

Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

28 Mayıs 2024



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi.....	5
2.1 Genel Bakış.....	5
2.2 Şirket'in Faaliyet Alanları.....	6
2.2.1 Yurt İçi Komple Taşımacılık Faaliyetleri	6
2.2.2 Yurt İçi Dağıtım Faaliyetleri.....	6
2.2.3 Depoculuk Faaliyetleri	6
2.2.4 Mobilyacılık Hizmetleri	6
2.2.5 E-İhracat Faaliyetleri.....	6
2.2.6 E-Ticaret Depoculuk Faaliyetleri	7
2.2.7 Uluslararası Karayolu Taşımacılığı.....	7
3 Finansal Durum	7
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	10
4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	10
4.1.1 Değerleme Çalışmasında Kullanılan Finansal Veriler	10
4.1.2 Net Borç Hesaplaması.....	10
4.1.3 Piyasa Çarpanları Analizi	11
4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)	12
4.2.1 İndirgenmiş Nakit Akımları	13
4.3 Değerleme Sonucu	14
5 Görüş	14
5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	14
5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)	14
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, QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finans Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Horoz Lojistik Kargo Hizmetleri ve Ticaret A.Ş. ("Horoz Lojistik" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 26 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	QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	72.488.084 TL
Halka Arz Oranı	Ek Satış Hariç: %22,7 Ek Satış Dahil: %27,2
Halka Arz Metodu	Ek Satış Hariç Sermaye Artırımı: %87,7 Ek Satış Hariç Ortak Satışı: %12,2 Ek Satış Dahil Sermaye Artırımı: %73,2 Ek Satış Dahil Ortak Satışı: %26,8
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	Ek Satış Hariç: 20.500.00 TL Ek Satış Dahil: 24.600.00 TL
Ek Satış	4.100.000 TL
Satmama Taahhüdü	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %75 Yurt İçi Kurumsal: %25
Fiyat İstikrarı	Brüt Halka Arz Gelirinin %20'si ile 30 Gün
Halka Arz Büyüklüğü	1.353.000.000 TL
Talep Toplama	29-30-31 Mayıs 2024
Halka Arz Fiyatı	55,00 TL
Bağımsız Denetçi	Gürel Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arzdan Sonra (Ek Satış Dahil)	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Taner Horoz	A	16.488.084	22,7459	16.488.084	18,2213	16.488.084	18,2213
	B	56.000.000	77,2541	53.500.000	59,1238	49.400.000	54,5928
Halka Açık Kısım	B	-	-	20.500.000	22,6549	24.600.000	27,1859
TOPLAM		72.488.084	100%	90.488.084	100%	90.488.084	100%

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanım Tutarı (%)
Elektrikli Araç Satın Alımı	%10 - %15
Güneş Enerjisi Santrali Kurulması	%10 - %15
E-Ticarete Yönelik Faaliyetlerin Geliştirilmesi	%20 - %25

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanım Tutarı (%)
Depoculuk ve Lojistik Hizmetlerinin Geliştirilmesi	%5 - %10
İşletme Sermayesi Finansmanı	%40 - %45

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu

2 Şirket Hakkında Bilgi

2.1 Genel Bakış

Horoz Lojistik, 1998 yılında yurt içi ve yurt dışı taşımacılık ve lojistik hizmetler üretmek üzere İstanbul'da kurulmuştur.

Şirket, 2000 yılında Fransız taşımacılık ve lojistik alanında faaliyet gösteren Bollore Logistics ile ortak olarak kurduğu Horoz Bollore Logistics Taşımacılık A.Ş. (kuruluş anında unvanı Sdv-Horoz Taşımacılık ve Ticaret A.Ş.) vasıtasıyla uluslararası faaliyetlerden de kazanç elde etmeye başladı.

Şirket, uluslararası karayolu taşımacılığı, yurt içi karayolu taşımacılığı, depoculuk, ülke genelinde parsiyel ürün dağıtımı ve e-ticaret depoculuğu alanlarında hizmetler sunmakta olup 3. parti lojistik hizmetler sağlayan bir operatördür.

3PL lojistik, bir şirket tarafından lojistik alanında hizmete ihtiyaç duyan firmalara dolaylı yoldan sağlanan hizmetleri ifade etmektedir ve lojistik ile tedarik zinciri yönetimi işlevlerinin üçüncü taraf bir lojistik sağlayıcıya yaptırılması anlamına gelmektedir. Bir başka ifade ile şirketin temel faaliyetinin kapsamına girmeyen lojistik ve tedarik işlemlerinin tamamının veya bir kısmının, bu işlerde uzman olan farklı bir şirkete yaptırılmasına 3. parti lojistik denir. 3. parti lojistik sağlayıcısı tipik olarak nakliye, depolama, envanter yönetimi, sipariş karşılama ve lojistikle ilgili diğer hizmetleri içerebilen bir dizi hizmet sunar. Bu grupta yer alan şirketler alt yüklenici kontratlarına bağlı olarak da çalışabilir, tedarik zinciri üzerinde kapsamlı hizmetler (nakliye, depolama, envanter yönetimi gibi) ve çözümler üretirler.

Şirket'in iş stratejisini oluşturan temel unsurlar; iş potansiyeli yüksek konsept ve sektörlere yatırım yapmak, yeni işler geliştirmek, teknoloji ve otomasyona dayalı yeni çözümler üreten hizmetler sunmaktır.

Şirket, son üç senelik dönemde işbu strateji doğrultusunda geleneksel depoculuk, yerel ve uluslararası taşımacılıkla birlikte özellikle gelişen sektörlere ve teknoloji barındıran hizmetlere ağırlık vermiştir. Şirket, e-ticarete yönelik otomasyonlu sipariş karşılama (e-fulfillment), sistem entegrasyon çözümleri geliştirerek hizmet portföyüne eklemiştir. Şirket, geleneksel taşımacılık ve depolama alanında çözümlerini e-ihracat süreçlerine adapte ederek e-ihracat servislerini 2021 senesinde devreye almıştır. E-ihracat, yurt dışına yapılan ihracatın (elektronik ve konvansiyonel) lojistiğini, yurt dışı depolama ve son dağıtım adımlarını ifade etmektedir. ETGB yolu ile yapılan mikro ihracat işlemleri de bu kapsam içerisinde yer almaktadır.

Netice olarak Horoz Lojistik, sunduğu hizmetlere göre yapılmış farklı birimlerden meydana gelmektedir. Bu birimler; yurt içi komple taşımacılık, yurt içi dağıtım, depoculuk hizmetleri, mobilya hizmetleri, e-ihracat, e-ticaret ve uluslararası karayolu taşımacılığıdır. Şirket'in her birimi kendi alanında hizmet geliştirme, satış ve operasyon faaliyetlerini yöneten birer kar merkezi olarak tanımlanmaktadır.

2.2 Şirket'in Faaliyet Alanları

2.2.1 Yurt İçi Komple Taşımacılık Faaliyetleri

Yurtiçi komple taşımacılık faaliyeti; Horoz Lojistik'in tam kamyon taşıma hizmetlerini yöneten faaliyet birimidir. Lojistik sektöründe tam kamyon taşıma ifadesi kamyonun yük kapasitesinin tam olarak doldurulduğu, tek bir yükü taşıdığı nakliyatlar için kullanılmaktadır. Komple taşımacılık, yurt genelinde müşterilerin mamul, yan mamul, hammadde gibi farklı ürünlerinin belirtilen bir "çıkış" noktasından teslim alınarak farklı tip araçlarla talep edilen "varış" noktasına sevk edilmesi sürecidir. Nakliye süreci ağırlıklı olarak tam kamyon (araç) yükü esaslı, gerçekleştirilir, nadiren birden fazla varış noktası (durak) söz konusu olabilir. Sevkiyatta kullanılan araçlar ürünlerin taşıma gereksinimlerine uygun kamyon, TIR ve çeşitli türevleridir.

2.2.2 Yurt İçi Dağıtım Faaliyetleri

Horoz Lojistik'in yurt içi dağıtım faaliyeti, yurt genelinde kurumdan kuruma (B2B) ve kurumdan bireye (B2C) ürün dağıtım organizasyonu ve dağıtımla bağlantılı depolama hizmetlerini kapsamaktadır. Sunulan hizmetler, ülke genelinde satış yapan veya yaygın coğrafyalara çoklu kanal dağıtımı (zincir mağaza, toptancı, bayi ya da "franchise", pazar yerleri ve çevrimiçi satış gibi) yapan kurumlar tarafından tercih edilmektedir.

Yurt içi dağıtım faaliyetleri, Horoz Lojistik'in kuruluşundan itibaren alanında ayrıştırıcı hizmetlerini üreten, genel satış hasılatı içinde en büyük paya sahip faaliyettir. Şirket, bu alanda zaman içinde kazandığı tecrübe ile beyaz eşya ve mobilya gibi sektörlerde dikey iş çözümleri geliştirmiştir.

2.2.3 Depoculuk Faaliyetleri

Depoculuk; müşterilerin ürünlerinin teslim alınarak güvenli şekilde depolanması ve siparişlere uygun sevk edilmesi faaliyetidir. Horoz Lojistik, geleneksel depoculuk faaliyetlerini; kurulduğu dönemden bu yana ayrı bir birim altında yönetmektedir. Faaliyet kapsamında genellikle ambalajlı, kutulu veya paket üstüne istif edilebilen ürün gruplarına hizmet verilmektedir. Bununla birlikte nadiren dökme, kendi başına üst üste istiflenebilen ürünler ve makine aksamaları da depolarda işlem görebilmektedir. Horoz Lojistik, iklim kontrollü tesislere sahip olmadığından ayrıca kapalı ortamları kirletecek özellikte malzemelere, bozulabilecek nitelikte gıdalara, özel konteyner gerektiren sıvılara, tehlikeli madde ve kimyasallar (ADR) kapsamındaki kimyasal veya tehlikeli madde gruplarına da hizmet verememektedir.

2.2.4 Mobilyacılık Hizmetleri

Şirket mobilyacılık faaliyetleri birimini 2019 senesinde kurmuştur. Şirket'in büyük ebatlı ürünlerin yurt içi depolama ve dağıtımından elde ettiği tecrübeler ışığında mobilya sektörü için geliştirdiği dikey çözümleri müşterilerine sunmaktadır. Mobilya depolama ve dağıtımı, her ne kadar ekipman desteği sağlansa da büyük oranda insan kaynağı gerektiren ve emek yoğun bir faaliyettir. Mobilyacılık faaliyeti, Şirket'in yurt içi dağıtım faaliyetlerine benzer olarak "iki kişiyle taşıma" (2-men handling) olarak adlandırılan, emtianın fiziksel özelliklerine uygun taşıma ve elleçleme gayreti gerektirmektedir. Bu noktada mobilyacılık faaliyetleri uzmanlık, hassasiyet ve tecrübe gerektiren bir alan olarak öne çıkmaktadır.

2.2.5 E-İhracat Faaliyetleri

Şirket'in E-ihracat faaliyetleri birimi, 2021 yılında kurularak faaliyetine başlamıştır. Şirket'in yurtiçinde sahip olduğu dağıtım ağının sağladığı avantaj ile Türkiye'nin 81 ilinden ve en uç noktalarından ürün toplayarak kapıdan kapıya e-ihracat hizmeti verilmektedir. 300 kg ve 15.000 Avro kapsamındaki ürünlerin Karayolu E-Ticaret Gümrük Beyannamesi (ETGB) ile gönderimini konu alan E-ihracat faaliyetleri; günümüzde havayolu ETGB, karayolu standart ve karayolu ekspres olmak üzere hizmetlerine devam etmektedir. Müşterilerden gelen talepler doğrultusunda ETGB ihracatları ile sınırlı kalmayarak kati ihracat, denizyolu, havayolu ihracat

(ithalat) hizmetleri de Horoz Lojistik hizmet portföyüne eklenmiştir. Entegre lojistik hizmetleri kapsamında dağıtım hizmetlerinin tamamlayıcısı olarak dünya genelinde kurulan iş ortaklıkları kapsamında 7 tesis üzerinden (fulfillment center) depolama ve sipariş izleme hizmetleri de Şirket tarafından verilmektedir. ihracat potansiyeli olan firmaların uluslararası pazarda yer alabilmesi için Şirket'in Alibaba.com 14 ile Türkiye satış temsilciliği ortaklığı da bulunmaktadır.

2.2.6 E-Ticaret Depoculuk Faaliyetleri

E-ticaret veya elektronik ticaret, genel anlamıyla mal ve hizmetlerin internet üzerinden satılması olarak tanımlanmaktadır. E-ticaret, geleneksel mağaza satış iş modelinden farklı olarak, satıcıyla alıcının fiziki olarak karşı karşıya gelmeden ticari faaliyetin çevrimiçi ortamda tamamlandığı satış şeklidir. Horoz Lojistik; E-Ticaret depoculuk faaliyeti kapsamında satışlarını e-ticaret vasıtasıyla gerçekleştiren müşterilere e-sipariş hazırlama (e-fulfillment) hizmetleri sunmaktadır.

2.2.7 Uluslararası Karayolu Taşımacılığı

Şirket'in uluslararası, karayolu taşımacılığı kapsamında gerçekleştirdiği faaliyetler, farklı ülkeler arasında karayolu ağları üzerinden yapılan taşımacılıklardır. Başka bir deyişle uluslararası, karayolu taşımacılığı; ürünlerin kara taşımacılığı ile çeşitli araçlarla farklı ülkeler arasında nakliyesinin sağlanmasıdır. Şirket uluslararası karayolu taşımacılığı faaliyetleri kapsamında; Türkiye ile Avrupa, İskandinav ülkeleri ve Bağımsız Devletler Topluluğu ülkeleri arasında uluslararası, taşıma işleri organizasyonu (freight-forwarding) yapmaktadır. Horoz Lojistik, taşımacılık hizmetlerinin genelinde varlık yoğun olmayan (light-asset) bir iş modeli benimsemiş olup uluslararası, karayolu taşımacılığı faaliyetini bu doğrultuda gerçekleştirmektedir. Bu kapsamda Şirket, özmal (öz varlık) araçlara sahip olmayıp yurt içi komple taşımacılık faaliyetinde olduğu gibi uzun dönem anlaşmalı bir filoya sahip değildir. Şirket uluslararası karayolu taşımacılığı kapsamında nakliye hizmetlerini, tamamen dış kaynak kullanılarak alt yüklenicilerden tedarik edilen araçlar ile yürütmektedir.

3 Finansal Durum

Tablo 4: Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Dönen Varlıklar	751.110.387	1.025.044.768	1.317.154.821
Nakit ve Nakit Benzerleri	32.875.565	44.462.208	56.642.764
Ticari Alacaklar	511.869.658	718.059.177	1.052.437.539
Diğer Alacaklar	44.369.528	106.426.124	20.116.948
Peşin Ödenmiş Giderler	87.329.569	102.195.593	140.938.324
Diğer Dönen Varlıklar	74.666.067	53.901.666	47.019.246
ARATOPLAM	751.110.387	1.025.044.768	1.317.154.821
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	751.110.387	1.025.044.768	1.317.154.821
Duran Varlıklar	1.736.576.598	1.797.054.536	2.234.727.930
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	71.111.201	69.508.432	46.178.924
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	119.230.933	112.704.677	118.964.216
Maddi Duran Varlıklar	679.062.144	710.063.645	825.390.648
Kullanım Hakkı Varlıkları	791.545.679	836.422.560	1.219.284.196
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	14.828.306	12.237.354	15.944.772
Ertelenmiş Vergi Varlığı	60.798.335	56.117.868	8.965.174

Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
TOPLAM VARLIKLAR	2.487.686.985	2.822.099.304	3.551.882.751
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.523.125.951	1.629.661.669	1.708.254.662
Kısa Vadeli Borçlanmalar	618.026.622	604.198.897	633.588.189
- İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	618.026.622	604.198.897	633.588.189
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	42.534.889	39.894.073	15.355.031
Ticari Borçlar	613.621.579	709.789.020	837.554.428
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	62.479.607	87.281.716	93.593.162
Diğer Borçlar	141.993.311	125.277.376	47.529.457
Ertilenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	17.980.268	29.941.483	41.116.758
Donem Kan Vergi Yükümlülüğü	5.214.422	8.525.417	6.109.298
Kısa Vadeli Karşılıklar	21.275.253	24.753.687	33.408.339
ARATOPLAM	1.523.125.951	1.629.661.669	1.708.254.662
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.523.125.951	1.629.661.669	1.708.254.662
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	548.166.002	542.339.378	1.005.626.678
Uzun Vadeli Borçlanmalar	427.229.081	436.719.047	911.618.601
- İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	427.229.081	436.719.047	911.618.601
Ticari Borçlar	-	3.309.409	1.555.766
Diğer Borçlar	92.044.335	15.027.354	32.839.927
Ertilenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	-	25.512.979	559.484
Uzun Vadeli Karşılıklar	28.892.586	61.770.589	59.052.900
ÖZKAYNAKLAR	416.395.032	650.098.257	838.001.410
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	390.866.256	625.854.508	837.998.527
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.000	72.488.084
Sermaye Düzeltmesi Farkları	1.109.016.974	1.109.016.974	765.552.190
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	-474.089.622	-474.089.622	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	124.572.292	54.355.516	105.978.830
Özkaynağa Dayalı Finansal Araçlara Yatırımlardan Kaynaklanan Kazançlar (Kayıplar)	-	-	-
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları(Kayıpları)	132.084.578	69.156.571	123.661.446
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	-7.269.608	-13.811.403	-16.435.398
Özkaynak Yöntemi ile değerlendirilen yatırımların diğer kapsamlı gelirinden kar/zararda sınıflandırılmayacak paylar	-242.678	-989.652	-1.247.218
Diğer	-	-	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-	-	31.806
Yabancı Para Çevrim Farkları	-	-	31.806
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	305.997.974	305.997.974	8.650.881
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	-1.053.801.040	-774.631.362	-251.106.875
Net Dönem Kar veya Zararı	279.169.678	305.205.028	136.403.610
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	25.528.776	24.243.749	2.884
TOPLAM KAYNAKLAR	2.487.686.985	2.822.099.304	3.551.882.751

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 5: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU			
(TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Hasılat	3.433.280.635	4.089.121.410	5.451.259.992
Satışların Maliyeti (-)	-3.282.395.786	-3.804.504.973	-4.967.154.900
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar/ (Zarar)	150.884.849	284.616.437	484.105.092
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kar/ (Zarar)	-	-	-
BRÜT KAR/ (ZARAR)	150.884.849	284.616.437	484.105.092
Genel Yönetim Giderleri (-)	-231.234.873	-260.922.967	-431.273.968
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	46.596.821	46.365.929	82.866.077
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-100.675.760	-63.524.421	-189.696.929
ESAS FAALİYET KAR/ (ZARARI)	-134.428.963	6.534.978	-53.999.728
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlarının Kar/ Zararlarındaki Paylar	52.979.201	51.835.907	33.854.376
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	51.006.102	-20.868.547	6.885.889
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	-206.662
FİNANSMAN GELİRİ / (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KAR/(ZARARI)	-30.443.660	37.502.338	-13.466.125
Finansman Gelirleri	5.152.525	1.899.995	7.001.913
Finansman Giderleri (-)	-209.787.554	-257.825.915	-282.827.282
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	479.612.850	536.420.662	493.881.521
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)	244.534.161	317.997.080	204.590.027
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	33.700.625	-14.060.855	-68.355.622
- Donem Vergi Gelir / (Gideri)	-9.715.158	-30.001.929	-68.482.399
- Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	43.415.783	15.941.074	126.777
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)	278.234.786	303.936.225	136.234.405
DÖNEM KARI/ (ZARARI)	278.234.786	303.936.225	136.234.405
Dönem Kar/ (Zararının) Dağılımı	278.234.786	303.936.225	136.234.405
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-934.892	-1.268.803	-169.205
Ana Ortaklık Payları	279.169.678	305.205.028	136.403.610

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 6: Konsolide Net Satış Tutarı

Faaliyet (TL)	2021	2022	2023
Yurt İçi Komple Taşımacılık	582.157.558	674.649.741	670.770.482
Yurt İçi Dağıtım Hizmetleri	1.734.001.878	2.154.588.314	3.130.591.917
Depoculuk Faaliyetleri	468.877.534	432.175.954	671.762.982
Mobilyacılık Hizmetleri	144.562.100	170.498.098	207.689.920
E-İhracat Faaliyetleri	2.934.210	29.282.691	40.955.532
E-Ticaret Depoculuk Faaliyetleri	76.045.716	94.981.310	213.529.881
Uluslararası Karakolu Taşımacılığı	424.701.639	532.945.302	515.959.279
Toplam	3.433.280.635	4.089.121.410	5.451.259.992

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 26 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. Şirket'in piyasa değeri, FD/FAVÖK çarpanı yöntemi kullanılarak BIST Yıldız Pazar Benzer Şirketleri, BİST Ulaştırma Endeksi Şirketleri ve Yurtdışı Benzer Şirketleri'nin çarpan değerlerine göre ayrı ayrı hesaplanmıştır. BİST Yıldız Pazar Benzer Şirketler çarpanından gelen ortalama değer ile BİST Ulaştırma Endeksi çarpanlarından gelen ortalama değerler hesaplanmış, Yurt Dışı Seçili Benzer Şirketler çarpanı aynı ağırlıklandırma ile nihai piyasa değeri hesaplamasına dahil edilmiştir.

Piyasa Çarpanları analizi kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 5,00x altında, 25,00x üzerindeki değerler uç değer olarak kabul edilip, medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

4.1.1 Değerleme Çalışmasında Kullanılan Finansal Veriler

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

Tablo 7: Şirket Finansalları

Şirket Finansalları (TL)	31.12.2023
FAVÖK (TFRS 16 Etkisi Dahil)	836.888.079

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 hesabı, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından, nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır.

Çarpan analizinde kullanılan net finansal borç, halka açık benzer şirketler ile uyumlu olması açısından, kısa ve uzun vadeli kiralama yükümlülükleri dahil olacak şekilde hesaplanmıştır. İNA analizinde ise, faaliyet kiralamalarından kaynaklanan kiralama yükümlülüklerine ilişkin ödemeler nakit akışı hesaplamasında dikkate alındığı için, tutarlılık sağlanması amacıyla kısa ve uzun vadeli faaliyet kiralaması işlemlerinden kaynaklanan kiralama yükümlülükleri net borç hesabına dahil edilmemiştir.

Tablo 8: Net Borç Özeti

31.12.2023	bin TL
TFRS 16 Etkisi Dahil Toplam Finansal Borç	1.560.562
Nakit ve Nakit Benzerleri	-56.643
Net Finansal Borç (TFRS 16 Etkisi Dahil)	1.503.919
TFRS 16 Etkisi Hariç Toplam Finansal Borç	469.479
Uzun vadeli Borçlanmalar	-56.643
Net Finansal Borç (TFRS 16 Etkisi Hariç)	412.836

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.3 Piyasa Çarpanları Analizi

QNB Finans Yatırım'ı hazırladığı çarpan çalışmasında BİST Yıldız Pazar ve BİST Ulaştırma endeksinde yer alan şirketler, yurt içi benzer şirket olarak kabul edilmiştir. Bu analize göre hazırlanan değerlendirme aşağıda yer almaktadır:

Tablo 9: BIST Yıldız Pazar Çarpan Analizi

BIST Yıldız Pazar Çarpan Analizi	TL
FAVÖK (TFRS 16 Etkisi Dahil)	836.888.079
BIST Yıldız Pazar Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	9,59x
Hesaplanan Firma Değeri	8.023.927.315
Net Finansal Borç	1.503.919.057
Hesaplanan Piyasa Değeri	6.520.008.258

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 10: BIST Ulaştırma Endeksi Çarpan Analizi

BIST Ulaştırma Endeksi Çarpan Analizi	TL
FAVÖK (TFRS 16 Etkisi Dahil)	836.888.079
BİST Ulaştırma Endeksi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	8,96x
Hesaplanan Firma Değeri	7.496.232.382
Net Finansal Borç	1.503.919.057
Hesaplanan Piyasa Değeri	5.992.313.325

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 11: Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi Sonucu

Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi	Ağırlık	TL
BİST Yıldız Pazar FD/FAVÖK - Çarpan Değerlemesi Sonucu	50%	6.520.008.258
BİST Ulaştırma Endeksi FD/FAVÖK - Çarpan Değerlemesi Sonucu	50%	5.992.313.325
Yurt İçi Benzer Şirketler - Çarpan Değeri		9.252.317.455

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketlerin yer aldığı ülkeler ve FD/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Tablo 12: Yurt Dışı Benzer Şirketler

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK
Deutsche Post AG	Almanya	6,22x
Kuehne Nagel International AG	İsviçre	10,82x
DSV A/S	Danimarka	10,90x
GXO Logistics, Inc.	ABD	5,19x
Guangzhou Jiachen International Logistics Co.,Ltd	Çin	17,68x
Expeditors International Washington, Inc.	ABD	12,17x
C.H. Robinson Worldwide, Inc.	ABD	14,35x
NTG Nordic Transport Group A/S	Danimarka	8,06x
Sinotrans Limited	Çin	8,28x

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK
CI Logistics Corporation	Güney Kore	4,97x
Old Dominion Freight Line, Inc.	ABD	19,84x
J.B. Hunt Transport Services, Inc.	ABD	2,41x
Knight-Swift Transportation Holdings, Inc.	ABD	9,21x
Werner Enterprises, Inc.	ABD	6,24x
Marten Transport, Ltd.	ABD	6,41x
Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft	Almanya	8,42x
Heatland Express, Inc.	ABD	3,54x
P.A.M Transportation Services, Inc.	ABD	5,04x
Medyan		8,42x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 13: Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi	TL
FAVÖK (TFRS 16 Etkisi Dahil)	836.888.079
Yurt dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	8,42x
Hesaplanan Firma Değeri	7.047.021.642
Net Finansal Borç	1.503.919.057
Hesaplanan Piyasa Değeri	5.543.102.585

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)

İNA Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve net borç pozisyonunun da çıkartılması ile oluşan değeri, şirketin adil özsermaye değeri olarak kabul eder.

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde yaygın olarak kullanılan ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanılmıştır. Özsermaye maliyeti hesaplanırken finansal varlık fiyatlama modeli (FVFM) kullanılmıştır.

Tablo 14: Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti

AOSM	2024	2025	2026	2027	2028
Öz Sermaye / (Borç+Öz Sermaye)	34,90%	34,90%	34,90%	34,90%	34,90%
Borç / (Borç+Öz Sermaye)	65,10%	65,10%	65,10%	65,10%	65,10%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Risksiz Getiri Oranı	38,70%	35,70%	30,70%	25,70%	23,70%
Piyasa Risk Primi	6%	6%	6%	6%	6%
Özsermaye Maliyeti	44,70%	41,70%	36,70%	31,70%	29,70%
Borçlanma Maliyeti	40,60%	37,50%	32,20%	27,00%	24,90%
AOSM	42,05%	38,96%	33,79%	28,63%	26,57%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2.1 İndirgenmiş Nakit Akımları

Fiyat Tespit Raporu'nda İNA metodundan 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve QNB Finans Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2023-2028 yılları için projekte edilmiştir.

İNA Analizinde nakit akımları, kira giderlerinden kaynaklı nakit çıkışını içerdiği için TFRS 16 etkisinden arındırılmış, 2023 yıl sonu tarihli net borç değeri kullanılmıştır.

Tablo 15: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

(Mn TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Net satışlar	5.451	8.578	12.027	15.364	18.722	21.347
Yıllık büyüme (%)		57,4%	40,2%	27,7%	21,9%	14,0%
FVÖK	53	222	376	666	1.008	1.182
FVÖK Marjı (%)	1,0%	2,6%	3,1%	4,3%	5,4%	5,5%
Amortisman	784	1.195	1.841	2.362	2.807	3.125
FAVÖK	837	1.417	2.217	3.027	3.815	4.307
FAVÖK Marjı (%)	15,4%	16,5%	18,4%	19,7%	20,4%	20,2%
Vergi		-56	-94	-166	-252	-295
Yatırım Harcamaları		-496	-612	-721	-528	-20
Kira Giderleri		-572	-853	-1.086	-1.278	-1.427
Teşvik Geliri		80	225	145	139	130
İşletme Sermayesi Değişimi		-184	-226	-229	-228	-151
Serbest Nakit Akımları (SNA)		189	658	970	1.668	2.544
AOSM		42,05%	38,96%	33,79%	28,63%	26,57%
İndirgeme Oranı		0,84	0,61	0,48	0,41	0,35
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)		158	402	468	691	881
SNA Bugünkü Değeri	2.600					
Uç Büyüme Oranı	5,00%					
Terminal Değer (TD)	4.070					
Firma Değeri	6.670					
Net Borç (31.12.2023)	413					
Özsermaye Değeri	6.257					

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.3 Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları, ağırlıklandırılmış yurt içi ve yurtdışı halka açık benzer şirketlerden elde edilen piyasa çarpanları analizine yer verilmiştir. Bu değerler ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 16: Değerleme Özeti

Değerleme Özeti (TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Ağırlıklandırılmış Yurt Dışı Çarpan Değeri	5.543.102.585	35%	1.940.085.905
Ağırlıklandırılmış Yurt İçi Çarpan Değeri	6.256.160.791	35%	2.189.656.277
İNA	6.257.494.061	30%	1.877.248.218
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri			6.006.990.400

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışması kapsamında hesaplanan özsermaye değerinin halka arz öncesi ödenmiş sermayesi olan 72.488.084 TL'ye bölünmesi sonucunda iskonto öncesi pay değeri **82,87 TL** olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu değere **%33,63** halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz birim pay fiyatı **55,00 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 17: Değerleme Sonucu

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri - TL	6.006.990.400
Ödenmiş Sermaye	72.488.084
İskonto Öncesi Pay Başına Fiyat - TL	82,87
Halka Arz iskontosu (%)	%33,63
Halka Arz Fiyatı - TL	55,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- Çarpan analizinde yurt içi ve yurtdışı benzer şirketlerin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt dışı benzer şirket seçimini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK için 5,00x-20,00x aralığındaki çarpanların kullanılmasını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- İNA analizine %30 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranını ve borçlanma maliyetinin makul bulmaktayız.
- İNA analizinde TFRS 16 etkisinin Serbest Nakit Akımları hesaplamasında gider olarak yansıtılmasını uygun buluyoruz.

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.

QNB Finans Yatırım 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 yönetime göre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) Horoz Lojistik'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:

QNB Finans Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 55,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.