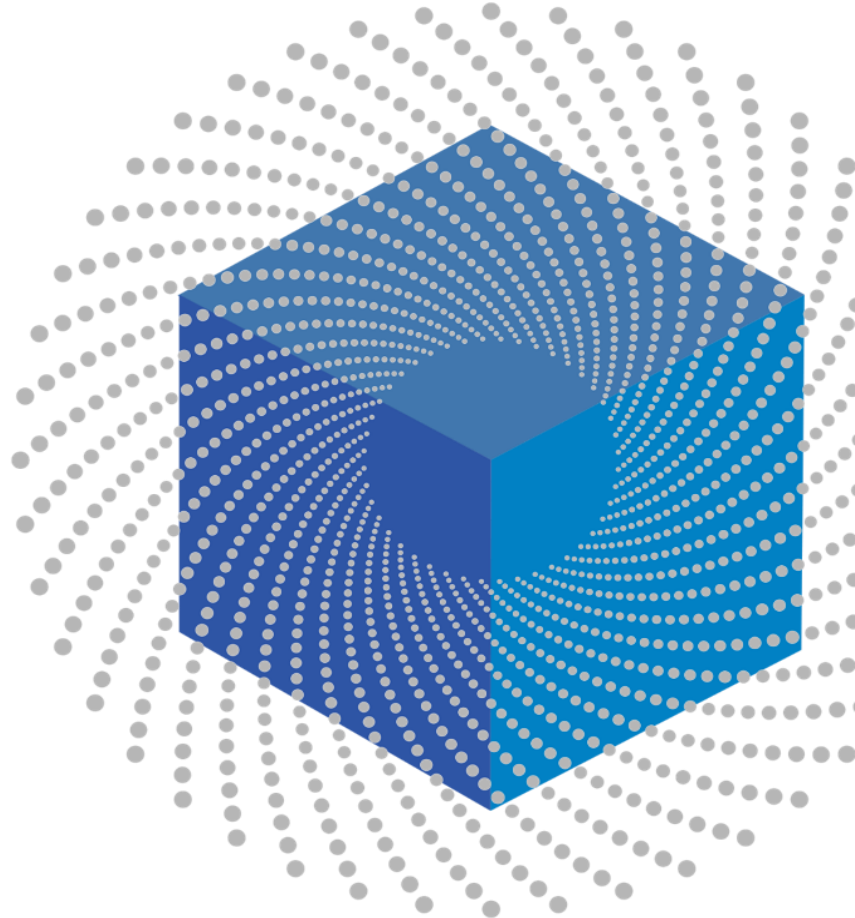


# Hareket Proje Taşımacılığı ve Yük Mühendisliği A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna  
İlişkin Görüş

14 Mayıs 2024



## İçindekiler

<b>Önemli Not .....</b>	<b>3</b>
<b>1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler .....</b>	<b>4</b>
<b>2 Şirket Hakkında Bilgi.....</b>	<b>5</b>
2.1 Genel Bakış.....	5
2.2 Şirket'in Faaliyet Alanları.....	5
2.2.1 Proje Taşımacılığı .....	5
2.2.2 Vinç ve Ekipman Kiralama .....	6
2.2.3 Montaj Hizmeti.....	7
2.2.4 Depolama Hizmetleri.....	7
<b>3 Finansal Durum .....</b>	<b>8</b>
<b>4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....</b>	<b>11</b>
4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) .....	11
4.1.1 Değerleme Çalışmasında Kullanılan Finansal Veriler .....	11
4.1.2 Net Borç Hesaplaması.....	11
4.1.3 Piyasa Çarpanları Analizi .....	12
4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi) .....	12
4.2.1 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM).....	13
4.2.2 İndirgenmiş Nakit Akımları .....	13
4.3 Değerleme Sonucu .....	14
<b>5 Görüş .....</b>	<b>15</b>
5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) .....	15
5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi) .....	15
5.3 Sonuç.....	15

## Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin ("TSKB") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Hareket Proje Taşımacılığı ve Yük Mühendisliği A.Ş. ("Hareket" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin hazırladığı 18 Nisan 2024 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Konsorsiyum Eş Liderleri	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	96.000.000 TL
Halka Arz Oranı	20,83 %
Halka Arz Metodu	%80,0 Sermaye Artırımı %20,0 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	24.000.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 Yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %74 Şirket Çalışanları: %1 Yurt İçi Kurumsal: %25
Fiyat İstikrarı	30 Gün, Halka arz gelirin %50'si
Halka Arz Büyüklüğü	1.680 milyon TL
Talep Toplama	15-16-17 Mayıs 2024
Halka Arz Fiyatı	70,00 TL
Bağımsız Denetçi	Eren Bağımsız Denetim A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Ahmet Altunkum	A	14.256.000	14,85	14.256.000	12,38
	C	49.104.000	51,15	45.936.000	39,88
Abdullah Altunkum	A	3.024.000	3,15	3.024.000	2,63
	C	10.416.000	10,85	9.744.000	8,46
Samet Gürsu	B	5.760.000	6,00	5.760.000	5
	C	3.840.000	4,00	3.360.000	2,92
Cemalettin Gürsu	B	2.880.000	3,00	2.880.000	2,5
	C	1.920.000	2,00	1.680.000	1,46
Seddar Sacid Gürsu	B	1.728.000	1,80	1.728.000	1,5
	C	1.152.000	1,20	1.008.000	0,88
Sena Gürsu	B	1.152.000	1,20	1.152.000	1
	C	768.000	0,80	672.000	0,58
Halka Açık	C	-	-	24.000.000	20,83
<b>TOPLAM</b>		<b>96.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>115.200.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: İzahname

**Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları**

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanım Tutarı (%)
Makine, ekipman, tesis ve proje yatırımları	%50-60
Finansal borçların ödenmesi	%20-25
Şirket'in işletme sermayesinin güçlendirilmesi	%20-25
<b>TOPLAM</b>	<b>%100</b>

Kaynak: İzahname

## 2 Şirket Hakkında Bilgi

### 2.1 Genel Bakış

Şirket; proje taşımacılığı, ekipman kiralama, montaj ile depolama hizmeti faaliyetleri yürütmektedir. Bu doğrultuda fiili durumda ihraççı temel olarak enerji, petrokimya, petrol ve gaz, alt yapı inşaat ve gemi inşa sektöründe aşağıda detaylandırılan hizmetleri ifa etmektedir. Ayrıca, Şirket kullandığı ekipmanların kurulumlarının yapılması, devreye alınması, saha test hizmetlerinin verilmesi, arıza, bakım ve onarımlarının gerçekleştirilmesi hizmetleri de vermektedir. Şirket İstanbul, Türkiye'de yer alan genel merkezi ile, Avrasya, Orta Doğu ve Afrika'da uluslararası faaliyet göstermektedir. Yukarıdaki hizmetler birbirini takiben sıralandığında görülecektir ki, ihraççı nihai işletme/iş sahibine gerek duyduğu lojistik, depolama, ekipman ve personel tedariki ile montaj ve mühendislik dahil tüm hizmetleri bir bütün olarak tek tedarikçi olarak sunmaktadır.

İhraççı, Sancaktepe/İstanbul'da iki, Menemen/İzmir'de iki, Adana'da bir, Dubai/Birleşik Arap Emirlikleri'nde bir, Kiev / Ukrayna'da bir ve Kazakistan Mangistau ilinde bir adet olmak üzere dünya genelinde ekipman parkları ile maliyet azaltıcı bölge bazlı hizmet tedariki gerçekleştirmektedir. Anılan ekipman parkları ile Şirket, Dünyanın çeşitli yerlerine göndereceği ekipmanları Türkiye'den göndermek yerine bu stratejik noktalardaki parklardaki ekipmanları işe dahil etmektedir.

İhraççı; ISO 9001 Kalite Yönetim Sistemi belgesi ile, müşterileri ve yürürlükteki mevzuatta belirtilen gereklilikleri karşılanmakta ve müşterileri tarafından sağlanan geri bildirimler sayesinde yeni hizmetler eklenmektedir. ISO 14001 Çevre Yönetimi Sistemi belgesi ile ulusal ve uluslararası yasal düzenlemelere uymaktadır. ISO 45001 İş Sağlığı ve Güvenliği Yönetim Sistemi ile düzenlenen kurallar, Şirket çalışanlarının ve Şirket'in kılavuzu olma özelliği taşımaktadır. Şirket, tehlikeli ve olağan operasyon alanlarında iş güvenliğini sağlamak için gerekli disiplin ve eğitimi sağlamak amacıyla İhraççı bünyesinde iç yönetmelik ve düzenlemeler gerçekleştirilmiştir.

Şirket'in bağlı ortaklıkları ile birlikte 636 personeli bulunmaktadır.

Hareket'in sunduğu hizmetler ve faaliyetleri; proje taşımacılığı, vinç ve ekipman kiralama, montaj ve depolama hizmetleri olmak üzere 4 (dört) kategori altında sınıflandırılmaktadır

### 2.2 Şirket'in Faaliyet Alanları

#### 2.2.1 Proje Taşımacılığı

Proje taşımacılığı, "enerji, maden, inşaat, madencilik, havacılık, rafineri ve petrokimya üretim tesislerine taşınması gereken büyük makinelerin veya ünitelerin, üretim tesisinden alınıp teslim adresine taşınması sürecinde, detaylı teknik analiz yapılarak, taşınacak malzemelerin minimum risk ile en hızlı şekilde taşıma

metoduna karar verildikten sonra, her türlü taşıma modelini kullanarak ve taşıma güzergahı üzerinde mühendislik çalışmaları yapılarak, ağır ve gabari dışı parçaların taşınması" olarak açıklanabilir. Proje taşımacılığı, lojistik endüstrisindeki en karmaşık taşıma şekillerinden biridir. Proje taşımacılığı pek çok farklı alanda hizmet verebilir. Şirket'in hizmet verdiği alanlardan bazıları; buhar ve gaz türbinleri, fabrika, enerji santralleri, boru hatları, transformatör, kondansatör ve ısı kazanları, tanklar ve basınç araçları, raylı sistem projeleri, kurutucu ve baca fırınları (Demir/Çelik) ve benzeridir.

Şirket; (i) yükün niteliğini dikkate alarak kaldırma, yükleme, taşıma ve yerine yerleştirme planlarını/çizimlerini yapmakta, (ii) söz konusu planlama ve çizimlere uygun kaldırma, taşıma, bağlama ve sabitleme araçlarının seçimini gerçekleştirmekte, (iii) yükün bir noktadan bir noktaya taşınması esnasında tüm güzergah kontrollerini yapmakta (örneğin; taşınacak yükün ağırlığına göre köprülerin taşıma kapasiteleri hesaplanmakta), (iv) güzergah kontrolleri neticesinde hizmete uygun ifa edilmesi için gerekli görülen köprü güçlendirme, üst geçit kaldırma, bypass yollar inşa etme gibi her türlü işleri yapmakta/yaptırmakta ve (v) yukarıdaki tüm hizmetlerin sunulması sırasında gerekli olan tüm izin ve ruhsatları almaktadır.

Şirket'in proje taşımacılığı alanında tamamladığı başlıca projeler aşağıdaki gibidir:

- 1915 Çanakkale Köprüsü Tabliyelerinin Taşınması Projesi
- Slow Speed Load-Out Projesi (Türkiye'nin tek parça halinde en ağır ve en büyük yükü)
- Turakurgan Kombine Çevrin, Elektrik Santrali Projesi
- Bazyan Basit Çevrim Elektrik Santrali Taşıma Projesi
- Dubai Alacakaranlık Taşınması Projesi

Şirket, ICTSO (ilgili sektör özelinde önde gelen 50 taşımacılık şirketi) sıralamasında yer almakta ve ESTA gibi ağır yük taşımacılığı kuruluşlarından ödül almaktadır.

Şirket'in; 252 adet SMPT (kendinden tahrikli modüler treyler), 378 adet hidrolik modüler araç ve 41 adet Low-Bed ekipmanı ve bazen yükün niteliği ile sınırlı özel yardımcı ekipmanları (rüzgar türbin parçası olan kule adaptörü, kanat adaptörü, askı ve havuz (yükü iki ekipman arasında taşıma amaçlı) vb.) bulunmaktadır.

2023 yılı itibarıyla Şirket'in taşıma ekipman parkı kapasitesi Dünya'da 15., Avrupa'da 4. ve Türkiye'de 1. konumundadır.

Ek olarak Hareket; Kazakistan, Özbekistan ve çevre ülkelerde proje taşımacılığı faaliyetini tamamlayacak şekilde ağır yüklerin tahliye edilmesi hizmeti sunan Hazar Denizi'nde bulunan Bautino TS Marine Base Limanı'nın bir kısmının işletme hakkını 5+5 yıllığına devir almıştır. 01.04.2020 tarihinden itibaren geçerli olacak bu süreçte Şirket, kendisi tarafından işletilen iskelenin tüm ticari ve operasyonel haklarına tek başına sahiptir.

Şirket, Kazakistan ve hinterlandı olan Özbekistan, Kırgızistan ve Tacikistan için özellikle ağır ve gabari dışı proje yükleri açısından stratejik bir öneme sahip limanının bir kısmını işbu İzahname tarihi itibarıyla işletmeye devam etmektedir.

Bautino TS Marine Base Limanı; Kazakistan, Özbekistan, Kırgızistan ve Tacikistan için stratejik öneme sahip uluslararası standartlarda bir heavy lift limanı olarak hizmet sunmaktadır.

### **2.2.2. Vinç ve Ekipman Kiralama**

Ekipman kiralama; her türlü ve her büyüklükte olan makine, eşya ve aletlerin sınırlı bir süre için kiralınması hizmetidir. Kiralama, ekipmanı satın almak istemeyen müşteriler için bir hizmet sektörü olup son dönemlerde

paylaşım ekonomisi ve döngüsel ekonominin bir parçası haline gelmiştir. Şirket'in sunduğu kiralama hizmeti birkaç günden birkaç yıla kadar sürebilmektedir.

Bu kapsamda da Şirket; enerji (nükleer, rüzgar, termik santraller), petrokimya, petrol ve gaz, alt yapı inşaat ve gemi inşa sektörlerine konu yüklerin kaldırılması, monte edilmesi ve inşası kapsamında uzun ve kısa süreli vinç ve ekipman kiralaması yapmaktadır.

Şirket bünyesinde; 30 ton - 2200 ton kaldırma kapasitesine sahip 23 adet paletli ve 40 adet mobil vinçler, 10 adet hi-up, arazi tipi 33 adet vinç, gantry vinç, 203 adet 8 metre - 48 metre çalışma yüksekliğinde Manliftler, 2 adet 3 ton -10 ton kapasiteli forkliftler ile 11 adet 14 metre -4 ton kapasiteli telehandler bulunmaktadır.

### **2.2.3. Montaj Hizmeti**

Avrupa Birliği ülkelerinin en çok kullandıkları yenilenebilir enerji kaynağı ise Rüzgar Enerji Santralleri (RES)'dir. Türkiye toplamda 48000 MW'lık rüzgar enerjisi potansiyeliyle, elektrik ihtiyacının yarısını bu kaynaktan karşılayabilecek potansiyele sahiptir. Ayrıca, 2027 yılına kadar 16000 MW'lık rüzgar enerjisi kapasitesinin devreye alınması hedeflenmektedir.

Hareket, özellikle rüzgar santrallerinin ve liman/konteyner elleçleme vinçlerinin montaj ve kurulum işlerini kendi ekip ve ekipmanları ile gerçekleştirmektedir. Bu kapsamda Şirket; mühendislik hizmetleri, proje yönetimi, fabrikadan sahaya taşıma, kurulum hizmetleri, şebeke hattına bağlama, kurulum ve montaj sonrası bakım hizmetleri sunmaktadır. 2023 yılı itibarıyla ise Şirket, toplam 1.606 adet 5.068 MW rüzgar türbini kapsamında taşıma, montajı ve ekipman kiralama hizmeti sunmuştur.

### **2.2.4. Depolama Hizmetleri**

Tedarik zinciri yönetiminin temel amacı, müşteri memnuniyetinin tüm tedarik zinciri için mümkün olan en düşük maliyetle karşılanmasıdır. Hammadde aşamasından imalat ortamına, oradan da tüketim noktalarına taşınması gereken eşya ve ürünlerin belirli merkezlerde depolanması, dağıtım ağının sürekli ve güvenli bir şekilde işlemesine yardım etmekte, depolama süreçlerinin etkinlik ve etkililiği işletmelerin performansını doğrudan etkilemektedir.

Şirket; sahibi olduğu/işlettiği depolama sahalarında rüzgar santrallerine ait parçaları depolama, yükleme ve boşaltma hizmetleri sunmaktadır.

İhraççı; Sancaktepe/İstanbul'da iki, Menemen/İzmir'de iki, Adana'da bir, Dubai/Birleşik Arap Emirlikleri'nde bir, Kiev / Ukrayna'da bir ve Kazakistan Mangistau ilinde bir adet olmak üzere Dünya genelindeki açık alan sahalarında depolama hizmeti sunmaktadır. Bu hizmet hem Şirket'in yukarıda açıklanan hizmetleri çerçevesinde destek amaçlı hem de ayrıca faturalanmaya tabi olarak sunulmaktadır.

### 3 Finansal Durum

Tablo 4: Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	282.378.231	69.312.270	35.438.524
Finansal Yatırımlar	-	82.976.902	-
Ticari Alacaklar	434.358.538	401.617.347	550.208.899
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	9.275.516	9.253.154	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	425.083.022	392.364.193	550.208.899
Diğer Alacaklar	41.624.690	22.997.401	30.743.523
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	21.083.071	14.750.462	20.604.279
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	20.541.619	8.246.939	10.139.244
Stoklar	95.413.502	56.380.732	38.696.140
Peşin Ödenmiş Giderler	94.429.299	72.182.970	88.206.699
Diğer Dönen Varlıklar	46.504.501	58.086.863	49.727.165
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>994.708.761</b>	<b>763.554.485</b>	<b>793.020.950</b>
Maddi Duran Varlıklar	3.933.434.551	4.799.844.150	5.629.849.760
Kullanım Hakkı Varlıkları	102.846.714	90.672.435	98.799.542
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11.925.395	8.715.796	9.538.075
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	155.760.607
Ertelenmiş Vergi Varlığı	149.372.615	55.358.017	45.680.860
Diğer Duran Varlıklar	-	-	503.186
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>4.197.579.275</b>	<b>4.954.590.398</b>	<b>5.940.132.030</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>5.192.288.036</b>	<b>5.718.144.883</b>	<b>6.733.152.980</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	348.124.541	243.438.642	302.967.500
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	312.476.979	299.568.156	347.985.233
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Kısa Vadeli Yükümlülükler	19.220.817	13.401.786	13.551.203
Ticari Borçlar	357.505.939	150.696.794	159.143.408
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	1.913.203	1.620.617	3.840.241
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	355.592.736	149.076.177	155.303.167
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	13.358.695	17.503.672	23.649.503
Diğer Borçlar	186.276.258	165.568.147	39.808.012
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	175.972.757	146.578.845	27.620.820
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	10.303.501	18.989.302	12.187.192
Ertelenmiş Gelirler	53.857.211	33.085.105	22.947.031
Dönem Karı Vergi Yükümlülükleri	1.328.640	49.727	6.275.722
Kısa Vadeli Karşılıklar	11.601.388	12.075.826	18.442.862
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	7.805.614	9.377.859	16.485.644
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	3.795.774	2.697.967	1.957.218
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.303.750.468</b>	<b>935.387.855</b>	<b>934.770.474</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	897.776.650	712.626.825	712.094.092
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Uzun Vadeli Yükümlülükler	74.709.673	54.916.470	54.791.038
Uzun Vadeli Karşılıklar	26.276.572	28.528.619	17.152.764
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	26.276.572	28.528.619	17.152.764



Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	787.869.750	1.046.146.371	1.048.680.541
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.786.632.645</b>	<b>1.842.218.285</b>	<b>1.832.718.435</b>
Ödenmiş Sermaye	25.000.000	25.000.000	96.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	170.650.411	170.441.430	188.671.905
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	176.845.982	650.473.627	603.819.366
- Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları	178.493.881	656.486.651	618.035.279
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları(-)	(1.647.899)	(6.013.024)	(14.215.913)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(3.641.784)	(14.116.847)	98.976.990
- Yabancı Para Çevrim Farkları	(3.641.784)	(14.116.847)	98.976.990
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	17.358.570	20.814.669	20.827.452
Geçmiş Yıllar Karları	1.485.576.901	1.800.834.634	1.964.701.172
Dönem Net Karı	318.713.830	191.056.129	1.037.328.343
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(88.598.987)	96.035.101	(44.661.157)
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>2.101.904.923</b>	<b>2.940.538.743</b>	<b>3.965.664.071</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>5.192.288.036</b>	<b>5.718.144.883</b>	<b>6.733.152.980</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 5: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU			
(TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Hasılat	1.754.974.559	1.670.058.565	1.593.642.525
Satışların Maliyeti (-)	(1.125.706.883)	(1.148.599.866)	(1.017.069.733)
<b>BRÜT KAR</b>	<b>629.267.676</b>	<b>521.458.699</b>	<b>576.572.792</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(30.013.591)	(44.895.595)	(53.587.790)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(127.943.681)	(146.517.741)	(170.286.617)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	308.882.323	161.283.518	197.919.694
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(197.337.604)	(161.526.922)	(219.331.455)
<b>ESAS FAALİYET KARI</b>	<b>582.855.123</b>	<b>329.801.959</b>	<b>331.286.624</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	65.526.730	82.381.343	95.437.496
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(98.086.909)	(278.451.443)	(4.985.717)
<b>FİNANSMAN GİDERLERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI</b>	<b>550.294.944</b>	<b>133.731.859</b>	<b>421.738.403</b>
Finansman Gelirleri	54.538.118	94.542.362	40.103.754
Finansman Giderleri (-)	(243.841.902)	(240.117.191)	(323.392.871)
Net Parasal Pozisyon Kazançları/ {Kayıpları}	251.840.011	674.642.806	1.330.596.187
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI</b>	<b>612.831.171</b>	<b>662.799.836</b>	<b>1.469.045.473</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	(227.913.190)	(387.203.737)	(403.064.273)
- Dönem Vergi Gideri/Geliri	(25.253.273)	(202.814)	(14.780.640)
- Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	(202.659.917)	(387.000.923)	(388.283.633)
<b>DÖNEM KARI</b>	<b>384.917.981</b>	<b>275.596.099</b>	<b>1.065.981.200</b>
<b>Dönem Kar/ Zararının Dağılımı</b>			
-Kontrol Gücü Olmayan Paylar	66.204.151	84.539.970	28.652.857
- Ana Ortaklık Payları	318.713.830	191.056.129	1.037.328.343
<b>Pay Başına Kazanç</b>	<b>2.196</b>	<b>1.572</b>	<b>6.080</b>

GELİR TABLOSU			
(TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
- Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç	2.196	1.572	6.080
Sulandırılmış Pay Başına Kazanç	2.196	1.572	6.080
- Sürdürülen Faaliyetlerden Sulandırılmış Pay Başına Kazanç	2.196	1.572	6.080
<b>DİĞER KAPSAMLI GELİR/ (GİDER)</b>			
<b>Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacaklar</b>			
Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları	237.991.841	785.240.689	(199.185.492)
Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları, Vergi Etkisi	(59.497.960)	(196.310.172)	49.796.373
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları (-)	(2.197.199)	(5.820.167)	(10.937.185)
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları (-), Vergi etkisi	549.300	1.455.042	2.734.296
<b>Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacaklar</b>			
Yabancı Para Çevrim Farkları	(3.832.013)	(10.475.063)	113.093.837
<b>DİĞER KAPSAMLI GELİR</b>	<b>173.013.969</b>	<b>574.090.329</b>	<b>(44.498.171)</b>
<b>TOPLAM KAPSAMLI GELİR</b>	<b>557.931.950</b>	<b>849.686.428</b>	<b>1.021.483.029</b>
Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı			
- Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(140.696.258)	(140.696.258)	(29.758.511)
- Ana Ortaklık Payları	698.628.208	990.382.686	1.051.241.540

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 6: Şirket Satışlarının Coğrafi Kırılımı

Hasılat (Bin TL)	2021	2022	2023
Türkiye	1.900.511	1.677.324	1.475.044
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	163.432	260.883	403.899
Orta Asya ve Kafkaslar	24.305	19.773	70.006
Avrupa	162.500	90.331	67.973
Eliminasyonlar	-495.775	-378.253	-423.279
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>1.754.975</b>	<b>1.670.059</b>	<b>1.593.643</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 7: Şirket Satışlarının Faaliyet Alanına Göre Kırılımı

Hasılat (Bin TL)	2021	2022	2023
Proje Taşımacılığı	770.313	641.756	542.443
Vinç ve Ekipman Kiralama	667.856	806.513	689.436
Montaj ve Depolama	146.412	116.672	179.783
Diğer	170.394	105.118	181.981
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>1.754.975</b>	<b>1.670.059</b>	<b>1.593.643</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan 18 Nisan 2024 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi) dikkate alınmıştır.

### 4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Halka açık benzer şirket çarpan analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiştir. Söz konusu analiz kapsamında, Türkiye'de benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirket bulunmadığı için yalnızca yurt dışı benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Değerlemeye baz oluşturacak çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin proje taşımacılığı, vinç ve ekipman kiralama, montaj ve depolama sektörlerinde yer almasına dikkat edilmiştir.

Çarpan Analizi kapsamında değerlendirilen yurt dışı benzer şirket çarpanlarına %15,00 oranında iskonto uygulanarak hesaplamalarda kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları analizi kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 5,00x ve altında, 25,00x ve üzerinde olan çarpan değerleri "uç değer" olarak kabul edilmiş ve değerlendirme hesaplamalarına dahil edilmemiştir. Piyasa değeri 50 milyon Euro altında olan firmaların çarpan değerleri hesaplamalara dahil edilmemiştir.

#### 4.1.1 Değerleme Çalışmasında Kullanılan Finansal Veriler

Değerleme çalışması kapsamında piyasa çarpanları analizine konu olan şirket finansal verileri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 8: Şirket Finansalları

Şirket Finansalları (Bin EUR)	31.12.2023
FAVÖK	24.021

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.1.2 Net Borç Hesaplaması

Şirket'in net borç hesaplanmasında 31.12.2023 tarihli denetimden geçmiş finansal tablolar kullanılmıştır. Net borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından, nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Özsermaye Değeri hesaplanırken Net Nakit, Firma Değeri'ne eklenmektedir. Net Borç hesabında kısa ve uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler söz konusu hesaba dahil edilmiştir.

Tablo 9: Net Borç Özeti

Net Borç Özeti	Bin TRY*
<b>Nakit ve Nakit Benzerleri</b>	<b>35.439</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>664.504</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	302.968
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	347.985
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	13.551
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>766.885</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	712.094
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	54.792
<b>Toplam Finansal Borç</b>	<b>1.431.389</b>

Net Borç Özeti	Bin TRY*
Net Borç TL	1.395.951
29.12.2023 tarihli EUR/TRY alış kuru	32.5739
Net Borç Euro	42.855

\*29.12.2023 tarihli EUR/TRY alış kuru kullanılmıştır.  
Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.1.3 Piyasa Çarpanları Analizi

Yurt dışında, ilgili ülke borsalarında işlem gören benzer şirketlerin hesaplanan FD/FAVÖK 2023 çarpanı ve bu çarpana göre hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir:

Tablo 10: Benzer Şirketler

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (Mn EUR)	FD/FAVÖK
Sanghvi Movers Ltd	Hindistan	620,7	17,68x
Tiong Woon Corp Holding Ltd	Singapur	78,4	2,39x
H&E Equipment Services Inc	ABD	2.127,7	5,58x
Landstar System Inc	ABD	6.011,6	14,96x
Integrated Holding Co KCSC	Kuveyt	385,7	10,58x
PetroVietnam Technical Services Corp	Vietnam	771,5	27,19x
Egyptian Transport and Commercial Services	Mısır	12,0	17,59x
Monadelphous Group Limited	Avusturalya	820,8	11,25x
Sea & Land Integration Corporation	Tayvan	70,7	13,98x
XPO Inc	ABD	13.748,1	17,15x
J B Hunt Transport Services Inc	ABD	17.999,3	11,44x
Medyan			12,71x
Medyan - %15 İskontolu			10,80x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 11: Çarpan Analizi Özeti

Bin EUR	FD/FAVÖK
Firma Değeri	259.513
Net Borç	42.855
Özsermaye Değeri	216.658
İskontosuz Birim Pay Değeri (TL)	78,21*

\*18.04.2024 TCMB EUR/TRY alış kuru üzerinden hesaplanmıştır. (1 EUR=34,6559)

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)

İndirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket tarafından sağlanan varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılmıştır. Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere TSKB'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmıştır. İNA yöntemi, Şirket'in öngörülerini ile oluşturulması ve yukarıda anlatılan birden fazla parametreye bağlı olması nedeniyle, herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Parametrelerin ve buna bağlı olarak projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay değerine ulaşılabilir. Şirket'in geçmiş dönem verilerini de içerecek şekilde paylaşılmış olduğu gelir tablosu ve bilançosuna ilişkin 2024-2033 yılları



arası 10 yıllık iş planı çerçevesinde değerlendirme çalışması yapılmıştır. Şirket, gelir tablosu projeksiyonunu oluştururken ürün kategorilerindeki satışları, karlılık beklentileri ve yatırım planlarına bağlı değişimleri içerecek şekilde trend analizi hazırlamıştır.

#### 4.2.1 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde yaygın olarak kullanılan ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanılmıştır. Özsermaye maliyeti hesaplanırken finansal varlık fiyatlandırma modeli (FVFM) kullanılmıştır. Tahmin periyodu içerisinde AOSM sabit olarak tahmin edilmiştir.

Tablo 12: Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti

AOSM			
Öz Sermaye / (Borç+Öz Sermaye)	E/V	73,48%	Şirket 31.12.2023 Bağımsız Denetim Raporu'ndan alınmıştır.
Borç / (Borç+Öz Sermaye)	D/V	26,52%	Şirket 31.12.2023 Bağımsız Denetim Raporu'ndan alınmıştır.
Vergi Oranı	T	25%	Efektif vergi oranı
Beta	$b_L$	1,00	
Risksiz Getiri Oranı	$r_f$	8,03%	20/09/2033 vadeli T.C. ABD Doları Eurobond'un son altı ay getiri ortalaması
Piyasa Risk Primi	$R_m - r_f$	6,00%	TSKB öngörüsü
Özsermaye Maliyeti	$k_e$	14,03%	$r_f + (R_m - r_f) * b_L$
Borçlanma Maliyeti	$K_d$	10,53%	Uzun Vadeli USD Borçlanma maliyeti tahmini
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	$K_d$	7,90%	
AOSM		12,41%	$E/V * k_e + D/V(1-T) * k_d$

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.2.2 İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yöntemi, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve yukarıda anlatılan birden fazla parametreye bağlı olması nedeniyle, herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Parametrelerin ve buna bağlı olarak projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay değerine ulaşılabilir.

Tablo 13: Serbest Nakit Akımları

(Bin EUR)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Terminal Yıl
Net satışlar	81.680	105.652	125.438	145.546	164.310	181.310	199.246	217.591	236.736	257.587	
Yıllık büyüme (%)	34,4%	29,3%	18,7%	16,0%	12,9%	10,2%	10,1%	9,2%	8,8%	8,8%	
FVÖK	21.979	31.297	39.342	47.209	53.323	58.911	65.754	71.960	78.599	85.669	
FVÖK Marj (%)	26,9%	29,6%	31,4%	32,4%	32,5%	32,5%	33,0%	33,1%	33,2%	33,3%	
FAVÖK	33.045	42.522	50.471	58.524	64.747	70.406	77.333	83.677	90.381	97.446	
FAVÖK Marj (%)	40,5%	40,2%	40,2%	40,2%	39,4%	38,9%	38,8%	38,5%	38,2%	37,8%	
Net İşletme Sermayesi Değişimi	3.135	3.556	3.863	3.856	3.518	3.109	3.437	3.404	3.567	3.867	
Yatırım Harcamaları	42.113	11.093	5.093	5.093	5.093	4.753	4.753	4.753	4.753	4.753	
Vergi	5.495	7.749	9.761	11.727	13.256	14.697	16.408	17.959	19.619	21.387	
Serbest Nakit Akımları (SNA)	(17.697)	20.149	31.755	37.848	42.880	47.833	52.736	57.561	62.443	67.439	68.113
AOSM	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%	12,41%	
İndirgeme Oranı	89,0%	79,1%	70,4%	62,6%	55,7%	49,6%	44,1%	39,2%	34,9%	31,1%	
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	(15.744)	15.947	22.358	23.707	23.895	23.713	23.258	22.584	21.796	20.942	

İNA Toplamı	182.456
Terminal Büyüme Oranı	1%
Terminal Değer (TD)	597.164
TD'nin Bugünkü Değeri	185.436
Firma Değeri	367.892
Net Borç (31.12.2023)	42.855
Özsermaye Değeri	325.037

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### 4.3 Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları ve halka açık benzer şirketlerden elde edilen piyasa çarpanları analizi %50 - %50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

**Tablo 14: Değerleme Özeti**

Değerleme Özeti (Bin EUR)	Öz Sermaye Değeri*	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	325.037	50%	162.519
Piyasa Çarpanları Analizi*	216.658	50%	108.329
<b>Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri</b>			<b>270.848</b>

\*FD/FAVÖK 31.12.2023 çarpanı kullanılarak ulaşılan değerdir.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışması kapsamında hesaplanan özsermaye değerinin halka arz öncesi ödenmiş sermayesi olan 96.000.000 TL'ye bölünmesi sonucunda iskonto öncesi pay değeri **97,78 TL** olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu değere **%28,41** halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz birim pay fiyatı **70,00 TL** olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 15: Değerleme Sonucu**

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (Bin EUR)	270.848
18.04.2024 Tarihli TCMB Euro Alış Kuru	34,6559
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (Bin TL)	9.386.468
Ödenmiş Sermaye	96.000.000
Birim Pay Değeri (TL)	97,78
Halka Arz İskontosu	28,41%
<b>İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri (TL)</b>	<b>70,00</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

### 5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- Çarpan analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt dışı benzer şirketlerin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Benzer şirketlerin yurt dışı şirketlerden oluşması sebebiyle medyan çarpanlara %15 iskonto uygulanmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK için 5,00x-25,00x aralığındaki çarpanların kullanılmasını makul buluyoruz.

### 5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- İNA analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- İNA analizinde kullanılan projeksiyonların EUR para birimi cinsinden oluşturulmasını makul bulmaktayız.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranını ve borçlanma maliyetini makul bulmaktayız.
- AOSM hesaplamasında kullanılan vergisi oranlarını makul bulmaktayız.
- Hasılat, brüt kar, faaliyet karı ve FAVÖK projeksiyonlarındaki artışları makul bulmaktayız.

### 5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

TSKB tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöneme göre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) Şirket'in Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, her iki yöntemin de kullanılması makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

#### SONUÇ OLARAK:

TSKB tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 70,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.