



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

HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

22 Mart 2024

Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu

Raporun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”, “Kurul”) tarafından yayımlanan VII-128.1 nolu Pay Tebliği’nin (“Tebliğ”) 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça hazırlanan fiyat tespit raporu, halka arzın başlayacağı tarihten en az üç gün önce Kurul’un ilgili düzenlemeleri çerçevesinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (“KAP”) ilan edilir. Payların halka arzının konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi durumunda, fiyat tespit raporu konsorsiyum lideri ya da eş lider tarafından hazırlanır. Tebliğ gereği, Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket”, “Hatsan Gemi”, “HATSN”) için İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Aracı Kurum”, “İfo Yatırım”) tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu 08.09.2023 tarihinde KAP’ta yayımlanmış olup, Şirket payları 22.09.2023 tarihinden itibaren BİST’te işlem görmeye başlamıştır.

Buna ek olarak, Tebliğ’in 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca, “Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlenmesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP’ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.”

İşbu rapor, Tebliğ’in 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca hazırlanmış olup, amacı Hatsan Gemi’nin nihai halka arz fiyatı ile halka arz sonrasındaki 22.03.2024 tarihli borsa fiyatı arasındaki farkın olası nedenlerini açıklamaktır. İşbu rapor değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Özet Bilgi

08.09.2023 tarihinde KAP’ta yayımlanan 26.07.2023 tarihli fiyat tespit raporunda (“Fiyat Tespit Raporu”, “Rapor”) Şirket’in 2020, 2021, 2022 ve 2023/03 dönemlerine ilişkin finansal verileri baz alınarak Piyasa Çarpanları Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi kullanılmış olup her bir yöntem eşit oranda (%50) ağırlıklandırılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizinde;

- Fiyat / Kazanç (F/K)

- Firma Değeri / Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde 2023-2028 yılları arası öngörülere yer verilmiştir.

Değerleme yöntemleri ve sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değerleme Yöntemleri	Değer (Milyon TL)	Ağırlıklandırma	Pay Başı Değer (TL)
İNA Değeri	5.886	%50,0	31,30
Yurtdışı Benzerler	5.881	%30,0	31,28
BİST Sınai	3.141	%20,0	16,70
Hedef Değer	5.335		28,37
Halka Arz İskontosu			%20,3
Halka Arz Fiyatı	4.250		22,60

İNA ve piyasa çarpanlarının eşit olarak ağırlıklandırılması sonucunda Hatsan Gemi'nin 5.335 milyon TL olarak hesaplanan değer üzerinden %20,3 oranında halka arz iskontosu uygulanarak nihai şirket değeri 4.250 milyon TL ve halka arz fiyatı 22,60 TL olarak belirlenmiştir.

Varsayımlar ve Gerçekleşmeler

- 30.09.2023 Dönemi

Şirketin 28.10.2023 tarihinde açıklamış olduğu 30.09.2023 tarihli finansalları ile İfo Yatırım'ın 08.09.2023 tarihinde yayımladığı 26.07.2023 tarihli fiyat tespit raporu arasındaki varsayımlar ile gerçekleştirmelerin özet gösterimi aşağıda yer almaktadır.

Şirketin 30.09.2023 dönemi itibarıyla gerçekleştirmeler ve 2023 yılsonu beklentilerine göre gerçekleşme oranları aşağıda gösterilmiş olup 2023 yılının ilk 9 aylık dönemi itibarıyla beklentilere paralel performans gösterildiği görülmektedir.

(Milyon TL)	30.09.2022	30.09.2023	30.09.2023 / 30.09.2022 Değişim	31.12.2023 Tahmini	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	904,1	1.398,5	54,7%	1.736,5	80,5%
Satışların Maliyeti	449,2	998,5	122,3%	1.277,0	78,2%
Brüt Kar	454,9	400,0	-12,1%	459,5	87,0%
Brüt Kar Marjı	50,3%	28,6%		26,5%	
Faaliyet Giderleri	49,7	63,5	27,6%	77,5	81,9%
Esas Faaliyet Karı	405,2	336,5	-16,9%	382,0	88,1%
Esas Faaliyet Kar Marjı	44,8%	24,1%		22,0%	
FAVÖK	423,8	369,7	-12,8%	425,8	86,8%

Şirketin 2022 yılının ilk 9 aylık döneminde 904,1 milyon TL olan hasılatı 2023 yılının aynı döneminde %54,7 artışla 1.398,5 milyon TL'ye yükselirken, aynı dönemde satışların maliyetindeki %122,3'lük artış doğrultusunda brüt karı 2022 yılının ilk 9 aylık dönemine göre %12,1 azalışla 400 milyon TL'ye gerilemiştir.

2022 yılının ilk 9 aylık döneminde %50,3 olan brüt kar marjı 2023 yılının aynı döneminde %28,6'ya gerilemiş olup %26,5 olarak hedeflenen marjın üstünde kalmıştır.

2022 yılının ilk 9 aylık döneminde 49,7 milyon TL olan faaliyet giderleri 2023 yılının aynı döneminde %27,6 artışla 63,5 milyon TL'ye yükselmiştir.

Şirketin esas faaliyet karı 2022 yılının ilk 9 aylık dönemindeki 405,2 milyon TL'den 2023 yılının aynı döneminde %16,9 azalışla 336,5 milyon TL'ye gerilerken, 2022 yılının ilk 9 aylık döneminde %44,8 olan esas faaliyet kar marjı 2023 yılının aynı döneminde %24,1'e gerilemiştir.

Şirketin 2022 yılının ilk 9 aylık döneminde FAVÖK'ü 423,8 milyon TL iken, 2023 yılının aynı döneminde %12,8 azalışla 369,7 milyon TL'ye gerilemiştir. FAVÖK marjı ise 2022 yılının ilk 9 aylık dönemindeki %46,9'dan 2023 yılının aynı döneminde %26,4'e gerilemiştir.

Şirketin 2022 yılının ilk 9 aylık döneminde 256 milyon TL olan net dönem karı 2023 yılının aynı döneminde %27,9 azalışla 184,5 milyon TL'ye gerilemiştir.

Söz konusu veriler dikkate alındığında 2023 yılı için öngörülen 425,8 milyon TL'lik FAVÖK'ün 2023 yılının ilk 9 aylık dönemi itibarıyla %86,8'i gerçekleştirilmiş olup beklentilerin üzerinde performans gösterildiği görülmektedir.

Mali Tablolar

Finansal Durum Tablosu (TL)	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Dönen Varlıklar	2.051.359.067	494.664.201	295.761.214	170.694.628
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.215.513.991	298.487.731	15.390.072	5.663.936
Ticari Alacaklar	583.339.231	53.929.426	16.887.399	12.423.937
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>5.606.258</i>	<i>35.653</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>577.732.973</i>	<i>53.893.773</i>	<i>16.887.399</i>	<i>12.423.937</i>
Diğer Alacaklar	4.824.635	1.092.827	10.362.230	13.811.820
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>986.504</i>	<i>1.021.898</i>	<i>1.730.851</i>	<i>9.268.376</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>3.838.131</i>	<i>70.929</i>	<i>8.631.379</i>	<i>4.543.444</i>
Sözleşme Varlıkları	0	0	183.346.006	29.986.624
Stoklar	87.954.535	62.203.179	26.831.132	40.232.720
Peşin Ödenmiş Giderler	85.335.060	40.530.433	14.530.815	46.906.004
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	<i>73.424.275</i>	<i>40.530.433</i>	<i>14.530.815</i>	<i>46.906.004</i>
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	<i>11.910.785</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.281.598	902.708	277.012	42.640
Diğer Dönen Varlıklar	73.110.017	37.517.897	28.136.548	21.626.947
Duran Varlıklar	856.601.976	737.165.433	559.051.595	151.269.538
Finansal Yatırımlar	19.557.616	17.358.060	20.376.060	20.376.060
Ticari Alacaklar	0	8.797.339	0	0
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>0</i>	<i>3.058.252</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>0</i>	<i>5.739.087</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Diğer Alacaklar	394.587	29.587	23.670	23.670
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>394.587</i>	<i>29.587</i>	<i>23.670</i>	<i>23.670</i>
Kullanım Hakkı Varlıkları	3.001.209	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	0	88.892.500	48.952.500
Maddi Duran Varlıklar	808.909.496	710.719.718	449.293.383	79.985.015
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	123.903	260.729	453.975	684.843
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	<i>123.903</i>	<i>260.729</i>	<i>453.975</i>	<i>684.843</i>
Peşin Ödenmiş Giderler	3.726	0	12.007	34.497
Ertelenmiş Vergi Varlığı	24.611.439	0	0	1.212.953
Toplam Varlıklar	2.907.961.043	1.231.829.634	854.812.809	321.964.166
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.052.208.776	414.728.821	370.348.214	163.707.621
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2.297.180	7.853.029	1.668.915	1.031.033

Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	168.791.970	117.267.929	266.550.709	102.660.929
Diğer Finansal Yükümlülükler	216.122	141.245	126.754	161.683
Kısa Vadeli Kiralama Yükümlülükleri	1.449.832	0	0	0
Ticari Borçlar	180.146.861	101.242.051	83.394.855	42.478.592
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>2.040</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>180.144.821</i>	<i>101.242.051</i>	<i>83.394.855</i>	<i>42.478.592</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	15.084.596	4.601.407	2.645.550	2.112.038
Diğer Borçlar	1.300.234	1.242.801	1.891.840	734.875
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>1.300.181</i>	<i>1.242.801</i>	<i>1.534.887</i>	<i>192.604</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>53</i>	<i>0</i>	<i>356.953</i>	<i>542.271</i>
Ertelenmiş Gelirler	640.885.042	169.893.392	1.715.900	30.620
Kısa Vadeli Karşılıklar	10.312.759	5.710.139	5.547.233	4.300.687
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>2.588.713</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>7.724.046</i>	<i>5.710.139</i>	<i>5.547.233</i>	<i>4.300.687</i>
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	31.724.180	6.776.828	6.806.458	10.197.164
Uzun Vadeli Yükümlülükler	585.082.177	486.693.042	416.931.789	99.808.485
Uzun Vadeli Borçlanmalar	579.826.924	481.778.543	403.565.559	93.346.041
Diğer Borçlar	0	0	1.701.217	2.010.063
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>1.666.467</i>	<i>1.978.563</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>34.750</i>	<i>31.500</i>
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.346.564	2.566.248	1.146.002	769.114
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>3.346.564</i>	<i>2.566.248</i>	<i>1.146.002</i>	<i>769.114</i>
Uzun Vadeli Kiralama Yükümlülükleri	1.908.689	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	2.348.251	10.519.011	3.683.267
Özkaynaklar	1.270.670.090	330.407.771	67.532.806	58.448.060
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.270.670.090	330.407.771	58.818.742	53.604.777
Ödenmiş Sermaye	221.500.000	188.037.093	18.037.093	6.351.093
Sermaye Düzeltme Farkları	22.876	22.876	22.876	22.876
Dönemde Ödenen Kar Payı Avansları	0	-227.893.627	0	0
Paylara İlişkin Primler / İskontolar	722.798.791	0	0	0
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	25.905.764	9.418.036	849.849	53.236
Birlikte Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-476.086	0	0	0
<i>Tanımlanmış Fayda planları Yeniden Ölçüm Kazanç/ Kayıpları</i>	<i>-476.086</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Geçmiş Yıllar Karları / Zararları	116.442.038	39.908.924	32.949.359	40.185.318
Net Dönem Karı (Zararı)	184.476.707	320.914.469	6.959.565	6.992.254
Azınlık Payları	0	0	8.714.064	4.843.283
Toplam Kaynaklar	2.907.961.043	1.231.829.634	854.812.809	321.964.166

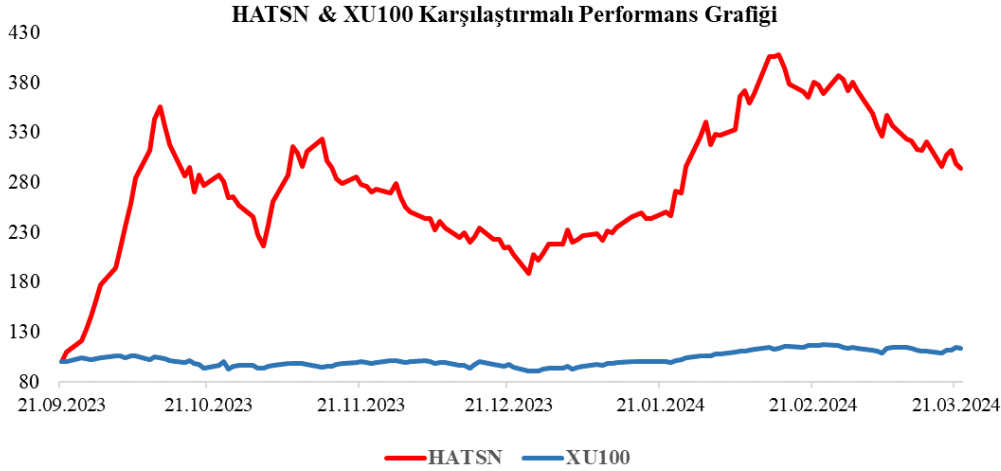
Kar veya Zarar Kısmı (TL)	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Hasılat	1.398.490.607	904.128.002	1.132.366.813	458.095.747	384.186.221
Satışların Maliyeti (-)	-998.504.193	-449.241.135	-597.977.908	-378.142.047	-336.996.217
Brüt Kar	399.986.414	454.886.867	534.388.905	79.953.700	47.190.004
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-41.745.844	-34.542.556	-50.604.419	-11.263.027	-11.397.394
Genel Yönetim Giderleri (-)	-21.719.840	-15.176.117	-18.084.410	-11.647.765	-9.447.432
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	160.692.155	81.230.676	87.694.964	16.105.687	16.469.867
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-74.527.159	-86.406.863	-89.940.130	-56.061.704	-19.152.640
Esas Faaliyet Karı	422.685.726	399.992.007	463.454.910	17.086.891	23.662.405
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	18.907.643	28.835.226	32.376.674	42.281.433	11.299.508
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	-73.509.250	-73.509.250	0	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	441.593.369	355.317.983	422.322.334	59.368.324	34.961.913

Finansman Gelirleri	0	0	0	0	0
Finansman Giderleri (-)	-243.073.213	-93.435.073	-97.659.606	-40.036.976	-32.591.214
Vergi Öncesi Kar/(Zarar)	198.520.156	261.882.910	324.662.728	19.331.348	2.370.699
Vergi Gideri	-14.043.449	-5.921.816	-5.944.135	-8.501.002	5.571.344
Dönem Vergi Gideri	-40.884.117	0	0	-452.305	-624.752
Ertelenmiş Vergi (Geliri)/Gideri	26.840.668	-5.921.816	-5.944.135	-8.048.697	6.196.096
Net Dönem Karı/(Zararı)	184.476.707	255.961.094	318.718.593	10.830.346	7.942.043
Dönem Karının Dağılımı					
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	-2.195.876	-2.195.876	3.870.781	949.789
Ana Ortaklık Payları	184.476.707	258.156.970	320.914.469	6.959.565	6.992.254

Fiyat Performansı

Hatsan Gemi payları, 22.09.2023 tarihinde HATSN kodu ile Borsa İstanbul Yıldız Pazarda işlem görmeye başlamıştır. HATSN 22,60 TL'den halka arz edilmiş olup, 22.03.2024 tarihi itibarıyla pay kapanış fiyatı 66,50 TL olmuştur.

Aşağıdaki grafikte HATSN ile BİST-100 Endeksinin Şirket paylarının borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren göstermiş oldukları performans grafiği yer almaktadır. Buna göre HATSN payları 22.03.2024 tarihli 66,50 TL kapanış fiyatı ile halka arz fiyatının %194,2 üzerine çıkarken, BİST-100 Endeksinde ise aynı periyotta %13,9'luk artış yaşanmıştır. Bu doğrultuda HATSN'in BİST-100 Endeksine göre rölatif performansı %158,4 daha yüksek gerçekleşmiştir.



Halka Arz Sonrası Fiyata Etki Eden Faktörler

- 2023 yılı FAVÖK beklentisinin 9 aylık finansal verilere göre %86,8 oranında gerçekleşmesi, beklentilerin üzerinde performans sergilendiğini göstermektedir.
- Yurt dışında mukim firmalarla yapılan döviz bazlı sözleşmeler ihracata yönelik adımların devam edeceği beklentisini oluşturmuştur.

Sonuç

Sonuç olarak, Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren payları %194,2 oranında prim yapmış olan Hatsan Gemi, işlem görmeye başladığı tarihten itibaren gösterge endeksin üzerinde performans sergilemiştir.