

'Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU PASİFİK EURASIA LOJİSTİK DIŞ TİCARET A.Ş.

'Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş. ("Şirket" ve/veya "Pasifik Eurasia") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

İşbu raporda kullanılan bilgiler, konsorsiyum lideri Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Pasifik Eurasia için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu ve İzahname'den temin edilmiştir.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Şirket 2013 yılında kurulmuş olup, Şirket'in ana faaliyet konusu uluslararası demiryolu, havayolu, 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.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

Operasyonel Faaliyetleri

Şirket operasyonel faaliyetleri kapsamında aşağıdaki hizmetleri sunmaktadır:

- Terminal Hizmetleri
- Konteyner Temini
- Satış ve Tarife Organizasyonu

- Operasyon ve Terminal Hizmetleri Organizasyonu
- Veri Tabanı ve Altyapı Sistemi

Şirket, demiryolu haricinde müşteriye her taşıma modunda hizmet sunulabilmesi amacıyla havayolu ve denizyolu taşımacılığı alanında da adımlar atmıştır. Bu kapsamda, hava kargo taşımacılığı ile ilgili olarak Temmuz 2022’de IATA belgesi, Ekim 2022’de ise yetkili acente sertifikası alınmıştır.

Denizyolu taşımacılığı alanında Şirket’in kadrosu oluşmaya başlamıştır. Afet ve Acil Durum Yönetimi Başkanlığı tarafından organize edilen insani yardım malzemelerinin Filistin ve Pakistan’a ulaştırılması için Kasım 2022’de açılan ihale kazanılmıştır.

Şirket’in yıllara göre faaliyetleri kapsamındaki TL cinsinden satışları aşağıda yer almaktadır:

(milyon TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Yurt Dışı Satışlar	49,5	290,6	513,0
Yurt İçi Satışlar	7,2	5,3	20,5
Toplam	56,7	295,9	533,4

Yıl	Konvansiyonel		Konteyner	
	Vagon Adet	Vagon Ton	Konteyner TEU	Konteyner Ton
2019	311	25.647	86	1.402
2020	1.121	62.608	7.035	132.048
2021	2.228	134.569	71.368	1.044.320
2022	810	48.670	78.423	1.765.078
Toplam	4.470	271.494	156.912	2.942.848

Özet Finansallar:

2020, 2021 ve 2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş özet finansalları aşağıdaki gibidir;

(milyon TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Hasılat	56,7	295,9	533,4
Brüt Kar	14,1	34,5	123,6
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>24,9%</i>	<i>11,7%</i>	<i>23,2%</i>
Faaliyet Karı	4,9	26,9	97,3
<i>Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	<i>8,6%</i>	<i>9,1%</i>	<i>18,2%</i>
FAVÖK	5,0	27,8	98,4
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>%8,8</i>	<i>%9,4</i>	<i>%18,5</i>
Net Kar	2,6	16,3	76,0
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>14,2%</i>
Net Borç	28,5	14,5	26,9

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket halka arzdan elde edeceği geliri aşağıda şekilde kullanmayı hedeflemektedir:

- **DTİ – Demiryolu Tren İşletmeciliği** - %40
- **Terminal Yatırımları** - %30
- **Havayolu ve Diğer Yatırımlar** - %20
- **İşletme Sermayesi** - %10

4. Değerleme Hakkında Verilen Özet Bilgi

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır. Şirketin henüz ana iş planları çerçevesinde yaptığı yatırımlara dayalı faaliyetlerine yeni başlamış olması, şirketin sahip olduğu uluslararası sözleşmeler sebebiyle edindiği rekabet ve fiyat avantajı, yurtiçinde benzer nitelik ve kapsamda faaliyet gösteren bir şirketin olmaması ve yurtdışındaki benzer şirketlerin ise sektöründe oturmuş, pazar payı ve kar marjı durağan hale gelmiş ve uzun zamandır faaliyet gösteren şirketler olmaları sebebiyle şirketin özelliklerine daha uygun olacağı için İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi tercih edilmiştir. Değerleme çalışmasında şirketin 31.12.2022 dönemi faaliyet sonuçları baz alınarak 2023-2032 yılları projeksiyonları kullanılarak TL bazında bir değerlendirme yapılmıştır. Sonuç olarak 7.511 milyon TL özsermaye değeri hesaplanmıştır. Buna göre pay değeri 50,07 TL olarak hesaplanmış ve %50,1 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz pay başına değeri 25,00 TL olarak belirlenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yönteminde 2023-2032 arasında projeksiyon yapılmıştır. İNA öngörülerinde şirketin henüz ana iş planları çerçevesinde yaptığı yatırımlara dayalı faaliyetlerine yeni başlamış olması ve yurtiçinde benzer nitelik ve kapsamda faaliyet gösteren bir şirketin olmamasına karşılık; yurtdışındaki benzer şirketlerin sektöründe oturmuş, pazar payı ve kar marjı durağan hale gelmiş ve uzun zamandır faaliyet gösteren şirketler olmaları nedeniyle; şirketin gelecekteki faaliyetlerine dair en tutarlı tahmin şirket tarafından yapılabileceği için, Halk Yatırım tarafından taşınacak yük hacmi ve tonajlarına yönelik bir tahminde bulunulmamış olup, şirket tarafından hazırlanan veriler kullanılmıştır.

Risksiz faiz oranı, Türkiye'nin TL cinsinden 10 yıllık devlet tahvilinin faiz oranındaki dalgalanmalar göz önünde bulundurularak %20 olarak belirlenmiştir. Borçlanma maliyeti %24,50 olarak varsayılmıştır. Hisse senedi risk primi %6,0 ve hisse betası 1,0 olarak kullanılmıştır. Şirketin 35,7 milyon TL finansal borcu ve sermaye artırımları sonrası düzeltilmiş finansal tablolarında 154,7 milyon TL tutarında özkaynağı bulunmaktadır. Bu nedenle finansal kaldıraç oranı %18,75 olarak değerlendirilmiştir.

AOSM	2023 T	2024 T +
Risksiz Getiri Oranı	20,00%	20,00%
Beta	1,0	1,0
Piyasa Risk Primi	6,00%	6,00%
Ek Risk Primi	2,25%	2,25%

Özkaynak Maliyeti	28,25%	28,25%
Borç Maliyeti	24,50%	24,50%
Borç Maliyeti x (1-%20 Vergi Oranı)	19,60%	19,60%
Kaldıraç Oranı	18,75%	18,75%
AOSM	26,63%	26,63%

Mali Dönem (Mn TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Devam Eden Değer
Net Satışlar	1.711	4.531	8.295	12.899	17.018	20.235	23.817	27.999	32.638	38.102	
Brüt Kar	356	1.133	2.194	3.477	4.565	5.550	6.667	8.000	9.432	11.261	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	20,8%	25,0%	26,4%	27,0%	26,8%	27,4%	28,0%	28,6%	28,9%	29,6%	
Faaliyet Karı	270	906	1.782	2.842	3.733	4.569	5.518	6.652	7.859	9.424	
<i>Faaliyet Karı Marjı</i>	15,8%	20,0%	21,5%	22,0%	21,9%	22,6%	23,2%	23,8%	24,1%	24,7%	
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	
<i>FAVÖK Marjı</i>	17,3%	21,2%	22,1%	23,0%	22,7%	23,2%	23,6%	24,1%	24,4%	25,0%	
- Vergi	54	181	356	568	747	914	1,104	1.330	1.572	1.885	
+/- İşletme Sermayesi Değişimi	177	301	510	757	851	483	537	627	696	820	
- Sermaye Harcamaları	486	91	180	1.275	0	0	0	0	0	0	
Firma Serbest Nakit Akışları	-422	385	787	364	2.256	3.291	3.980	4.788	5.684	6.813	29.698
AOSM	%26,6	%26,6	%26,6	%26,6	%26,6	%26,6	%26,6	%26,6	%26,6	%26,6	%26,6
Dönem	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
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 Firma Serbest Nakit Akışları	-333	240	388	142	693	798	762	724	679	643	2.802
Σ İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	4.736										
Uç Değer	2.802										
Firma Değeri	7.538										
+ Nakit	9										
- Borç	36										
Özkaynak Değeri (mn TL)	7.511										
Pay Adedi (mn)	150										
Pay Başına Değer (TL)	50,07										

5. Sonuç:

İNA analizi sonucunda 7.511 milyon TL, özkaynak değerine ulaşılmış, halka arz iskontosu öncesi semaye değerine ve 50,07 TL pay değerine ulaşılmıştır. Halka arz pay fiyatı, %50,1 halka arz iskontosu sonrası, 25,00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri (mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları	100%	7.511
Pay adedi		150.0
Pay Değeri		50,07
Halka Arz İskontosu		50,1%
Halka Arz Pay Başına Değer		25,00

- Pasifik Eurasia için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda kullanılan finansal bilgilerin ve değerlendirme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu, Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve detaylı olduğunu düşünüyoruz. Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Hava kargo taşımacılığı ile ilgili olarak Temmuz 2022'de IATA belgesi, Ekim 2022'de ise yetkili acente sertifikası alınmıştır. Şirketin pazarlama ve operasyon kadroları oluşturulmaya ve bölge yapılanmasının çalışmaları devam etmektedir. Deniz yolu taşımacılığı alanında şirketin kadroları oluşturulmaya başlanmış, Afet ve Acil Durum Yönetimi Başkanlığı tarafından organize edilen insani yardım malzemelerinin Filistin ve Pakistan'a ulaştırılması için Kasım 2022'de açılan ihale en iyi teklif verilerek kazanılmış ve ilk denizyolu taşımaları gerçekleştirilmiştir. Şirketin satış hacminin 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla %106 ve %100 artacağı varsayılmıştır. 2025, 2026 ve 2027 yıllarında ise satış hacminin sırasıyla %39, %30 ve %11 artacağı varsayılırken 2028 itibarıyla büyümenin %3,5 olacağı varsayılmıştır. Özellikle 2023 ve 2024 yıllarındaki satış hacmi beklentilerinin aşağı yönlü risk oluşturabileceğini düşünüyoruz.
- Şirketin FAVÖK marjı 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla %8,8, %9,4 ve %18,5 olmuştur. 2023-2032 projeksiyon döneminde FAVÖK marjının yıllar itibarıyla artacağı ve ortalama %22,6 olacağı varsayılmıştır. 2020 ve 2021 yıllarında pandeminin kar marjları üzerinde olumsuz etkisi bulunmaktaydı. Pandemi sürecinin bitmesiyle birlikte taşımacılık sektöründe kar marjlarının yukarı yönlü düzelmesiyle ayrıca şirketin büyümesine paralel artacak operasyonel kaldıraç etkisi şirketin kar marjlarını yukarıya taşıyabilir. İlerleyen yıllarda taşımacılık sektöründe rekabetin artması orta vadeli karlılık beklentileri üzerinde olumsuz etki yapabilir.
- 2020 ve 2021 yıllarında şirketin NİS/Net Satışlar oranı %13 seviyelerindedir. 2022 yılında söz konusu oran %8,3'e gerilemiştir. 2023-2027 dönemleri için söz konusu oranın kademeli bir şekilde artarak 2027'de %15 olacağı varsayılmıştır.
- Şirketin işletme sermayesi yoğunluğu kaynaklı finansman gereksinimi yüksektir. Borçlanma maliyetinde ileriye dönük olarak raporda öngörülenin üzerinde artış şirketin değerlemesini olumsuz etkileyebilir.
- 2023-2026 yılları arasında şirketin toplam 2.032 milyon TL yatırım harcaması yapacağı 2027-2032 döneminde ise yatırım harcaması yapmayacağı varsayılmıştır. 2027 itibarıyla yatırım harcaması

yapmadan şirketin satışlarını artırabilmesi güç gözükmekte, ve şirketin değerlemesi için aşağı yönlü bir risk yaratmaktadır.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler 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. Ak Yatırım, 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 dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023