

05 Haziran 2023 Pazartesi

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Genel Bilgiler

Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş. ("Şirket") Ankara'da Otosentez Otomotiv ve Ticaret A.Ş unvanı ile 29.07.2013 tarihinde kurulmuştur. Şirket 18.03.2019 tarihinde unvan değişikliği yaparak bugünkü unvanına kavuşmuştur.

Şirket'in ana faaliyet konusu uluslararası demiryolu, karayolu, denizyolu ile yük taşımacılığı, uluslararası sularda çoklu taşıma türüne uygun konteynerlerin konteyner gemileriyle taşınması, demir yolu taşımacılığıyla ilgili yükün yükleme- boşaltma hizmetleri, demir yolu yük nakliyat acentelerinin faaliyetleri, karayolu ile şehirlerarası yük taşımacılığı, hava yolu yük nakliyat acentelerinin faaliyetleri, havayolu ile yük taşımacılığı ve tüm bunlara ilişkin terminal hizmetleri yerine getirmektir.

2013 yılında kurulan Şirket, 18.03.2019 tarihinde faaliyet konusunu değiştirerek; lojistik sektöründeki faaliyetlerine başlamıştır. Şirket fiili olarak demiryolu taşımacılığı, terminal hizmetleri, karayolu taşımacılığı ve denizyolu taşımacılığı alanlarına faaliyet göstermektedir.

Ortaklık Yapısı

Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 150.000.000 TL'den 168.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabilecek 18.000.000 TL nominal değerli 18.000.000 adet B grubu payın sermaye artırımını suretiyle, ve Halka Arz Eden Pay Sahipleri'nin mülkiyetinde bulunan 16.000.000 TL nominal değerli 16.000.000 adet B grubu payların (Mevcut ortaklardan Fatih Erdoğan'ın sahip olduğu toplam 5.333.334 TL nominal değerli 5.333.333 adet B grubu, Abdülkerim Fırat'ın sahip olduğu toplam 5.333.333 TL nominal değerli 5.333.333 adet B grubu ve Mehmet Erdoğan'ın sahip olduğu 5.333.333 TL nominal değerli 5.333.333 adet B grubu paylar olmak üzere toplam 16.000.000 adet B grubu paylar) ortak satışı suretiyle olmak üzere toplam 34.000.000 TL nominal değerli 34.000.000 adet pay halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 850 m TL olup, halka açıklık oranı %20,24 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in Faaliyetleri Hakkında

Şirket'in faaliyet gösterdiği pazarlardaki konumunu koruması ve büyüme stratejisini sürdürebilmesi açısından avantaj ve dezavantajlar aşağıda listelenmiştir:

Şirket Avantajları

- TITR Asil üyeliği
- Casca+ Üyeliği
- Türkiye'nin konumundan kaynaklanan Çin- Avrupa hattındaki önemli konum avantajı,
- Güzergâh üzerindeki ülkeler demiryolları ve / veya yetkili taşımacılık firmaları ile yapılan ikili taşıma anlaşmaları,
- Güzergâh üzerindeki ülkeler demiryolları ve / veya yetkili taşımacılık firmaları ile yapılan ikili konteyner kullanım/ depolama anlaşmaları,
- Demiryolu taşımacılığı alanında müşteri portföyü ve farklı ülkeler ile iş birliği çeşitliliğinden kaynaklı potansiyelini diğer taşıma modlarında kullanarak multimodal ve intermodal taşıma yapabilme kabiliyeti,
- Kapıdan kapıya taşıma yapabilme kabiliyeti,
- Müşterilerin ihtiyaçlarına her taşıma modundaki çözüm imkânları ile cevap verilebilmesidir.

Şirket'in Dezavantajları

- Ülkemizde sınırlı demiryolları yük taşıma kapasitesinin mevcut olması,
- Uluslararası yasal düzenlemelerdeki değişiklikler,
- Coğrafya ve beraberinde getirdiği iklimsel olaylar gibi faktörlerdir.

Değerleme Yöntemleri

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri kapsamında Madde 40 uyarınca gelir yaklaşımı çerçevesinde indirgenmiş nakit akışları yöntemi kullanılmıştır. Değerleme metodolojisi olarak;

- Şirket'in henüz ana iş planları çerçevesinde yaptığı yatırımlara dayalı faaliyetlerine yeni başlamış olması,
- Şirket'in sahip olduğu uluslararası sözleşmeler sebebiyle edindiği rekabet ve fiyatlama avantajı,
- Yurt içinde benzer nitelik ve kapsamda faaliyet gösteren bir şirketin olmaması,
- Yurt dışındaki benzer şirketlerin ise sektöründe oturmuş, pazar payı ve kar marjı durağan hale gelmiş ve uzun zamandır faaliyet gösteren şirketler olmaları,

nedeni ile Şirket'in özelliklerine uygun olarak ve performansını daha iyi yansıtacağı düşüncesi ile Gelir Yaklaşımı-İndirgenmiş Nakit Akışları ('İNA') yöntemi seçilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri

Makro Varsayımlar

Makro Veriler (*)	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
USD / TRY (Dönem Sonu)	18,69	24	28	32	36	40	44	48	53	57	63
USD / TRY (Ortalama)	16,62	21	26	30	34	38	42	46	51	55	60
TÜFE Enflasyon (Dönem Sonu)	64,30%	40,0%	28,0%	23,0%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
GSYH Büyüme	5,6%	3,3%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%					

(*) Orta Vadeli Plan öngörülleri ile uyumludur.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

TÜFE (%)	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Euro Bölgesi	8,4	5,3	2,9	2,2	2	2	2	2	2	2	2
ABD	8	4,3	2,6	2,4	2	2	2	2	2	2	2

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Şirket'e ilişkin özkaynak maliyeti hesaplamasında Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli kullanılmıştır. Söz konusu bu modele göre, T.C. Hazinesi tarafından TL cinsinden ihraç edilen 10 yıl vadeli TL tahvil getirisindeki faiz oranındaki dalgalanmalar göz önünde bulundurularak risksiz faiz oranı %20 olarak belirlenmiştir. Piyasa risk primi %6 olarak hesaplamalara dahil edilmiştir. Şirket'in 35,7 mın TL finansal borcu ve sermaye artırımını sonrası düzeltilmiş finansal tablolarında 154,7 mın TL'lik özkaynağı bulunmaktadır. Bu nedenle hedef finansal kaldıraç oranı da %18,75 olarak değerlendirilip, borçlanma maliyeti AOSM hesabına dahil edilmiştir. Sonuç olarak Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ile hesaplanan özkaynak maliyeti doğrudan nakit akışlarının indirgeneceği iskonto oranı şeklinde kullanılmıştır.

AOSM	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Faiz Oranı	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Ek Risk Primi	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%
Özkaynak Maliyeti	28,25%	28,25%	28,25%	28,25%	28,25%	28,25%	28,25%	28,25%	28,25%	28,25%	28,25%
Kaldıraç Oranı	18,75%	18,75%	18,75%	18,75%	18,75%	18,75%	18,75%	18,75%	18,75%	18,75%	18,75%
Borçlanma Maliyeti	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%
Finansal Vergi Oranı	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Düzeltilmiş Borçlanma Maliyeti	19,60%	19,60%	19,60%	19,60%	19,60%	19,60%	19,60%	19,60%	19,60%	19,60%	19,60%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	26,63%	26,63%	26,63%	26,63%	26,63%	26,63%	26,63%	26,63%	26,63%	26,63%	26,63%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Analizi

Şirketin indirgenmiş nakit akışları aşağıdaki tabloda verilmiştir. Şirketin 2023 yılındaki 422 mın TL'lik nakit çıkışını faaliyetlerden elde edilecek gelirler ile özkaynaklarından karşılaması planlanmaktadır. Eksik kalınması durumunda hissedarların şirkete sermaye desteği ile tamamlanacaktır.

mın TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	Devam Eden Değer
Brüt Satışlar	1.729	4.584	8.402	13.084	17.300	20.516	24.097	28.277	32.915	38.379	
Satıştan İadeler (-)	-19	-53	-107	-185	-282	-281	-280	-279	-278	-277	
Net Satışlar	1.711	4.531	8.295	12.899	17.018	20.235	23.817	27.999	32.638	38.102	
Satışların Maliyeti (-)	1.354	3.397	6.101	9.423	12.454	14.685	17.150	19.998	23.206	26.841	
Brüt Kar	356	1.133	2.194	3.477	4.565	5.550	6.667	8.000	9.432	11.261	
Brüt Kar Marjı	20,83%	25,02%	26,45%	26,95%	26,82%	27,43%	27,99%	28,57%	28,90%	29,56%	
Faaliyet Gideri (-)	87	227	412	635	832	981	1.149	1.348	1.573	1.837	
FVÖK	270	906	1.782	2.842	3.733	4.569	5.518	6.652	7.859	9.424	
Amortisman	26	52	52	123	121	118	103	93	93	93	
FAVÖK	295	958	1.834	2.965	3.854	4.687	5.621	6.745	7.952	9.517	
FAVÖK Marjı	17,26%	21,15%	22,10%	22,99%	22,65%	23,16%	23,60%	24,09%	24,36%	24,98%	
Vergi (-)	54	181	356	568	747	914	1.104	1.330	1.572	1.885	
NİS Değişimi	177	301	510	757	851	483	537	627	696	820	
Yatırımlar	486	91	180	1.275	-	-	-	-	-	-	
Serbest Nakit Akımı	-422	385	787	364	2.256	3.291	3.980	4.788	5.684	6.813	
Serbest Nakit Akımları	-422	385	787	364	2.256	3.291	3.980	4.788	5.684	6.813	29.698
AOSM	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	26,63%
Dönem	1	2	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	10,00
İskonto Faktörü	0,79	0,62	0,49	0,39	0,31	0,24	0,19	0,15	0,12	0,09	0,09
İndirgenmiş Nakit Akımları	-333	240	388	142	693	798	762	724	679	643	2.802

İndirgenmiş Serbest Nakit Akışları	4.736
Devam Eden Değer Büyüme Oranları	3,00%
İndirgenmiş Devam Eden Değer	2.802
Firma Değeri	7.538
+Nakit ve Nakit Benzerleri	8,8
-Finansal Borçlar	36
Özkaynak Değeri	7.511

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Gelir Yaklaşımı sonucunda şirketin ortalama halka arz öncesi piyasa değeri 7.511 mn TL olarak hesaplanmaktadır. Sermayesi 150.000.000 TL olan Şirket'in iskonto öncesi halka arz pay başına değeri 50,07 TL olarak hesaplanmış olup, yaklaşık %50,1 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 3.750 mn TL, pay başına değer ise 25,0 TL olarak hesaplanmaktadır.

Sonuç	mn TL
Nominal Sermaye Tutarı	150
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	7.511
İskonto Öncesi Pay Başına Değer	50,07
Halka Arz İskontosu	50,1%
Halka Arz Pay Fiyatı	25,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda şirketin faaliyetleri, sektörü ve değerlendirme yöntemlerine ilişkin yer verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu değerlendiriyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan projeksiyonların ve değerlendirme parametrelerinin, değerlendirme tarihi itibarıyla makul olduğunu değerlendiriyoruz.
- Değerleme çalışmasında sadece İNA analizine yer verilmiş olup, çarpan analizine de yer verilmesinin daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz. Buna karşın, %50,1 oranında uygulanan halka arz iskontosunu olumlu karşılıyoruz.
- Değerleme çalışması sonucunda %50,1 halka arz iskontosu yapılarak ulaşılan 25,0 TL'lik hisse başı halka arz fiyatının, makul olduğu görüşündeyiz.

Finansal Bilgiler

Bilanço

Sermaye Artırımı Sonrası Düzeltilmiş Bilanço	31.12.2021	31.12.2022
TL		
Dönen Varlıklar	80.157.899	334.913.066
Nakit ve Nakit Benzeri	920.769	8.772.505
Ticari Alacaklar	50.684.710	146.395.706
Diğer Alacaklar	590.993	89.195.537
Stoklar	21.214.699	-
Peşin Ödenmiş Giderler	1.592.610	41.356.784
Diğer Dönen Varlıklar	5.154.118	49.192.534
Duran Varlıklar	6.795.679	203.338.930
Diğer Alacaklar	286.002	431.386
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	41.763.595
Maddi Duran Varlıklar	4.260.144	159.687.754
Kullanım Hakları	1.843.156	1.382.367
Maddi Olmayan Varlıklar	95.755	73.828
Ertelenmiş Vergi Varlığı	310.622	-
TOPLAM VARLIKLAR	86.953.578	538.251.996
Kısa Vadeli Yükümlülükler	64.962.271	267.548.771
Kısa Vadeli Borçlanmalar	14.798.460	35.720.077
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	384.564	449.703
Ticari Borçlar	33.267.414	190.510.813
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	111.838	138.111
Diğer Borçlar	3.751.264	150.757
Ertelenmiş Gelirler	5.913.131	27.566.177
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	6.689.528	12.938.983
Kısa Vadeli Karşılıklar	46.072	74.150
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.956.587	115.919.513
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	1.590.521	1.140.819
Ticari Borçlar	-	113.399.289
Uzun Vadeli Karşılıklar	366.066	1.207.641
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	171.764
TOPLAM KAYNAKLAR	66.918.858	383.468.284
Özkaynaklar	20.034.720	154.783.712
Ödenmiş Sermaye	800.000	150.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsa	-20.398	-3.249
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	1.004.885
Geçmiş Yıllar Karlar/Zararlar	2.983.873	-72.207.910
Net Dönem Karı/Zararı	16.271.245	75.989.986
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	86.953.578	538.251.996

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Hasılat	56.670.051	295.851.036	533.409.319
Satışların Maliyeti (-)	-42.564.015	-261.379.285	-409.858.402
Brüt Kar/ (Zarar)	14.106.036	34.471.751	123.550.917
Pazarlama Giderleri	-684.950	-1.696.271	-1.775.069
Genel Yönetim Giderleri	-8.772.568	-13.395.531	-25.627.728
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	761.681	21.418.523	30.529.127
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-557.223	-13.906.897	-29.406.636
Esas Faaliyet Karı/Zararı	4.852.976	26.891.575	97.270.611
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	11.904	301.391	967.348
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-1.487.463		
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	3.377.417	27.192.966	98.237.959
Finansman Gelirleri	53.429	21.283	4.121.753
Finansman Giderleri (-)	-64.110	-4.462.800	-2.942.968
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi Karı/(Zararı)	3.366.736	22.751.449	99.416.744
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Geliri/(Gideri)	-766.639	-6.480.204	-23.426.758
- Dönem Vergi Gelir/Gideri (-)	-358.079	-7.193.446	-22.948.660
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri (-)	-408.560	713.242	-478.098
Dönem Net Karı/Zararı	2.600.097	16.271.245	75.989.986

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.