değeri 1 olarak alınmıştır.
- Uç değer büyüme oranı olarak %5 kullanılmıştır.

İNA (Mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Normalize	Uç Değer
Net Satışlar	1.737	3.564	5.518	7.644	6.912	7.535	7.912	
Değişim	%53	%105	%55	%39	-%10	%9	%5	
FAVÖK	426	609	934	2.054	1.442	1.568	1.647	
Değişim	-%14	%43	%53	%120	-%30	%9	%5	
FAVÖK Marjı	%24,5	%17,1	%16,9	%26,9	%20,9	%20,8	%20,8	
Esas Faaliyet Kârı	382	541	860	1.972	1.353	1.472	1.546	
Değişim	-%18	%42	%59	%129	-%31	%9	%5	
Vergi	%25	%25	%25	%25	%25	%25	%25	
Operasyonel Vergiler	-	(2,9)	(16)	-	-	-	-	
Amortisman	(44)	(69)	(74)	(82)	(89)	(97)	(101)	
Net Yatırım Gelirleri	(111)	(516)	(514)	(252)	(76)	(83)	(87)	
Yatırım/Satış	%6,4	%14,5	%9,3	%3,3	%1,1	%1,1	%1,1	
Yatırım/Amortisman	2,5	7,5	6,9	3,1	0,9	0,9	0,9	
İşletme Sermayesi Değişimi	72	(39)	(105)	(219)	46	(25)	(27)	
Deprem Vergisi	(41)	-	-	-	-	-	-	
Yüzer Havuz SMM	-	-	-	875	-	-	-	
Kaldıraçsız Nakit Akımı	193	52	298	2.458	1.412	1.460	1.533	9.682
Değişim	-%28,5	-%73	%477,5	%721,1	-%43	%3,4	%5	%5
AOSM	%21,6	%21,6	%21,6	%21,6	%21,6	%21,6	%21,6	%21,6
İndirgenmiş Nakit Akımı	179	41	193	1.301	614	522	452	2.582

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

#### • Pazar Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya

baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan Firma Değeri / FAVÖK ve Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (31.03.2022-31.03.2023) FAVÖK ve net dönem kârı esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

- o Uluslararası Çarpanlar

Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurt dışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 14.07.2023 tarihlidir. Uç değerlemeleri elemine etmek ve muhafazakâr tarafta kalmak adına yurt dışı şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, FD/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dâhil edilmemiştir. Değerleme yapılırken F/K 2023/03 ile FD/FAVÖK 2023/03 çarpanına ise %50'şer ağırlık verilmiştir.

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

- o BIST Sınâî Endeksi

Yurt içinde Şirket ile birebir ya da benzer alanda faaliyet gösteren herhangi bir şirket olmadığından, Şirket'in ana faaliyet alanı aslında bir sınâî şirketi hüviyeti niteliğinde olması ve yurt içi fiyatlamaya algısını da modele yansıtmak adına yurt içinde benzer şirketler olarak BIST Sınâî endeksinin tamamı baz alınmıştır.

ve FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Hem uç değerleri elemek hem de muhafazakâr tarafta kalmak adına FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, PD/DD ve FD/Satış çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dâhil edilmemiştir. Değerleme yapılırken FD/FAVÖK 2023/03 ile F/K 2023/03 çarpanına ise %50'şer ağırlık verilmiştir.

Mn TL	Değer
Hatsan Normalize FAVÖK 2023/03 4Ç	330
BIST Sınâî Şirketleri Medyan FD/FAVÖK (x)	11,7
BIST Sınâî Şirketleri FD/FAVÖK (x) Çarpanına Göre Firma Değeri	3.860
Hatsan Net Borç 2023/03	332
BIST Sınâî Şirketleri FD/FAVÖK (x) Çarpanına Göre Piyasa Değeri	3.529
FD/FAVÖK (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	%50
Mn TL	Değer
Hatsan Normalize Net Kâr 2023/03 4Ç	223
BIST Sınâî Şirketleri Medyan F/K (x)	12,3
BIST Sınâî Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Piyasa Değeri	2.753
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	%50
BIST Sınâî Şirketleri Çarpanına Göre Hesaplanan Nihâî Piyasa Değeri	3.141

- Değerleme Sonucu

Değerleme Özeti	Değer (Mn TL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
İNA	5.886	%50	31,30
Yurt Dışı Benzerler	5.881	%30	31,28
BIST Sınâî	3.141	%20	16,70
Halka Arz Piyasa Değeri	5.335	%100	28,37
Halka Arz İskontosu	-%20,3		
Nihâî Değer	4.250		22,60

## 6. GÖRÜŞ

- İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. için hazırlanan fiyat tespit raporunda; Şirket profili, mali analizi ve değerlendirme yöntemleri hakkında kapsamlı ve yeterli miktarda bilgi verilmiştir.
- Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla kullanılan indirgenmiş nakit akımına görece yüksek bir ağırlık (%50) verildiğini düşünmekteyiz. Zira Şirket esas faaliyeti dolayısıyla statik olmayan bir iş modelinde yer almaktadır. Bu durumun sonucu olarak 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihli hâsılatın ülke bazlı kırılımında dikkate değer değişimler gerçekleştiğini görmekteyiz.
- Şirket'in satışları genellikle döviz cinsinden olup giderlerinin bir kısmı TL bazlıdır. Kurların artmadığı dönemde gelirlerde kurdan kaynaklı bir artış kaydedilemeyecek ancak enflasyon nedeniyle giderlerde artış meydana gelebilecektir. Bu durumda Şirket'in kâr marjları negatif etkilenebileceği gibi indirgenmiş nakit akımları analizinde öngörülen projeksiyondan da



uzaklaşılacaktır. Örneğin 2023 yılının ilk çeyreğinde yüksek enflasyon TL giderlerini artırırken dolar kurunun sabit kalması Şirket'in brüt kâr marjını aşağı çekmiştir.

- Risksiz faiz oranı ve buna bağlı olarak borçlanma maliyetinin piyasa koşullarını yansıtmadığı kanaatindeyiz ve ayrıca tüm projeksiyon dönemi boyunca ilgili oranların sabit alınmasını makul bulmuyoruz.
- Statik olmayan bir iş kolunda yer alan Şirket'in İNA analizi sonucunda ulaşılan 5.883 milyon TL tutarındaki firma değerinin %43,9'u uç değer payından oluştuğu halde 2026 yılının payı ise %22 olarak dikkat çekmektedir.
- Piyasa çarpanları analizinde F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılmasını makul bulmakla birlikte PD/DD çarpanına da yer verilmesi gerektiği görüşündeyiz. Zira PD/DD çarpanı şirket değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır. Ayrıca nihaî piyasa değeri belirlenirken daha olası değerlere ulaşmada pozitif etki yaratabileceğini düşünmekteyiz.