



**KALKINMA YATIRIM**  
BANKASI

## **HAREKET PROJE TAŞIMACILIĞI VE YÜK MÜHENDİSLİĞİ** **ANONİM ŞİRKETİ**

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu  
*14 Mayıs 2024*

**Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.**

İnkılap Mahallesi Dr. Adnan Büyükdeniz Caddesi  
No:10 34768 Ümraniye / İstanbul  
Tel: 0216 636 88 11



## 1. Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin ikinci fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporunda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Hareket Proje Taşımacılığı ve Yük Mühendisliği A.Ş. ("Şirket", "Hareket Proje") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 18 Nisan 2024 tarihli Türk Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir. Bu rapor, Şirket'in halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Fiyat Tespit Raporu içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. ("Kalkınma Yatırım Bankası", "Kurum") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu rapor, Kurum'un yalnızca TSKB tarafından hazırlanmış olan "Fiyat Tespit Raporu" hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir.

## 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, Hareket Nakliyat Ticaret ve Sanayi Anonim Şirket unvanıyla 11.04.1985 yılında, İstanbul'da kurulmuştur. Şirket'in 12.05.2005 tarihli olağan genel kurul kararı neticesinde Şirket'in unvanı güncel unvanı olan "Hareket Proje Taşımacılığı ve Yük Mühendisliği Anonim Şirketi" olarak güncellenmiştir. Şirket'in adresi Sancaktepe/İstanbul'dur.

Şirket bünyesinde 252 adet kendinden tahrikli modüler treyler, 378 adet hidrolik modüler araç, 41 adet Low-Bed ekipmanı, 30 ton-2200 ton kaldırma kapasitesine sahip 23 adet paletli ve 40 adet mobil vinç, 10 adet hi-up, 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. Şirket, Sancaktepe/İstanbul'da 2, Menemen/İzmir'de 2, Adana'da 1, Dubai/Birleşik Arap Emirlikleri'nde 1, Kiev/Ukrayna'da 1, Mangistau/Kazakistan'da 1 adet olmak üzere çeşitli coğrafi bölgelerde ekipman parkı bulunmaktadır. Şirketin başlıca faaliyet alanı proje taşımacılığı, ekipman kiralama, montaj ve depolama hizmeti faaliyetleri yürütmektedir. Şirketin bağlı ortaklıkları ile birlikte 636 adet personeli bulunmaktadır.

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 Çevrim Elektrik Santrali Projesi
- Bazyan Basit Çevrim Elektrik Santrali Taşıma Projesi
- Dubai Alacakaranlık Taşıma Projesi

Şirket'in faaliyet alanlarına göre 2021, 2022 ve 2023 yılları satış gelirlerinin kırılımı aşağıdaki tabloda sunulduğu gibidir.

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



Hasılat (Bin TL)	2021	2022	2023
Diğer	170.394	105.118	181.981
<b>Toplam</b>	<b>1.754.975</b>	<b>1.670.059</b>	<b>1.593.643</b>

Ek olarak Hareket Proje, 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 01.04.2020 tarihinde devralmıştır. Bu süreçte Şirket, kendisi tarafından işletilen iskelenin tüm ticari ve operasyonel haklarına tek başına sahiptir.

Şirket satış gelirlerinin coğrafi dağılımlarına 2021, 2022 ve 2023 yıllarına göre aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

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
Eliminasyon	-495.775	-378.253	-423.279
<b>Toplam</b>	<b>1.754.973</b>	<b>1.670.058</b>	<b>1.593.643</b>

Şirket, yukarıda belirtilen faaliyet ve hizmetleri birlikte değerlendirildiğinde; proje taşımacılığı başta olmak üzere sunulan bütün hizmetler bakımından, müşterilerine ihtiyaç duyduğu lojistik, depolama, ekipman ve personel tedariği ile montaj ve mühendislik dahil tüm hizmetleri entegre olarak sunmaktadır.

### 3. Şirket Ortaklık Yapısı

Ortak Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye	Oran (%)	Sermaye	Oran (%)
		(nominal, TL)		(nominal, TL)	
Ahmet Altunkum	A	14.256.000	14,85	14.256.000	12,3750
	C	49.104.000	51,15	45.936.000	39,8750
Abdullah Altunkum	A	3.024.000	3,15	3.024.000	2,6250
	C	10.416.000	10,85	9.744.000	8,4583
Samet Gürsu	B	5.760.000	6,00	5.760.000	5,0000
	C	3.840.000	4,00	3.360.000	2,9167
Cemalettin Gürsu	B	2.880.000	3,00	2.880.000	2,5000
	C	1.920.000	2,00	1.680.000	1,4583
Seddar Sacid Gürsu	B	1.728.000	1,80	1.728.000	1,5000
	C	1.152.000	1,20	1.008.000	0,8750
Sena Gürsü	B	1.152.000	1,20	1.152.000	1,0000
	C	768.000	0,80	672.000	0,5833
Halka Açık	-	-	-	24.000.000	20,8333
<b>TOPLAM</b>		<b>96.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>115.200.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: Hareket Proje, İzahname



#### 4. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Talep Toplama Tarihleri	15-16-17 Mayıs 2024
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Sermaye Artırımı: 19.200.000 TL nominal değerli paylar Ortak Satışı: 4.800.000 nominal değerli paylar Toplam Satış: 24.000.000 nominal değerli paylar
Halka Arz Fiyatı (TL)	70
Tahmini Halka Arz Büyüklüğü	1.680.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%20,83
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Türk Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren halka arz gelirinin %50'si ile 30 iş gün süre ile yapılması planlanmaktadır.
Satmama Taahhüdü	Şirket ve ortakları tarafından 1 yıl boyunca pay satışı yapılmayacağı taahhüt edilmiştir.
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı: 17.760.000 Lot (%74) Şirket Çalışanları: 240.000 Lot (%1) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 6.000.000 Lot (%25)

Kaynak: Hareket Proje İzahname, Hareket Proje Fiyat Tespit Raporu

#### 5- Halka Arz Gereçekleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket'in paylarının halka arz edilmek suretiyle primli fiyattan satılması ile Şirket'in sermaye artırımından elde edilecek kaynakların Şirket payına düşen halka arz ile ilgili masraflar düşüldükten sonra kalan 1.294.615.910 TL tutarın kullanım yeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Halka Arz Geliri Kullanım Alanı	Kullanım Oranı (%)
Makine, Ekipman, Tesis ve Proje Yatırımları	50-60
Finansal Borçluluğun Azaltılması	20-25
Şirket'in İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi	20-25
Toplam	100

Kaynak: Hareket Proje, Fon Kullanım Yeri Raporu, İzahname



## 6. Şirket'in Finansal Verileri Hakkında Özet Bilgi

### 6.1. Gelir Tablosu

Hareket Proje'nin 2021-2022-2023 yılları için hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarına göre gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Gelir Tablosu (TL)	2021	2022	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>
Genel Yönetim giderleri	-30.013.591	-44.895.595	-53.587.790
Pazarlama Gideri	-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	-219331455
<b>Esas Faaliyet Karı</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>Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı</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 Kazanç/Kayıpları	251.840.011	674.642.806	1.330.596.187
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar</b>	<b>612.831.171</b>	<b>662.799.836</b>	<b>1.469.045.473</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)</b>	<b>-227.913.190</b>	<b>-387.203.737</b>	<b>-403.064.273</b>
Dönem Vergi Gelir (Gideri)	-25.253.273	-202.814	-14.780.640
Ertelemiş Vergi Geliri (Gideri)	-202.659.917	-387.000.923	-388.283.633
<b>Dönem Karı</b>	<b>384.917.981</b>	<b>275.596.099</b>	<b>1.065.981.200</b>
Pay Başına Kazanç	2.196,05	1.572,34	6.079,74

Kaynak: Hareket Proje, İzahname

Şirket'in hasılatı 2021, 2022 ve 2023 yılında sırasıyla 1.754.974.559 TL, 1.670.058.565 TL ve 1.593.642.525 TL olup, 2022 yılında 2021'e göre %4,84 oranında azalmış, 2023 yılında 2022'e göre %4,58 oranında azalmıştır.

Şirket'in satışlarının maliyeti 2021, 2022 ve 2023 yılları itibarıyla 1.125.706.883 TL, 1.148.599.866 TL ve 1.017.069.733 TL olup 2022 yılında 2021'e göre %2,03 artış, 2023 yılında 2022 yılına göre %11,45 oranında azalış göstermiştir.

Şirket'in brüt kâr marjı 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %35,86, %31,22 ve %36,18'dir. Şirket'in satışları, satışların maliyeti ve brüt kar marjında dalgalı olmayan stabil bir görünüm



hakimdir. Şirket'in 2023 yılında, her ne kadar bir önceki yıla göre satış gelirlerinde bir azalma yaşansa da maliyet kalemlerindeki daha fazla azalışla brüt kar marjı yükselmiştir.

## 6.2. Bilanço

Şirket'in 2021, 2022 ve 2023 yılları için bağımsız denetimden geçmiş bilançoları aşağıda yer almaktadır.

Bilanço (TL)	2021	2022	2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	282.378.231	69.312.270	35.438.524
Finansal Yatırımlar	0	82.976.902	0
Ticari Alacaklar	434.358.538	401.617.347	550.208.899
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>9.275.516</i>	<i>9.253.154</i>	<i>0</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>425.083.022</i>	<i>392.364.193</i>	<i>550.208.899</i>
Diğer Alacaklar	41.624.690	22.997.401	30.743.523
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>21.083.071</i>	<i>14.750.462</i>	<i>20.604.279</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Alacaklar</i>	<i>20.541.619</i>	<i>8.246.939</i>	<i>10.139.244</i>
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 VARLIKLAR</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	0	-	503.186
<b>TOPLAM DURAN VARLIKLAR</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
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>1.913.203</i>	<i>1.620.617</i>	<i>3.840.241</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>355.592.736</i>	<i>149.076.177</i>	<i>155.303.167</i>
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
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>175.972.757</i>	<i>146.578.845</i>	<i>27.620.820</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>10.303.501</i>	<i>18.989.302</i>	<i>12.187.192</i>
Ertelenmiş Gelir	53.857.211	33.085.105	22.947.031
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.328.640	49.727	6.275.722
Kısa Vadeli Karşılıklar	11.601.388	12.075.826	18.442.862
<b>TOPLAM KISA VADELİ 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



Bilanço (TL)	2021	2022	2023
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	787.869.750	1.046.146.371	1.048.680.541
<b>TOPLAM UZUN VADELİ 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 Diğer Gelir (Gider)	176.845.982	650.473.627	603.819.366
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Diğer Gelir (Gider)	-3.641.784	-14.116.847	98.976.990
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>	<i>-3.641.784</i>	<i>-14.116.847</i>	<i>98.976.990</i>
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	17.358.570	20.814.669	20.827.452
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	1.485.576.901	1.800.834.634	1.964.701.172
Net Dönem Karı / (Zararı)	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: Hareket Proje İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket aktiflerinin büyük bölümü, Stoklar, Ticari Alacaklar ve Maddi Duran Varlıklardan oluşmaktadır. Ticari Alacaklar ve Maddi Duran varlıklar, 31.12.2023 tarihi itibarıyla toplam aktifin %92'sini oluşturmaktadır.

## 7. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

TSKB tarafından hazırlanan 18 Nisan 2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu'na göre, Hareket Proje paylarının halka arz fiyatı belirlenirken değerlendirme yaklaşımlarından gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizi ve pazar yaklaşımı kapsamında piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Euro kullanılmıştır.

### 7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımlarına esas teşkil eden projeksiyonlar Şirket'in 10 yıllık iş planı baz alınarak 2024-2033 periyodu için hazırlanmıştır.

TL	2021	2022	2023
Net Satışlar	1.754.974.559	1.670.058.565	1.593.642.525
Brüt Kar	629.267.676	521.458.699	576.572.792
Brüt Kar Marjı	35,86%	31,22%	36,18%
Esas Faaliyet Karı	582.855.123	329.801.959	331.286.624
Faaliyet Kar Marjı	33,21%	19,75%	20,79%
FAVÖK	607.677.394	502.556.703	638.876.748
FAVÖK Marjı	34,63%	30,09%	40,09%
Net Kar	384.917.981	275.596.099	1.065.981.200
Net Kar Marjı	21,93%	16,50%	66,89%

Kaynak: Hareket Proje, İzahname



Şirket'in 31 Aralık 2023 itibarıyla 1.431.389 Bin TL toplam finansal yükümlülüğü bulunmaktadır. Öte yandan, aynı tarih itibarıyla Şirket 35.439 Bin TL nakit ve nakit benzerine sahiptir. Şirket'in net finansal borç pozisyonunu gösteren tablo aşağıda sunulmuştur.

Bin TL	31.12.2023
Finansal Borçlanmalar	316.519
UV Borçlanmaları KV Karşılıkları	347.985
UV Finansal Borçlar	766.885
<b>Toplam Finansal Borçlar</b>	<b>1.431.389</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	35.439
<b>Net Finansal Borç</b>	<b>1.395.950</b>

Kaynak: Hareket Proje, Fiyat Tespit Raporu

İNA değerlemesi kapsamında Şirket'in 2024 yılı ile 2033 yılı arasında yaratacağı nakit akımları ve 2033 sonrası için nihai dönem değeri dikkate alınmıştır. Ayrıca, projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in ürün kategorilerindeki satışları, karlılık beklentileri ve yatırım planlarına bağlı değişimleri içerecek şekilde trend analizi hazırlanmıştır.

### Şirket'in Satış Gelirleri Projeksiyonu

Şirketin 2021 yılında 61,2 Milyon Euro tutarındaki satış geliri, Rusya-Ukrayna savaşının etkisiyle imzalanmış sözleşme edimlerinin ertelenmesine neden olmuş ve 2022 ile 2023 yıllarında gelişim gösterememiştir. Bununla beraber 2023 ve 2024 yıllarında vinç yatırımları artırılarak Suudi Arabistan, Katar ve Özbekistan başta olmak üzere faaliyet gösterilen ülkelerde büyük altyapı projelerindeki artış beklentisi ile ciro gelişimine olumlu katkı sunacağı varsayılmaktadır.

Satış Gelirleri (Bin Euro)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	66.245	54.112	60.786	81.860	105.652	125.438	145.546
Vinç	25.552	24.069	24.465	40.149	55.779	69.544	83.042
Nakliye	17.939	10.190	9.764	10.113	11.295	12.424	13.667
Ağır Nakliye	11.965	10.956	12.868	15.705	21.035	24.008	27.266
Montaj	5.610	2.037	3.788	4.037	4.643	5.200	5.824
Manlift&Forklift	1.224	2.222	2.238	2.611	2.872	3.159	3.475
Diğer Hizmetler	3.955	4.638	7.663	9.065	10.027	11.102	12.272

Kaynak: Hareket Proje, Fiyat Tespit Raporu

Satış Gelirleri (Bin Euro)	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	164.310	181.010	199.246	217.591	236.736	257.587
Vinç	94.796	104.989	116.296	127.783	139.391	152.067
Nakliye	15.033	16.523	17.950	19.397	20.955	22.639
Ağır Nakliye	30.729	33.949	37.510	40.744	44.239	48.039
Montaj	6.407	6.727	7.063	7.416	8.010	8.650
Manlift&Forklift	3.823	4.129	4.459	4.816	5.201	5.617
Diğer Hizmetler	13.522	14.694	15.968	17.435	18.940	20.575

Kaynak: Hareket Proje, Fiyat Tespit Raporu

### Şirket'in Satışların Maliyeti Projeksiyonu

Şirketin 2024 yılında ilave vinç yatırımları ve MENA bölgesinde başta Katar ve Suudi Arabistan olmak üzere petrol, gaz, petrokimya ve altyapı-inşaat sektörü gibi karlılığı yüksek





projelerin hayata geçirilmesi ile brüt kar marjının %40'ın üzerine çıkması ve ilave olarak ağır nakliye iş biriminin ve yenilenebilir enerji sektöründeki katkılarla brüt kar marjının %44 seviyelerine kadar çıkması hedeflenmektedir.

Satışların Maliyeti (Bin Euro)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	66.245	54.112	60.786	81.860	105.652	125.438	145.546
Satışların Maliyeti	-47.844	-37.045	-38.019	-48.655	-60.618	-70.254	-80.881
Brüt Kar	18.401	17.066	22.767	33.025	45.033	55.184	64.665
Brüt Kar Marjı	27,8%	31,5%	37,5%	40,4%	42,6%	44,0%	44,4%

Satışların Maliyeti (Bin Euro)	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	164.310	181.010	199.246	217.591	236.736	257.587
Satışların Maliyeti	-91.755	-101.518	-111.875	-122.927	-134.293	-146.875
Brüt Kar	72.555	79.492	87.371	94.664	102.443	110.712
Brüt Kar Marjı	44,2%	43,9%	43,9%	43,5%	43,3%	43,0%

### Şirket'in İşletme Sermayesi Projeksiyonu

İşletme sermayesi modellenirken, ortalama tahsilat süresi, ortalama stokta kalma süresi ve ortalama borç ödeme süresi dikkate alınmıştır.

Ortalama tahsilat süreleri 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 59, 82 ve 101 gün olarak gerçekleşmiş olup, son 3 yıllık ortalama tahsilat süresi 81 gün olarak gerçekleşmiş ancak projeksiyonda ihtiyatlılık gereği 85 gün olarak kullanılmıştır.

Ortalama stokta kalma süreleri 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 14, 15 ve 11 gün olarak gerçekleşmiş, projeksiyonda ihtiyatlılık gereği 15 gün olarak kullanılmıştır.

Ortalama borç ödeme süreleri 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 67, 45 ve 46 gün olarak gerçekleşmiş, projeksiyonlarda ihtiyatlılık gereği 45 gün olarak kullanılmıştır.

Nakit dönüşüm süresi projeksiyon dönemi boyunca 55 gün olarak sabit tutulmuştur.

İşletme Sermayesi (Bin Euro)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacaklar	20.420	24.946	29.617	34.365	38.795
Stoklar	2.666	2.491	2.887	3.324	3.771
Ticari Borçlar	6.758	7.577	8.782	10.110	11.469
Net İşletme Sermayesi	16.328	19.859	23.723	27.579	31.097
Net İşletme Sermayesi/Satışlar %	20,00%	18,80%	18,90%	18,90%	18,90%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	3.135	3.531	3.863	3.856	3.518
Alacak Tahsilat Süresi	90	85	85	85	85
Stok Tutma Süresi	20	15	15	15	15
Borç Ödeme Süresi	50	45	45	45	45

Kaynak: Hareket Proje Fiyat Tespit Raporu

İşletme Sermayesi (Bin Euro)	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Ticari Alacaklar	42.739	47.044	51.376	55.896	60.819
Stoklar	4.172	4.598	5.052	5.519	6.036
Ticari Borçlar	12.690	13.984	15.366	16.787	18.359
Net İşletme Sermayesi	34.221	37.657	41.062	44.628	48.496
Net İşletme Sermayesi/Satışlar %	18,90%	18,90%	18,90%	18,90%	18,80%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	3.124	3.437	3.404	3.567	3.867
Alacak Tahsilat Süresi	85	85	85	85	85
Stok Tutma Süresi	15	15	15	15	15
Borç Ödeme Süresi	45	45	45	45	45

Kaynak: Hareket Proje Fiyat Tespit Raporu



### Şirket'in Yatırım Harcamaları ve Amortisman Projeksiyonu

TSKB tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in 2024 yılı için 42,1 Milyon Euro, 2025 yılında 11,1 Milyon Euro yatırım planlandığı ve Şirket'in ekipman parkının değerinin 2024 yılında 200 Milyon Euro'yu aşmasının beklendiği belirtilmektedir. Buna bağlı olarak yatırım harcamaları, amortisman tutarları ve yatırımların satışa oranı değerleri 2024-2033 yılları arasında aşağıdaki gibi projekte edilmiştir.

Yatırım ve Amortisman Harcamaları	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Yatırım Harcamaları	42.113	11.093	5.093	5.093	5.093
Yatırım Harcamaları / Net Satış	51,6%	10,5%	4,1%	3,5%	3,1%
Amortisman Giderleri	-11.066	-11.525	-11.429	11.615	-11.724

Kaynak: Hareket Proje, Fiyat Tespit Raporu

Yatırım ve Amortisman Harcamaları	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Yatırım Harcamaları	4.753	4.753	4.753	4.753	4.753
Yatırım Harcamaları / Net Satış	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%	1,8%
Amortisman Giderleri	-11.618	-11.701	-11.839	-11.905	-11.899

Kaynak: Hareket Proje, Fiyat Tespit Raporu

### Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

TSKB tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'e nakit akışlarını indirgemek için işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan varsayımlar şu şekildedir:

- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde sabit olacağı varsayılmıştır.
- 2023 yılı risksiz getiri oranı olarak itfa tarihi 20.09.2033 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US9900123DD96) son altı aylık getiri ortalaması olan %8,03 dikkate alınarak iş planı dönemi boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Türkiye hisse senedi risk primi 2024-2033 ve uç değer hesaplaması döneminde %6 olarak sabit tutulmuştur.
- Borsa endeksini oluşturan tüm payların getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan borsa endeksinin betası da "1" olarak hesaplanmaktadır.
- Şirketin öz sermaye maliyetinin, CAPM modeli ile hesaplandığında (CAPM=Risksiz Faiz Oranı+Beta\*Piyasa Risk Primi) %14,03 olacağı ve sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Vergi öncesi borç maliyetinin, Merkez Bankası 29 Mart 2024 itibarıyla Euro cinsi ticari kredi faiz oranı olan %7,53 olarak görülmüş, projeksiyon dönemi boyunca 3 puan ilave edilerek %10,53 sabit olacak şekilde hesaplamalarda kullanılmıştır.
- Şirket'in borç/öz sermaye oranı, 31.12.2023 tarihli Bağımsız Denetim Raporu'nda yer alan bilanço kalemleri üzerinden hesaplanmış ve %36,09 olarak belirlenmiştir.
- Şirket'in kurumlar vergisi oranının %25 olarak uygulanacağı öngörülmüştür.
- Terminal büyüme oranının 2033 yılından itibaren %1 olacağı varsayılmıştır.
- Bu kapsamda TSKB tarafından hazırlanan AOSM varsayımları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.



	2023
Risksiz Getiri Oranı	8,03%
Hisse Senedi Risk Primi	6,00%
Borçlanma Risk Primi	1,00%
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	26,52%
Özkaynaklar/(Borç+Özkaynaklar)	73,48%
Vergi Oranı	25%
Sermaye Maliyeti	14,03%
Borç Maliyet (Vergi öncesi)	10,53%
Borç Maliyeti (Vergi sonrası)	7,90%
<b>AOSM</b>	<b>12,41%</b>

Kaynak: Hareket Proje, Fiyat Tespit Raporu

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Bin Euro	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Terminal 1 Yıl
<b>Net Satışlar</b>	<b>81.680</b>	<b>105.652</b>	<b>125.438</b>	<b>145.546</b>	<b>164.310</b>	<b>181.310</b>	<b>199.246</b>	<b>217.591</b>	<b>236.736</b>	<b>257.587</b>	
% Büyüme	34,40%	29,30%	18,70%	16,00%	12,90%	10,20%	10,10%	9,20%	8,80%	8,80%	
<b>FVÖK</b>	<b>21.979</b>	<b>31.297</b>	<b>39.342</b>	<b>47.209</b>	<b>53.323</b>	<b>58.911</b>	<b>65.754</b>	<b>71.960</b>	<b>78.599</b>	<b>85.669</b>	
FVÖK Marjı	26,90%	29,60%	31,40%	32,40%	32,50%	32,5%	33,00%	33,10%	33,20%	33,30%	
<b>FAVÖK</b>	<b>33.045</b>	<b>42.522</b>	<b>50.471</b>	<b>58.524</b>	<b>64.747</b>	<b>70.406</b>	<b>77.333</b>	<b>83.677</b>	<b>90.381</b>	<b>97.446</b>	
FAVÖK Marjı	40,5%	40,2%	40,2%	40,2%	39,4%	38,9%	38,8%	38,5%	38,2%	37,8%	
Net İşletme Sermayesi	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	- 17.697	20.149	31.755	37.848	42.880	47.833	52.736	57.561	62.443	67.439	68.113
<b>AOSM</b>	<b>12,41%</b>	<b>12,41%</b>	<b>12,41%</b>	<b>12,41%</b>	<b>12,41%</b>	<b>12,41%</b>	<b>12,41%</b>	<b>12,41%</b>	<b>12,41%</b>	<b>12,41%</b>	
İndirgeme Oranı (AOSM)	89,0%	79,1%	70,4%	62,6%	55,7%	49,6%	44,1%	39,2%	34,9%	31,1%	
İndirgenmiş Nakit Akımları	-15.744	15.947	22.358	23.707	23.895	23.713	23.258	22.584	21.796	20.942	
<b>İNA Toplamı</b>	<b>182.456</b>										
Terminal büyüme oranı	1,00%										
Terminal Değer	597.164										
İndirgenmiş Terminal Değer (TD)	185.436										
<b>Firma Değeri</b>	<b>367.892</b>										
Net Borç (31.12.2023)	42.855										
<b>Öz Sermaye Değeri</b>	<b>325.037</b>										

Kaynak: Hareket Proje Fiyat Tespit Raporu



## 7.2. Çarpan Analizi

TSKB, Hareket Proje'nin halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla FD/FAVÖK piyasa çarpanı analizi ile öz kaynak değeri hesaplamıştır.

### 7.2.1. FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi

TSKB tarafınca hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda çarpan analizi kapsamında benzer şirket seçiminde yurt içinde halka açık benzer alanda faaliyet gösteren şirket bulunmadığından sadece yurt dışı emsal şirketlere yer verilmiştir.

Çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 12 Nisan 2024 piyasa kapanış tarihi itibarıyla piyasa değerleri ile 31.12.2023 dönem sonu finansal tablolarındaki finansal veriler kullanılmıştır.

Benzer çarpanlar arasında FD/FAVÖK için uç değer ayrıştırılmasına gidilmiş ve 5x'ten küçük ve 25x'ten büyük olan şirketler çarpanları ile piyasa değeri 50 milyon Euro altında olan şirketler hesaplamaya dahil edilmemiş, bu kapsamda kalan şirketlerin çarpan değerlerine ise %15 oranında iskonto uygulanarak değerlendirme çalışması yürütülmüştür.

Şirket'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için yurtdışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan FD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

FD/FAVÖK Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanına Göre Öz Kaynak Değeri	
Çarpan (x)	12,71
Çarpan (x) (%15 İskontolu)	10,8
FAVÖK (Bin Eur)	24.021
<b>Şirket Değeri (Bin Eur)</b>	<b>259.513</b>
Net Borç (Bin Eur)	42.855
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri (Bin Eur)</b>	<b>216.658</b>
<b>18.04.2024 MB Euro Alış Kuru</b>	<b>34,6559</b>
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri (Bin TL)</b>	<b>7.508.478</b>
<b>Ödenmiş Sermaye</b>	<b>96.000.000</b>
<b>İskonto Öncesi Pay Değeri</b>	<b>78,21</b>

*Kaynak: Hareket Proje, Fiyat Tespit Raporu*

TSKB tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na göre yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılarak hesaplanan öz kaynak değeri 216.658 Bin Euro olarak belirlenmiş, 18.04.2024 tarihli Merkez Bankası gösterge kuru üzerinden hesaplanarak birim pay değeri 78,21 olarak hesaplanmıştır.

## 8. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

TSKB tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket değerlemesinde Piyasa Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan analizi yönteminde yurtdışı benzer şirketler %50, nakit akımları yöntemi nihai şirket değeri hesaplanırken %50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Pay başı değer, halka arz iskontosu ve halka arz fiyatı ise aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.



Yurt Dışı Çarpanlar	
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı (%15 İskontolu)	10,8
31.12.2023 Son 12 Ay FAVÖK (Bin Eur)	24.021
İşletme Değeri (Bin Eur)	259.513
Net Borç (Bin Eur)	42.855
<b>İşletme Değeri-Çarpan</b>	<b>216.658</b>
<b>İşletme Değeri-İNA</b>	<b>325.037</b>
<b>Ağırlıklı Ortalama İşletme Değeri- Çarpan (%50) ve İNA (%50)</b>	<b>270.848</b>
Pay Adedi	96.000.000
<b>Pay Başına Fiyat (Eur)</b>	<b>2,82133</b>
18.04.2024 Tarihli TCMB Alış Kuru	34,6559
Pay Başına Fiyat (TL)	97,78
<b>Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>	<b>70</b>
<b>İskonto Oranı</b>	<b>28,41%</b>

Kaynak: Hareket Proje Fiyat Tespit Raporu

TSKB tarafından hesaplanan halka arz öncesi öz sermaye değeri üzerinden %28,41 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 70 TL olarak hesaplanmıştır.

TSKB tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket ve faaliyet göstermekte olduğu sektöre dair yeterli bilginin yatırımcıya sunulmuş olduğu kanaatindeyiz. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz ise aşağıda özetlenmektedir:

- Şirket'in gelir yaklaşımına göre değerlemesi Euro bazında yapılmıştır.
- Firmanın cirosunun 2023 yılında %40'lık kısmı vinç iş biriminden elde edilmiştir. İNA üzerinden 2033 yılı itibarıyla bu oranın %59'a çıkmasının beklendiği görülmektedir.
- 2023 yılı itibarıyla Şirket'in cirosunun %53'ü yurtdışı satışlardan oluşmaktadır. Fiyat Tespit Raporu'nda projeksiyon dönemlerine ilişkin cironun yurtiçi ve yurtdışı bazında detayı yer almamakta olup ilk beş yıllık dönemde, satışlarda öngörülen artışın büyük oranda MENA bölgesi kaynaklı olduğu ve 2023 yılında MENA bölgesi cirosunun toplam satışlar içindeki payının %26,4 olarak gerçekleştiği, 2033 yılında bu oranın %43,1'e ulaşmasının öngörüldüğü belirtilmektedir.
- 2021, 2022 ve 2023 yılları için verilen ortalama faaliyet sürelerinin projeksiyonlar Euro cinsinden yapıldığı için ilgili kalemlerin Euro'ya çevrilmesi ile hesaplandığı belirtilmekte olup, detay hesaplama Fiyat Tespit Raporun'da yer almamaktadır. Firmanın ONİS/Ciro oranı TL mali verileri üzerinden 2021, 2022 ve 2023 yıllarında ağırlıklı olarak stok alımları için tedarikçilere verilen avanslardan oluşan verilen sipariş avansları da dahil olmak üzere sırasıyla %12, %20 ve %29, verilen sipariş avansları hariç olmak üzere ise %10, %18, %27 olarak hesaplanmaktadır. Projeksiyonda 2024-2033 yılları arasında ONİS/Ciro oranının ortalama %19 olarak alındığı görülmektedir.
- Gelir yaklaşımı yönteminde sonsuz büyüme değeri %1 alınmıştır.
- Şirketin finansal tabloları üzerinden 2021, 2022 ve 2023 yıllarında FAVÖK marjının sırasıyla %35, %30 ve %40 olduğu görülmektedir. Projeksiyonda 2024-2033 yılları arasında FAVÖK marjının ortalama %39 seviyesinde olduğu görülmektedir.



## KALKINMA YATIRIM BANKASI

- Şirket'in ağırlıklı ortalama öz sermaye maliyeti Euro bazında %12,41 olarak alınmıştır.
- İndirgenmiş nakit analizi ve çarpan analizinin birlikte kullanılması ve halka arz pay birim fiyatına giderken eşit ağırlıklandırılmasını makul bulmaktayız.
- Kalkınma Yatırım Bankası olarak Fiyat Tespit Raporu'ndaki projeksiyonlarda yer alan sektörel beklentiler, ciro, karlılık ve yatırımlara ilişkin detaylı analiz yapılmamıştır.
- Kalkınma Yatırım Bankası olarak Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz.

Sonuç olarak, indirgenmiş nakit akımları analizi ve çarpan analizi yöntemlerine göre hesaplanan Şirket özsermaye değerine iskonto uygulanarak elde edilen 70,00 TL olan halka arz birim fiyatını yukarıdaki çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla makul karşılamaktayız.



**Uyarı Metni**

Bu raporda yer alan bilgi, yorum ve değerlendirmeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve değerlendirmeler ise genel nitelikte olup; söz konusu değerlendirmeler herhangi bir tavsiye veya teklif niteliği taşımamaktadır. Bu raporda yer alan değerlendirmeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir.

Bu rapor, Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan dolayı Türkiye Kalkınma Yatırım Bankası A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.