

Global Liman İşletmeleri A.Ş.

Kruvaziyer ve Ticari Liman İşletmesi

05 Mayıs 2015

Bu rapor, OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Ak Yatırım") Global Liman İşletmeleri A.Ş. ("Global Liman" ya da "Şirket") için hazırladığı Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin analist raporudur.

Global Liman hakkında özet bilgi

Global Liman işletmeleri 2004 yılında Global Yatırım Holding çatısı altında kurulmuştur. Grubun limancılık faaliyetleri ise 2003 yılında Kuşadası kruvaziyer Limanı'nın işletme hakkının dünyanın önemli kruvaziyer operatörlerinden Royal Caribbean Cruise Lines ile bir konsorsiyum dahilinde özelleştirme idaresinden alınmasıyla başlamıştır. Global Liman sonrasında Antalya Limanı'nın %40 hissesini 2006 yılında alarak kruvaziyer limancılık yanında ticari limancılık faaliyetlerine de başlamıştır. Antalya Limanı'nın diğer %60'lık hissesi ise 2010 yılında alınmıştır. Şirket 2008 yılında ise daha önceden yapı-şirket-devret şeklinde özelleştirilen Bodrum Kruvaziyer Limanı'nın %60'ını satın almıştır.

Şirket 2013 ve 2014 yıllarında ise uluslararası alanda faaliyet göstermeye başlayarak Adria-Bar Limanı'nın %64.5'ini ve Barcelona, Malaga ve Singapur limanları işletmecisi olan Creuers'in %62 hissesini satın almıştır. Global Liman hem kruvaziyer hem de ticari liman alanında faaliyetlerini artırmak amacıyla yeni liman satın alınmasıyla ilgili arayışlarını sürdürmektedir.

Özellikle Kruvaziyer Limanı alanında Royal Caribbean Cruise Lines ile kurulan işbirliği ile Avrupa'da oluşan potansiyel pazarı değerlendirmek isteyen Şirket yeni limanları da bünyesine katmak için çalışmalarını sürdürmektedir. Bunun yanında Şirket halen Dubrovnik/Hırvatistan Limanı için Bouyges ile birlikte bir teklif vermiş ve ön yeterlilik alan tek teklif sahibi olmuştur.

Global Liman'ın halka arz öncesi 66,253,100 TL olan sermayesinin halka arz edilecek 23,746,900 TL nominal değerli hisse ile birlikte 90 milyon TL'ye çıkarılması planlanmaktadır. Bu halka arzda ana ortak olan Global Yatırım Holding ise 9,000,000 TL nominal tutarlı pay satmış olacaktır (ek satış hakkı: 4,912,035 TL nominal tutarlı pay). Böylelikle arz sonrası halka açıklığın %36.39 (ek satışın tamamının gerçekleşmesi durumunda %41.84) olması planlanmaktadır. 7-8 Mayıs tarihlerinde talep toplanması öngörülen halka arz için fiyat aralığı ise hisse başına 19.6-23.5 TL olarak belirlenmiştir. Bu da halka arz sonrası piyasa değeri olarak 1,764-2,115 milyon TL aralığına işaret etmektedir.

Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Fiyat Aralığı	19.6-23.5 TL
Halka Arz Öncesi Sermaye	66,253,100
Sermaye Artırımı	23,746,900
Halka Arz Sonrası Sermaye	90,000,000
Ortak Satışı	9,000,000
Ek Satış Hakkı	4,912,035
Halka Açıklık Oranı	36.39%
Ek Satış Olması Durumunda	41.84%
Halka Arz sonrası PD	1,764-2,115 mn TL
Halka Arz Büyüklüğü	642-770 mn TL

Tahsis Grupları

Yurtdışı Kurumsal	70%
Yurtiçi Bireysel ve Kurumsal	30%
Satmama Taahhüdü	1 Yıl
Fiyat İstikrarı	30 Gün
Talep Toplama Tarihi	7-8 Mayıs

Global Liman'ın finansalları hakkında özet bilgi

Global Liman'ın finansallarında, eklenen yeni kruvaziyer limanlarına rağmen ticari limanların ağırlığı ön plana çıkmaktadır. Özellikle Antalya Limanı'nın 2014 itibarıyla 189K seviyesinde olan konteyner hacmi ticari bölümün karlılığını üst seviyede tutmaktadır. Segmentler bazında 2014 yılı rakamlarına bakıldığında Akdeniz Limanı ticari kısmının konsolide VAFÖK'e 85.2 milyon TL katkı yaptığı görülmektedir. Adria Bar Limanı'nın VAFÖK katkısı ise 5.8 milyon TL seviyesinde bulunmaktadır.

Antalya Limanı elleçlenen konteyner hacmi bakımından 2014 yılında gerçekleştirdiği 189K hacim ile Türkiye'nin yedinci büyük limanı konumundadır. Bu liman daha çok Çin'e yapılan mermer ihracatı ile ön plana çıkmaktadır. Özellikle Çin emlak piyasasında 2014 yılında yaşanan yavaşlama şirketin konteyner hacmini olumsuz etkilese de yapılan fiyat artışları ve kurlarda yaşanan yükseliş bu limanın VAFÖK katkısını desteklemiştir.

Kruvaziyer limanlarına baktığımızda ise 2014 yılında Creuers'in tüm yıl katkı yapmış olması durumunda hazırlanan proforma rakamlara göre 34.5 milyon TL ile ciddi bir etkisi olduğu görünmektedir. Global Liman'ın ilk işlettiği liman olan ve Türkiye'de kruvaziyer limancılık bakımından toplam yolcu sayısı ile İstanbul ile başı çeken Kuşadası ise segmental VAFÖK rakamına 27.9 milyon TL'lik bir katkı yapmış bulunmaktadır.

Şirketin 2003 yılından bu yana işlettiği Kuşadası Limanı özellikle turistlerin ilgisini çeken Efes ve Meryem Ana Evi gibi merkezlere yakınlığı nedeniyle Türkiye'de önemli bir kruvaziyer destinasyonu olarak ön plana çıkmaktadır. Kuşadasına gelen kruvaziyer gemi sayısı 2014 yılında 388 olurken yolcu sayısı ise 556K seviyesine ulaşmıştır.

Şirket'in Creuers üzerinden işlettiği Barselona Limanı ise dünyanın en büyük dördüncü ana limanı olup Akdeniz'in en önemli gidiş/dönüş limanıdır. Malaga ise modern altyapısı ve büyük gemilerin bağlanabileceği kapasitesiyle Akdeniz'deki önemli uğrama limanlarından birisidir.

Global Liman'ın hazırlanan proforma 2014 rakamlarına bakıldığında konsolide VAFÖK'ün 153.3 milyon TL olduğu görülmektedir. Şirketin toplam borcu 781 milyon TL seviyesinde bulunurken net borç ise 641.5 milyon TL seviyesindedir. Bu borcun yaklaşık 586 milyon TL (250 milyon Dolar) tutarındaki kısmını ise Dolar olarak çıkarılan 2021 vadeli Eurobond oluşturmaktadır. Şirketin finansal yatırımlarının ise 32 milyon TL'lik kısmı ana ortağı olan Global Yatırım Holding'in Haziran 2017 vadeli tahvillerinden oluşmaktadır. Diğer taraftan Global Liman'ın 2014 sonu itibarıyla Global Yatırım Holding'den 103 milyon TL'lik alacağının ise Mart 2015'de yapılan 52 milyon TL'lik kar payı ile netleştirilme sonrasında 51 milyon TL seviyesine indiği belirtilmiştir. Halka arz gelirleri ile Global Yatırım Holding'in bu borcu kapatacağı varsayımı altında şirketin düzeltilmiş net borç rakamı 591 milyon TL seviyesine gelmektedir.

Finansal Göstergeler

milyon TL	2013	2014	2014PF
Gelirler	144	198	242
<i>artış</i>	17.3%	38.1%	68.6%
VAFÖK	95.8	128.6	153.3
<i>marj</i>	66.7%	64.9%	63.3%
Net Kar	154.9	52.8	n.a.
<i>marj</i>	108%	27%	n.a.

Bilanço Kalemleri

	2013	2014
Nakit ve Nakit Benzerleri	43	105
Finansal Yatırımlar	33	35
Ticari Alacaklar	12	19
Diğer Alacaklar	21	111
Maddi Duran Varlıklar	197	222
Maddi Olmayan Duran Varl.	640	1,078
Diğer Varlıklar	102	71
Toplam Varlıklar	1,048	1,641
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	67	70
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	340	711
Diğer Yükümlülükler	189	302
Özsermaye	379	406
Azınlık Payları	74	151
Toplam Kaynaklar	1,048	1,641

Değerleme Yöntemleri ve Fiyat Tespiti

Global Liman'ın halka arz fiyatı olarak 19.6-23.5 TL aralığı tespit edilmiştir. Bu değer karşılaştırmasında ise benzer şirketler çarpan analizi kullanılırken indirgenmiş nakit akımları kullanılmamıştır. Şirketin ileriye dönük büyüme projeksiyonlarını kapsayan ve yaratabileceği nakiti baz alan bu çalışmanın olmaması nedeniyle bu konuda yorum yapamıyoruz.

Fiyat tespit raporunda kullanılan benzer şirket analizlerine baktığımızda ise Firma Değeri / VAFÖK ile Fiyat / Kazanç çarpanlarının kullanıldığı görülmektedir.

Öncelikle, kullanılan benzer şirketlere bakıldığında bu şirketlerin daha çok Uzakdoğu'daki hızlı büyüyen ekonomilere odaklı ticari limanlar olması dikkat çekmektedir. Her ne kadar Global Liman'ın 2014 yılında yarattığı proforma bazlı VAFÖK'ün %60'a yakını ticari limanlardan gelse de %40 gibi azımsanmayacak bir kısmı kruvaziyer kısımdan gelmektedir. Ancak özellikle Avrupa'daki kruvaziyer limanların halka açık olmaması ve çoğunun devlet eliyle yönetilmesi böyle bir karşılaştırma yapılması imkânını kısıtlamaktadır.

Firma Değeri / VAFÖK çarpanına bakıldığında 2014 yılı verileri bakımından benzer şirket ortalamasının 21x seviyesinde olduğu görülmektedir. Bu çarpan kullanılarak Global Liman için belirlenen değer 39.74TL olmuştur. Fiyat Kazanç çarpanı ise yine aynı şirketlerin ortalaması alınarak 28.8x olarak bulunmuş ve Global Liman için belirlenen değer 19.85TL olmuştur. Kıyaslama yapmak için bu iki çarpanla bulunan değere eşit ağırlık verilerek ortalama değer olarak 29.79TL bulunmuştur.

Halka arz fiyat aralığının alt seviyesi olan 19.60TL bu ortalama değere göre %34 iskontolu bulunurken üst seviye olan 23.50TL ise %21'lik iskontoya işaret etmektedir.

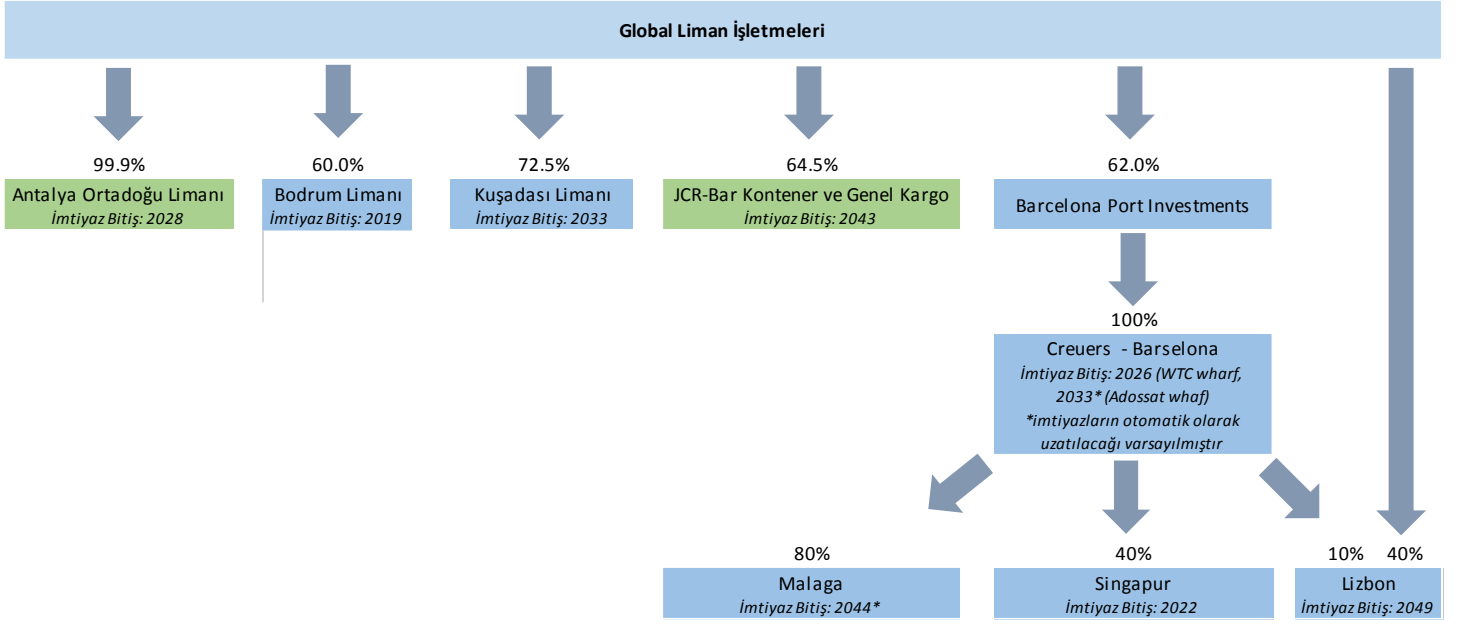
Şirket için belirlenen fiyat aralığının alt bandı olan 19.60TL 12.3x FD/VAFÖK çarpanına işaret ederken üst bant olan 23.50TL ise 14x EV/EBITDA çarpanına işaret etmektedir. Bu da piyasa FD/VAFÖK çarpanı olan 9.4x'in üzerinde olsa da potansiyel yeni liman alımları ve büyüme potansiyeli göz önünde bulundurulduğunda makul olarak karşılanabilir.

Benzer Şirket Çarpanları		
Şirket	2014 FD/VAFÖK	2014 F/K
Port of Tauranga	21.90	27.37
China Merchants Holdings	26.23	18.40
Intl. Container Terminal Services	13.45	26.96
Tianjin Port Holdings	17.36	31.00
Adani Ports and Special Ec. Zone	25.31	35.91
Dalian Port	26.29	59.32*
Shanghai Intl. Port Group	22.61	34.33
DP World	15.10	27.84
Ortalama	21.03	28.83

Çarpan	Pay Başı Değer
FD/VAFÖK	39.74
F/K	19.85
Ortalama	29.79

Fiyat Aralığı ile Değerleme Sonucunun Karşılaştırması	
Halka Arz Fiyat Seviyesi	İskonto
Alt - 19.60 TL	34.20%
Üst - 23.50 TL	21.10%

Global Liman İşletmeleri A.Ş.



Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.