

İşbu rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Hat-San Gemi" ve/veya "Şirket" ve/veya "İhraççı") 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 verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

Halka Arz Bilgileri				
Halka Arz Özeti	Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (TL)	188.037.093	Toplam Halka Arz Edilecek Pay (TL)	44.300.000
	Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye (TL)	221.500.000	Halka Açılacak Oran (%)	20,00
	Sermaye Arttırımı (TL)	33.462.907	Halka Açılacak Oran (%) (ek satış dahil)	20,00
	Mevcut Pay Satışı (TL)	10.837.093	Halka Arz Satış Fiyatı (TL)	22,60
	Ek Pay Satışı (TL)	-	Satış Yöntemi	Sabit fiyatla talep toplama ve satış

1.Şirket Faaliyetleri Hakkında Önemli Bilgiler

HAT-SAN Tersanesi bir "PEKAR GRUP" kuruluşudur. Madencilik, inşaat, dış ticaret ve enerji sektörlerinde faaliyet gösteren PEKAR GRUP, 2006 yılında gemi inşa ve denizcilik faaliyetlerine yatırım yapma kararı almıştır. Altınova/Yalova'da Tersaneler için ayrılan alanda 2007 yılında tersane yatırımlarına başlamıştır. Şirket esas sözleşmesinin "Amaç ve Konu" başlıklı 3. maddesi çerçevesinde şirketin faaliyet konusu özetle; yerli yabancı her tonajdaki gemi inşa tesisleri, tersaneler, otel, yolcu gemisi, yat, 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. Şirketin ana faaliyet alanı yeni gemi inşaatı, gemi tamir bakımı ve gemi dönüşümü faaliyetleridir.

Hat-San Tersanesi, üretim tesisleri ve kızaklar ile her türlü gemiyi inşa etmekte olup ayrıca tersane alanında deniz veya kara kullanım amacı her türlü çelik konstrüksiyonu da inşa etmektedir. Hat-San Tersanesi, Panamax yüzer havuz müşterilerine gemi tamir ve bakımında hizmet vermektedir. Hat-San Tersanesi, özel dönüşüm projelerinde de faaliyet göstermektedir. Gemi ve diğer yüzer tesislerin boy uzatma projeleri, kullanım amacını değiştiren revizyonları, yeni makine, ekipman, fabrika kurulumları veya gemilerde ağır çelik konstrüksiyon işleri verilen hizmetler arasındadır.

Şirket, Yalova ili Altınova ilçesinde 108.974,51 metrekare üzerine kurulu 13.495,26 metrekare kapalı alan ve 7.158,13 metrekare alan üzerine kurulu 3.849 metrekare kapalı alan olmak üzere iki farklı lokasyonda ana faaliyet alanı olan yeni gemi inşası, yüzer havuz inşası, gemi tamir bakımı ve gemi dönüşümü faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Şirket'in tersane alanları, yeni gemi inşa faaliyetleri kapsamında, kuru yük, tanker, duba, yüzer havuz, balıkçı gemileri vb. geniş bir üretim çeşitliliğine sahipken diğer yandan 25.000 ton kaldırma kapasiteli yüzer havuz ile büyük taşıma kapasiteli gemilerin bakım ve onarımını yapabilmektedir.

Şirket'in bünyesinde 3 adet 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, muhtelif kaldırma kapasitelerine sahip vinçler bulunurken 346 personel ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

Ortaklık Yapısı

Ortağın Ünvanı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Pekar Grup İnşaat A.Ş.	A	49.880.000	99,76%	49.880.000	79,80%
Pekar Grup İnşaat A.Ş.	B	137.712.988		126.875.895	
Mehmet Halid İsmail PEPE	A	40.000	0,08%	40.000	0,07%
Mehmet Halid İsmail PEPE	B	108.035		108.035	
Mustafa Talha PEPE	A	40.000	0,08%	40.000	0,07%
Mustafa Talha PEPE	B	108.035		108.035	
Mesud Abdurrahman PEPE	A	40.000	0,08%	40.000	0,07%
Mesud Abdurrahman PEPE	B	108.035		108.035	
Halka Açık Kısım	B	-	0,00%	44.300.000	20,00%
Özsermaye		188.037.093	100%	221.500.000	100%

2.Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Halka Arz Gerekçeleri:

- Şirket'in özkaynaklarının güçlendirilmesi.
- Şirket'in işletme sermayesinin güçlendirilmesi.
- Şirket'in büyüme hedeflerinin devamlılığının sağlanması.
- Şirket'in bilinirliğinin artırılması.
- Şirket'in rekabet gücünün artırılması.
- Şirket faaliyetlerinin uluslararası pazarlara yayılması.
- Potansiyel müşteriler nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması.
- Sürdürülebilir kurumsal yapının oluşturulması ve raporlama standartlarının geliştirilmesi.
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi.
- Şirket paylarının likit hale getirilmesi neticesinde kredi verenler nezdinde gerekmesi durumunda Daha düşük maliyetle borçlanma imkanına kavuşması.

Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı:

Şirket, sermaye artışı ve ortak satışı usulüyle 44.300.000 nominal değerli 44.300.000 adet payın halk arz kapsamında satılması sonucu sermaye artışı ile 756.261.698 TL brüt gelir, 711.011.698 TL net geliri elde edecektir. Mevcut pay satışı ile ortakların 244.918.302 TL brüt gelir, 234.073.356 TL net gelir elde etmesi beklenmektedir.

Tahmini halka arz masraflarının çıkarılması ile ilgili sermaye artırımına tekabül eden tutarın, Şirket'e düşen kısmı için aşağıda fon kullanım alanları verilmiştir.

- %75-85'ine karşılık gelen tutarın gemi üretim, bakım ve tamir kapasitesinin artırılması için yüzer havuz inşası
- %15-25'ine karşılık gelen tutarın Şirket'in kullanacağı elektriği üretmek için elektrik üretim santrali kurulması

3.Özet Finansallar

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Hasılat	384.186.221	458.095.747	1.132.366.813	144.736.545	306.513.890
Satışların Maliyeti	336.996.217	378.142.047	597.977.908	102.819.757	229.413.471
Brüt Kar	47.190.004	79.953.700	534.388.905	41.916.788	77.100.419
Esas Faaliyet Karı	23.662.405	17.086.891	463.454.910	32.998.844	72.245.517
Finansman Geliri / Gideri Öncesi Faaliyet Karı	34.961.913	59.368.324	422.322.334	33.190.295	74.261.858
Vergi Öncesi Karı	2.370.699	19.331.348	324.662.728	-7.045.291	46.106.326
Net Dönem Karı	7.942.043	10.830.346	318.718.593	-8.015.756	48.975.355

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
Toplam Varlıklar	321.964.166	854.812.809	1.231.829.634	1.336.552.616
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
Toplam Kaynaklar	321.964.166	854.812.809	1.231.829.634	1.336.552.616

4.Değerleme

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

- İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA)
- Piyasa Çarpanları Analizi (FD/FAVÖK, F/K)

AOSM

AOSM	
Risksiz Faiz Oranı	17,0%
Kaldıraçsız Beta	0,73
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	61,1%
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%
Özsermaye Maliyeti	22,5%
Borç Maliyeti	21,0%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	61,1%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	38,9%
Kurumlar Vergisi Oranı	0,0%
AOSM	21,6%

İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA)

mn TL	TAHMİNİ NAKİT AKIŞI										
	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Normalize	Uç Değer
Net Satışlar	377	450	1.132	1.737	3.564	5.518	7.644	6.912	7.535	7.912	
Değişim (%)		19,0%	152%	53%	105%	55%	39%	-10%	9%	5%	
EBITDA	31	62	494	426	609	934	2.054	1.442	1.568	1.647	
Değişim (%)		99%	692%	-14%	43%	53%	120%	-30%	9%	5%	
EBITDA Marjı	8,3%	13,9%	43,6%	24,5%	17,1%	16,9%	26,9%	20,9%	20,8%	20,8%	
Esas Faaliyet Karı	25	55	466	382	541	860	1.972	1.353	1.472	1.545	
Değişim (%)		116%	753%	-18%	42%	59%	129%	-31%	9%	5%	
Vergi	22,0%	25,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	
Operasyonel Vergiler	-	-	-	-	-2,9	-16	-	-	-	-	
Amortisman	-6	-8	-29	-44	-69	-74	-82	-89	-97	-101	
Net Yatırım Giderleri	-20	-377	-335	-111	-516	-514	-252	-76	-83	-87	
Yatırım/Satış	5,3%	83,8%	29,6%	6,4%	14,5%	9,3%	3,3%	1,1%	1,1%	1,1%	
Yatırım/Amortisman	3,30	48,00	11,70	2,50	7,50	6,90	3,10	0,90	0,90	0,90	
İşletme Sermayesi Değişimi	-16	-55	91	72	-39	-105	-219	46	-25	-27	
Deprem Vergisi				-41							
Yüzer Havuz SMM	20	-	-	-	-	-	875	-	-	-	
Kaldıraçsız Nakit Akımı	270	193	52	193	299	2458	1412	1460	1533	9682	
Değişim				-28,5%	-73,0%	477,5%	721,1%	-43,0%	3,4%	5,0%	5,0%
AOSM	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%
İndirgenmiş Nakit Akımı	179	41	193	41	193	1.301	614	522	451	2.582	

Firma Değeri	5.883
Uç Değer Payı	43,9%
Uç Değer Büyüme	5,0%
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

Piyasa Çarpanları Analizi (FD/FAVÖK, F/K)

Mn TL	Değer
Hatsan Normalize EBITDA 2023/03 4Ç	330
BIST Sınai Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	11,70
BIST Sınai Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	3.860
Hatsan Net Borç 2023/03	332
BIST Sınai Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	3.529
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Hatsan Normalize Net Kar 2023/03 4Ç	223,00
BIST Sınai Şirketleri Medyan F/K (x)	12,30
BIST Sınai Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.753
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Sınai Şirketleri Çarpanına Göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	3.141
Hatsan Normalize EBITDA 2023/03 4Ç	330
31.03.2022 - 31.03.2023 Ortalama USD/TL	17,94
Hatsan Normalize EBITDA 2023/03 4Ç (USD)	18,00
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	9,20
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri (USD)	170
Hatsan Net Borç 2023/03	332
31.03.2023 USD/TL Kapanış Kuru	17,07
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)	153
14.07.2023 USD/TL Kapanış Kuru	26,25
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)	4.004
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Hatsan Normalize Net Kar 2023/03 4Ç	223
31.03.2022 - 31.03.2023 Ortalama USD/TL	17,94
Hatsan Normalize Net Kar 2023/03 4Ç (USD)	12,00
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	23,80
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)	296
14.07.2023 USD/TL Kapanış Kuru	26,25
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)	7.758
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	5.581

Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımı ve Piyasa Çarpanları Analizi sırasıyla %50-50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere **%20,3** halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu öncesi **5.335.000.000 TL** piyasa değeri ve pay başı **22,60 TL** değer tespit edilmiştir.

Hat-San Gemi / Halka Arz Özeti	Değer	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	5.886	50%	31,30
Yurtdışı Benzerler	5.881	30%	31,28
BIST Sınai	3.141	20%	16,70
Halka Arz Piyasa Değeri	5.335	100%	28,37
Halka Arz İskontosu	-20,3%		
Nihai Değer	4.250		22,60
Değer Çarpanları			
	2023/03		2023T
EV/EBITDA	8,5		10,7
F/K	11,3		m.d.
EV/Net Satış	3,5		2,6
PD/DD	1,2		m.d.

5.Halka Arz Hakkında Nihai Değerlendirme

- Fiyat Tespit Raporu'nda Hat-San Gemi İnşaa Bakım Onarım Deniz Nakliyat Sanayi ve Ticaret A.Ş. hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.
- Hat-San Gemi için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımı" ve "Piyasa Çarpanları Analizi" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımı ve Piyasa Çarpanları Analizi'ne sırasıyla %50-50 ağırlık verilmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.

Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %20,3 iskonto oranı uygulanarak 22,60 TL pay başına fiyat hesaplanmıştır.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.