

# PLATFORM TURİZM TAŞIMACILIK GIDA İNŞAAT TEMİZLİK HİZMETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST  
RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ  
7 ARALIK 2022

## 1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, İfo Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin (İfo Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu Platform Turizm Taşımacılık Gıda İnşaat Temizlik Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Platform Turizm" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İfo Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

PLATFORM TURİZM TAŞIMACILIK GIDA İNŞAAT TEMİZLİK HİZMETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	
HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Platform Turizm Taşımacılık Gıda İnşaat Temizlik Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Platform Turizm Taşımacılık Gıda İnşaat Temizlik Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	8 - 9 Aralık 2022
Halka Arz Fiyatı	9,10 TL
Halka Arz İskonto Oranı	15,30%
Halka Arz Yöntemi	Borsa'da Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	220.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	244.750.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	20,22%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	49.500.000 TL/Lot (24.750.000TL/Lot Sermaye Artırımı, 24.750.000TL/Lot Ortak Satışı)
Ek Satış Hakkı	Yoktur.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Planlanmamaktadır. Günlük alım emri kapsamında payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 5 işlem günü süreyle her açılış seansında, halka arz fiyatından İfo Yatırım aracılığı ile toplamda 4.950.000 adet günlük geçerli alım emri girilecektir.
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Yoktur.
Borsa Kodu	PLTUR
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	2.12.2022

Kaynak: PLTUR'un izahnamesi, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ve fiyat tespit raporu.

### 3. ŞİRKET PROFİLİ

Albayrak Holding tarafından 2002 yılında Kurulan Platform Turizm Taşımacılık Gıda İnşaat Temizlik Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. karayolu ile personel taşımacılığı ve filo kiralama ile turizm konularında faaliyet vermektedir. Firma, kamu kurumlarının şirketlerin, bankaların ve fabrikaların personelini evinden alıp iş yerine, iş yerinden alıp evlerine ulaştırırken her türlü araç kiralama ihtiyacını karşılamaktadır. Yurtiçindeki faaliyetlerinin yanı sıra Pakistan'ın Lahor, Ravalpindi ve İslamabad şehirlerinde metrobüs hattını, Lahor şehrinde "A Cab" taksi araçlarını, Gine'nin başkenti Conakry'de 28 km'lik otobüs işletmesini gerçekleştirmektedir. 2021 yılında toplam gelirin yaklaşık %18'i yurtdışı operasyonlardan oluşmaktadır. Şirketin personel taşımacılığında kullandığı araçların yaklaşık %10'u kendi araçlarından oluşurken, %90'ı tedarikçilerin araçlarından karşılanmaktadır. Tedarikçilerin araçlarının kullanıldığı takdirde tüm araç ve personel giderleri tedarikçilerden karşılanmaktadır.

Şirket, İstanbul Büyükşehir Belediyesi, İSKİ Genel Müdürlüğü, Vergi Dairesi, Ülker, Ak Gıda vb. birçok kuruma personel taşımacılığı hizmeti vermektedir. Türkiye'de; günlük, 2.700 servis güzergâhında 56.000 Kişinin taşınması yapılmaktadır.

#### **Satışlar**

Şirket'in hasılat gelirlerinin büyük yaklaşık %50'lik kısmı araç kiralama gelirlerinden oluşmaktadır. Şirketin yurt dışı hizmet gelirleri ise temel olarak Pakistan'da gerçekleştirilen kent içi toplu taşıma hizmetleridir. Şirket aynı zamanda yurtdışına iş makinesi kiralaması ve iş makinesi satışı gerçekleştirmiştir. 2019 yılındaki yüksek yurt dışı satışının sebebi Gine'ye gerçekleştirilen dört adet vinç satışıdır, diğer dönemlerdeki yurt dışı satışlar işe Gine'ye yapılan forklift kiralaması kaynaklıdır.

TL	2019	2020	2021	2021/06	2022/06
Satış Miktarı	685.939.275	654.866.489	835.212.074	411.342.462	575.268.094
Yurtiçi	463.595.053	534.210.985	690.672.303	335.513.026	494.341.295
Yurtdışı	223.316.524	123.463.020	150.121.042	79.730.925	83.465.684
İhracat Payı	33%	19%	18%	19%	15%

Kaynak: Platform Turizm İzahname

### 3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)
Bayram ALBAYRAK	A	3.600.000	14,36%	3.600.000	11,23%
	B	28.000.000		23.875.000	
Nuri ALBAYRAK	A	3.600.000	14,36%	3.600.000	11,23%
	B	28.000.000		23.875.000	
Kazım ALBAYRAK	A	3.600.000	14,36%	3.600.000	11,23%
	B	28.000.000		23.875.000	
Mustafa ALBAYRAK	A	3.600.000	14,36%	3.600.000	11,23%
	B	28.000.000		23.875.000	
Muzaffer ALBAYRAK	A	3.600.000	14,36%	3.600.000	11,23%
	B	28.000.000		23.875.000	
Mesut Muhammet ALBAYRAK	A	3.600.000	14,36%	3.600.000	11,23%
	B	28.000.000		23.875.000	
Asiye Coşkuner	A	400.000	1,82%	400.000	1,63%
	B	3.600.000		3.600.000	
Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. Birikim Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	B	26.400.000	12,00%	26.400.000	10,79%
<b>Halka Açık Kısmı</b>	B	-	-	<b>49.500.000</b>	<b>20,22%</b>
<b>Toplam</b>		<b>220.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>244.750.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Platform Turizm İzahname

#### 4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

##### 4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	2019	2020	2021	2022/06
<b>VARLIKLAR</b>				
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>486.673.543</b>	<b>564.319.085</b>	<b>671.750.217</b>	<b>780.488.652</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	24.515.492	49.522.410	16.831.334	83.168.551
Finansal Yatırımlar	54.000	3.023.798	3.721.937	4.703.112
Ticari Alacaklar	358.364.629	394.517.200	519.650.949	550.802.203
Diğer Alacaklar	83.364.468	64.961.770	35.311.961	82.585.081
Peşin Ödenmiş Giderler	9.468.876	14.707.015	88.839.836	33.607.444
Finansal Kiralama Yatırımları	9.261.226	6.520.314	1.082.712	17.753.342
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>412.411.301</b>	<b>849.082.727</b>	<b>946.038.953</b>	<b>1.029.342.142</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	26.035.879	26.966.879	81.392.750	105.772.250
Operasyonel Kiralamada Kullanılan Varlıklar	361.870.442	794.547.760	823.997.194	893.443.320
Maddi Duran Varlıklar	8.761.030	10.923.183	21.025.786	26.762.359
Finansal Kiralama Yatırımları	9.655.503	13.416.884	16.018.719	-
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>899.084.844</b>	<b>1.413.401.812</b>	<b>1.617.789.170</b>	<b>1.809.830.794</b>
<b>KAYNAKLAR</b>				
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>334.539.210</b>	<b>569.283.798</b>	<b>517.735.369</b>	<b>566.593.053</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	50.634.150	54.270.651	30.661.360	25.425.662
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	100.575.006	187.774.700	237.047.115	251.598.774
Ticari Borçlar	141.388.530	26.783.839	180.876.75	207.425.490
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	8.796.469	13.376.450	10.382.108	14.102.641
Diğer Borçlar	17.974.752	6.485.583	24.486.608	24.046.597
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	7.440.087	12.621.028	26.265.750	31.393.160
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>142.672.184</b>	<b>305.804.996</b>	<b>376.949.259</b>	<b>360.972.165</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	71.497.561	197.467.428	224.251.754	176.214.031
Uzun Vadeli Karşılıklar	9.817.020	7.531.039	11.870.134	17.170.013
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	61.357.603	100.806.529	140.827.371	167.588.121
<b>Özkaynaklar</b>	<b>421.873.450</b>	<b>538.313.018</b>	<b>723.104.542</b>	<b>882.225.576</b>
Ödenmiş Sermaye	67.600.000	67.600.000	220.000.000	220.000.000
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler)	-2.591.236	-2.647.388	9.969.666	10.855.056
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler)	-3.850.532	-2.022.509	-1.364.361	1.486.900
Kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler	4.692.520	7.358.569	9.426.909	13.400.391
Geçmiş Yıllar Karları	270.114.977	353.292.775	313.492.132	481.034.972
Net dönem karı	85.843.847	114.667.697	171.516.322	155.384.383
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>899.084.844</b>	<b>1.413.401.812</b>	<b>1.617.789.170</b>	<b>1.809.790.794</b>

Kaynak: Platform Turizm İzahname

#### 4.2. Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu	2019	2020	2021	2021/09	2022/09
Hasılat	685.939.275	654.866.489	835.212.076	600.284.082	1.124.340.749
Satışların Maliyeti	-505.445.801	-398.711.698	-500.212.522	-374.932.283	-762.347.128
<b>Brüt Kar</b>	<b>180.493.474</b>	<b>256.154.791</b>	<b>334.999.554</b>	<b>225.351.799</b>	<b>361.993.621</b>
Genel Yönetim Giderleri	-22.745.684	-18.860.401	-24.273.169	-16.755.465	-27.712.417
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	14.160.531	20.480.962	83.216.681	61.553.960	77.080.463
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-8.900.932	-47.633.772	-50.881.320	-32.113.664	-23.319.008
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>163.007.389</b>	<b>210.141.580</b>	<b>343.061.746</b>	<b>238.036.630</b>	<b>388.042.659</b>
<b>Finansal Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>164.911.377</b>	<b>211.003.442</b>	<b>343.969.783</b>	<b>238.551.896</b>	<b>390.137.248</b>
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>-32.244.170</b>	<b>152.455.013</b>	<b>238.507.031</b>	<b>173.867.159</b>	<b>319.018.554</b>
Vergi Gideri	-32.244.170	-37.787.316	-66.990.709	37.727.492	67.025.161
<b>Dönem Karı</b>	<b>85.843.847</b>	<b>114.667.697</b>	<b>171.516.322</b>	<b>136.139.667</b>	<b>251.993.393</b>

Kaynak: Platform Turizm İzahname

#### 5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Halka arz gerekçeleri:

- Şirket'in özkaynaklarının güçlendirilmesi,
- İşletme sermayesinin güçlendirilmesi,
- Büyüme hedeflerinin devamlılığının sağlanması ve büyüme hedeflerine bağlı olarak filodaki araç sayısının artırılması kapsamında alımların yapılması,
- Şirket'in bilinirliğinin yurt içi ve yurt dışında artırılması,
- Rekabet gücünün artırılması,
- 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 kavuşulması olarak sayılabilir.

Halka arz sermaye artırımını ve mevcut ortakların pay satışı yoluyla gerçekleştirecektir. Toplam halka arz büyüklüğü 450.450.000 olup, şirket, sermaye artırımını yoluyla halka arzdan 225.225.000 TL brüt, 214.325.000 TL net gelir elde edecektir.

#### Finansal Borçların Ödenmesi

Şirket, temel olarak yürütmekte olduğu öğrenci ve personel taşımacılığı faaliyetleri ile birlikte araç kiralama faaliyetleri kapsamında ihtiyaç duyduğu araçların önemli bir kısmını banka kredisi ve diğer finansal kuruluşlardan temin ettiği krediler yoluyla finanse etmekte olup Şirket'in 2019, 2020 ve 2021 yılları ile 31.03.2022 döneminde yapmış olduğu araç yatırımlarının ortalama %70'i banka kredisi yoluyla finanse edilmiştir. Şirket'in 31.03.2022 dönemi itibarıyla kısa ve uzun vadeli toplam finansal borcu

480,5 milyon TL olup halka arzdan elde edilecek kaynağın %20 ile %30'una karşılık gelen kısmı ile kısa vadeli finansal borçlanmalar içerisinde yer alan spot ve rotatif krediler ile kredi kartı borçlarının kapatılması ve vadesi gelen taksitli kredilerinin anapara ve faiz ödemelerinin yapılması öngörülmektedir.

### **Yeni Araç ve Plaka Alımlarının Finanse Edilmesi**

Ayrıca, Şirket, araç kiralama hizmetleri de vermekte olup, bu kapsamda kiralanılan araç ve iş makinalarının büyük bölümü Şirket'in mülkiyetinde bulunan özmal araçlardır. Söz konusu araçların yenilenme dönemlerinde yeni araç alımları yapılmakta olup enflasyon sebebiyle araç değerleri artıp Şirket filosunun ekonomik değeri artsa da yeni yapılacak araç ve plaka yatırımlarında Şirket'in ihtiyaç duyduğu kaynak da artmaktadır. Bu kapsamda halka arzdan elde edilecek kaynağın %20 ile %30'una karşılık gelen kısmı ile yeni araç ve plaka alımlarının finanse edilmesi öngörülmektedir.

### **İşletme Sermaye İhtiyacının Finanse Edilmesi**

Şirket, yürütmekte olduğu faaliyetleri kapsamında taşıyon servis aracı hizmeti almakta, akaryakıt ve lastik tedarik etmekte, araç tamir bakımlarını gerçekleştirmekte, sigorta giderlerini ödemekte, HGS ödemeleri ile birlikte SGK ve vergi ödemeleri dahil kamu borçlarını ödemektedir. Bununla birlikte çalışanlarının maaşlarını ödemekte ve müşteri geçişlerini dönemsel olarak finanse etmektedir. Söz konusu ödemeler, her ayın belirli günlerinde düzenli ve toplu ödemeler şeklinde olmaktadır. Şirket'in faaliyetlerinin büyük bir bölümü kamu sektörüne yönelik olduğundan, her ne kadar Şirket alacaklarını kısa sayılabilecek gecikmeler ile tahsil ediyor olsa da zaman zaman söz konusu tedarikçi ödeme günlerinde ve aynı belirli dönemlerinde yakıt, araç bakımı-onarımı, vergi—GK, sigorta ve diğer ödemeler için geçici işletme sermayesi ihtiyacı doğabilmektedir. Bu ihtiyaçların kısa vadeli dış kaynaklarla finanse edilmesi Şirket'e finansman maliyeti doğurmaktadır. Tüm bu hususlar çerçevesinde halka arzdan elde edilecek kaynağın %40 ila %60'ının işletme sermayesi ihtiyacının finanse edilmesinde kullanılması planlanmaktadır. İhtiyaç duyulması halinde yukarıda ifade edilen fon kullanım kalemleri arasında %10 kadar geçiş yapılabilecektir.

## **6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ**

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda indirgenmiş nakit akımı yöntemi (İNA) ve mevcut piyasa algısını yansıtmak adına piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İNA yöntemine %50, piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modellemesi ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapmış, baz değer için değer aralığı belirlemiştir.

### **6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi**

2022 – 2027 arasındaki dönemde Şirket beklentileri dikkate alınarak hazırlanan nakit akış modeli baz alınmış olup Şirket yönetiminin beklentisine göre servis taşımacılığı, operasyonel filo kiralama, ikinci el araç satışları ve yurtdışı operasyonlardan elde edilen gelirler olmak üzere 4 segmentin gelir ve maliyetleri projekte edilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımında 2022 yılında yaşanan yüksek enflasyonun etkisiyle Şirket'in ana faaliyetlerinden olan filo kiralama ve servis taşımacılığı fiyatlarının artacağı varsayılmasına ek olarak akaryakıt fiyatlarının hizmet fiyatlarından daha hızlı artış göstereceği öngörülmüştür. Bunun sonucunda 2021 yılında %37,7 olan EBITDA marjının %32,2'ye gerileyeceği ve EBITDA'nın satış büyümesinin altında olacak şekilde %49 artarak 2022 yılı sonunda 470,3 milyon TL'ye ulaşacağı öngörülmüştür.

2023 yılında taşımacılık tarafında maliyetlerde gerçekleşebilecek artışın fiyatlara yansıtılacağı varsayılmış bununla birlikte EBITDA marjının yükselmesi beklenmektedir. Buna ek olarak Şirket'in 2024 yılında operasyonel kiralamadan dönen 1.814 adet aracın satılacağı Şirket tarafından beklenmekte olup EBITDA'nın 2024 yılında %94 artışını beraberinde getireceği öngörülmüştür. Hazırlanan projeksiyon döneminde ikinci el araç satışlarından elde edilen karın enflasyondaki enflasyondaki düşüşe paralel olarak gerileyeceği varsayılmış, satış gelirlerindeki büyümenin 2025 yılından itibaren kademeli olarak azalacağı öngörülmüştür. Projeksiyon dönemi boyunca net satışlardaki artışın 2022 yılında %74,8 sonraki yıllarda ise sırasıyla %40,9 %54,2, %6,1, %9,7 ve %7,4 olması EBITDA marjının ise aynı dönemlerde %32,2, %37,7, %47,4, %42,5, %41 ve %39,3 olması öngörülmektedir.

Projeksiyonda, işletme sermayesi gün sürelerinin normalize olduğu ve net satış büyümesinin uç değer büyüme oranı olan %5'e yaklaştığı 2027 yılına kadar nakit akışı tahmin edilmiştir. Normalize yıl sonrası ise %5 uç değer büyümesi uygulanırken, uç değere karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı seviyesi 2,5x olarak hesaplanmıştır. Bununla birlikte İNA'da elde edilen değerlerin %63,7'si uç değerden kaynaklanmaktadır.

2021 sonunda 4.765 olan filodaki araç sayısı 2022 yılında 395 araç alımı ve 219 araç satılacağı, 2023 yılında ise 778 araç alınıp araç satılacağı ve 278 araç satılacağı varsayılarak araç filosunun 5.441'e yükseleceği öngörülmektedir. Şirket 2025 yılından itibaren operasyonel kiralama için 1.814 adet araç satın almayı ve filo kiralamadan dönen 1.814 adet aracı satarak filo büyüklüğünü 5.441 adet seviyesinde tutmayı öngörmektedir. Şirket'in yatırım/satışların oranı 2021 yılında %25,7 iken 2022 yılında %20,2, 2023 yılında %32,5, 2024 yılında %60,9 sonraki yıllarda ise %65,8 olarak sabit bırakılmıştır.

İNA değeri duyarlılık analizinde İNA'dan hesaplanan hisse başı fiyatın İNA parametrelerine olan duyarlılığı farklı AOSM oranları, uç değer büyüme oranları ve projeksiyon döneminde öngörülen EBITDA sapmasına göre analiz edilmiştir. AOSM baz senaryoya göre %10 ve %5 daha yüksek/düşük alındığında ve öngörülen EBITDA'lar %10 ve %5 daha yüksek/düşük olduğunda hisse başı 5,23 – 14,10 TL bandında değişmektedir. Öngörülen EBITDA'lar %10 ve %5 daha yüksek/düşük olduğunda ve uç değer büyüme oranı %1-%9 bandında değiştiğinde hisse başı fiyat 5,31 – 14,22 TL bandında değişmektedir. AOSM baz senaryoya göre %10 ve %5 daha yüksek/düşük alındığında ve uç değer büyüme oranı %1-%9 bandından değiştiğinde hisse başı fiyat 6,61 – 14,10 TL bandında değişmektedir.

Projeksiyonlarda risksiz getiri olarak 16 Eylül 2022 tarihindeki 10 yıllık devlet tahvilinin kapanışı olan %11,48 yerine ihtiyatlı davranılarak 1 yıllık ortalaması olan %20,94 alınmıştır. Buna ek olarak piyasa algısını en doğru şekilde yansıtacağı düşünülen %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile %23,69 AOSM belirlenmiştir. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle Finansal Varlık



Fiyatlama Modeli (FVFM) varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemiştir.

İNA (mTL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Uç Değer
Net Satışlar	685,90	654,90	835,20	1.459,90	2.056,90	3.172,50	3.367,20	3.693,10	3.965,50	
Değişim		-4,5%	27,5%	74,8%	40,9%	54,2%	6,1%	9,7%	7,4%	
FAVÖK	162,00	241,60	315,20	470,30	775,90	1.503,40	1.430,60	1.515,50	1.560,20	
Değişim		49%	30%	49%	65%	94%	-5%	6%	3%	
FAVÖK Marjı	23,6%	36,9%	37,7%	32,2%	37,7%	47,4%	42,5%	41,0%	39,3%	
Esas Faaliyet Karı	158,3	237,6	311,2	463,6	767,2	1.492,8	1.418,5	1.502,1	1.545,4	
Değişim	a.d.	50%	31%	49%	65%	95%	-5%	6%	3%	
Vergi	22,0%	22,0%	25,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Operasyonel Vergiler	(34,8)	(52,3)	(77,8)	(106,6)	(153,4)	(298,6)	(283,7)	(300,4)	(309,1)	
Amortisman	(3,8)	(4,0)	(4,1)	(6,7)	(8,7)	(10,6)	(12,0)	(13,4)	(14,7)	
Net Yatırım Giderleri	(47,8)	(342,3)	(214,6)	(294,4)	(669,5)	(1.933,2)	(2.214,1)	(2.988,6)	(2.726,4)	
Yatırım/Satış	7,0%	52,3%	25,7%	20,2%	32,5%	60,9%	65,8%	65,8%	65,8%	
Yatırım/Amortisman	12,7	85,6	53,0	44,2	76,6	182,9	184,0	222,7	185,3	
İşletme Sermayesi Değişimi		84,6	(269,7)	(39,5)	(42,0)	(85,1)	15,5	(36,2)	(22,3)	
Satılan Araçların Defter Değeri				54,3	106,5	1.123,1	1.605,3	1.891,1	2.195,7	
Kaldıraçsız Nakit Akımı				84,0	17,5	309,6	553,6	81,4	698,0	3.920,7
Değişim				a.d	-79,2%	1664,6%	78,8%	-85,3%	757,3%	5,0%
AOSM			23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%
İndirgenmiş Nakit Akımı				-14,80	14,20	202,40	292,50	34,80	241,10	1.354,10

Kaynak: Platform Turizm Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımlarının Toplamı	2.124
Uç Değer Payı	63,7%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	2,5
Net Borç	306
YAG (%20 İskontolu)	85
Piyasa Değeri (30.06.22)	1.902
Piyasa Değeri (16.09.22)	2.000
Hisse Sayısı	220
Hisse Fiyatı	9,09

## 6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektörde sıkça kullanılan Firma Değeri/EBITDA ve Fiyat/Kazanç çarpanları kullanılmıştır. Son 12 aylık gerçekleşen (30.06.2021 – 30.06.2022) EBITDA ve net dönem karı ve 2022 tahmini EBITDA tutarı esas alınarak Şirket'in piyasa değeri hesaplanmıştır.

### 6.2.1 Uluslararası Çarpanlar

Çarpan analizi yönteminde yurt dışı borsalarda faaliyet gösteren benzer şirketler incelenmiş, 23 uluslararası firma örnekleme yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan veriler 16 Eylül 2022 tarihlidir. F/K çarpanından değer hesaplanırken şirketin yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışından arındırılmış düzeltilmiş net karı kullanılmıştır. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'dan büyük ve 5x'den küçük şirketler örnekleme dahil edilmemiştir. 30x ve 5x eşik değerleri uç değerlerin elimine edilmesi amacıyla seçilmiştir. Değerleme yapılırken EV/EBITDA 2022/06-4Ç çarpanına %25, EV/EBITDA 22T çarpanına %25 ve F/K 2022/06-4Ç çarpanına ise %50 ağırlık verilerek yurtdışı çarpanlardan değer hesaplanmıştır. Ağırlıklandırmaya göre yurtdışı çarpanlardan piyasa değeri 3.021 milyon TL olarak tespit edilmiştir.

### 6.2.2 BIST Benzer Şirketle

BIST'te işlem gören taşımacılık ve filo kiralama sektörlerinde faaliyet gösteren Gürsel Turizm, Lider Turizm, Turex Turizm ve Escar Filo şirketlerinin 16 Eylül 2022 tarihli çarpanları değerlendirmede kullanılmıştır. Çarpanların medyan değerleri alınarak uç değerlerin elimine edilmesi amaçlanmıştır.

BIST Taşımacılık ve Filo Kiralama grubundaki şirket çarpanlarından gelen değer tespit edilirken F/K ve EV/EBITDA çarpanlarına %50'şer ağırlık verilmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışının (YAG) konjonktürel ve tek seferlik olduğu varsayımıyla Şirket'in son 1 yıllık karı olan 211,7 milyon TL'den YAG değer artışı elimine edilmiştir. Son 1 yıllık vergi öncesi kardan YAG değer artışı çıkarılmış ve 223,1 milyon TL YAG değer artışı hariç vergi öncesi kara ulaşılmıştır. Düzeltilmiş net kardan ve EBITDA'dan hesaplanan değerlere yatırım amaçlı gayrimenkullerin 30.06.2022 bilançosunda yer alan değerine %20 iskonto uygulanarak eklenmiştir.

### Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %50, yurtiçi benzerler çarpanına %25, yurtdışı benzer çarpanına %25 ağırlık verilerek 2.364 milyon TL hedef değere ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %15,3 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 9,10 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer(mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
İNA	2.000	50%	9,09
BİST Benzer Şirketler	2.433	25%	11,06
Yurtdışı Benzerler	3.021	25%	13,73
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>2.364</b>	<b>100%</b>	<b>10,74</b>
Halka Arz İskontosu	-15,30%		
<b>Nihai Değer</b>	<b>2.002</b>		<b>9,10</b>

Değer Çarpanları	2022-06	2022T
EV/EBITDA	6,8	4,9
F/K	9,5	m.d
EV/Net Satış	2,3	1,6
PD/DD	2,3	m.d.

## 7. GÖRÜŞ

İnfo Yatırım tarafından Platform Turizm için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

Şirketin fiyat tespitinde indirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Çarpan Analizi Yönteminin kullanılmasını uygun bulmakla birlikte kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz. Değerleme yöntemlerine sırasıyla %50 - %50 ağırlık verilmiştir.

Uluslararası çarpan analizinde FD/FAVÖK hesaplamasında ve F/K hesaplamasında 30x'dan büyük ve 5x'den küçük değerlerin uç değer olarak kabul edilmesi nedeniyle hesaplama dâhil edilmemiş olmasını makul karşılıyoruz.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken kullanılan 10 yıllık devlet tahvilinin bir yıllık ortalaması olan %20,94 kullanılmasını uygun bulduk.

Kaldıraçlı beta hesabında Şirket için benzer şirketlerin kaldıraçsız betalarına ve Şirket'in kaldıraç oranına göre hesaplama yapılmış ve 0.57x beta tespit edilmesine rağmen muhafazakar olmak adına 1 alınmasını makul karşılıyoruz.

Sonuç olarak, Platform Turizm için hesaplanan hedef değere %15,3 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 9,10 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

**Yasal Uyarı Notu:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

**Çekince:** Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.