

# escar

## Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.Ş.

### Fiyat Tespit Raporu Analizi

Temmuz 2021

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.Ş. ("Escar" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (Info Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## Halka Arza İlişkin Bilgiler

| Halka Arz Bilgileri               |   |
|-----------------------------------|---|
| Talep Toplama Tarihi              | 7-8 Temmuz 2021   |
| İlk İşlem Tarihi (Tahmini)        | 13-14 Temmuz 2021   |
| Hisse Kodu / Pazar                | ESCAR / Ana Pazar   |
| Halka Açıklık Oranı               | 20,26%  |
| Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye  | 45.480.000 TL   |
| Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye | 54.300.000 TL   |
| Halka Arz Yöntemi                 | Borsa'da Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama  |
| Halka Arz Fiyatı                  | 15,00 TL  |
| Arz Edilecek Paylar               | 11.000.000 TL - Toplam<br>8.820.000 TL - Sermaye Artırımı<br>2.180.000 - Ortak Satışı   |
| Ek Satış                          | Yoktur  |
| Halka Arz Büyüklüğü               | 165.000.000 TL  |
| Halka Arz Sonrası Şirket Değeri   | 814.500.000 TL  |
| Aracılık Yöntemi                  | En İyi Gayret Aracılığı   |
| Tahsisat                          | Yoktur  |
| Fiyat İstikrarı                   | Planlanmamaktadır.  |
| Taahhütler                        | Ana pay sahipleri olan ve aynı zamanda ortak satışı yöntemiyle paylarını halka arz eden ortaklar;<br>- Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren, payların borsa fiyatından bağımsız olarak 6 ay süreyle hiçbir şekilde Borsa'da satılmayacaklarını,<br>- Geri alım emri taahhüdü kapsamında pay alınması halinde, alınan payların 1 yıl süreyle halka arz fiyatının altında satışa sunulmayacaklarını,<br>- Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle halka arz fiyatının altında bir fiyattan Borsa'da satamayacaklarını taahhüt etmişlerdir.<br>Ayrıca;<br>Şirket, paylarının Borsa İstanbul' da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca herhangi bir bedelli sermaye artırımı yapılmayacağını ve dolaşımdaki pay miktarının artırılmayacağını taahhüt etmiştir. |

## Şirket Bilgileri

Escar, 2001 yılında filo kiralama sektöründe faaliyet göstermek üzere şirketlere 12 aydan uzun süreli araç kiralama hizmeti sunmak amacıyla kurulmuştur. Şirketin genel merkezi İstanbul'da olup 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla 55 personeli bulunmaktadır.

Şirket'in faaliyet konusu esas sözleşmesinin 3. maddesinde de belirtildiği gibi; şoförlü ve şoförsüz olarak sahibi bulunduğu her türlü motorlu veya motorsuz kara, deniz ve hava taşıtlarını kiraya vermek, yerli ve yabancı turistlere turizm hizmetleri sunmak, yurtiçi ve yurtdışında turizm faaliyetleri tertiplemek, şubeler açmak, faaliyet konusu ile ilgili lisans, patent, marka, knowhow tesis etmek olup, Şirket mevcut durum itibarıyla her marka motorlu kara araçların şoförsüz operasyonel filo kiralama ve araçların 2. el satış faaliyeti ile iştigal etmektedir.

Şirket bir hizmet firması olarak faaliyet göstermekte olup, ana faaliyeti kiralama hizmeti olmakla birlikte hizmet modelinin kaçınılmaz bir diğer parçası da kontrat sonunda araçların ikinci elde satışlarıdır. Bu anlamda ikinci el satış da hizmetin bir parçası olarak görülmektedir.

31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla Şirket toplam 4.300 araca sahip olup, faaliyet kiralamasında kullanılan araçların sayısı 3.513 adettir. Geriye kalan araçların bir kısmı faaliyet kiralamasından dönen satılacak araçlardan oluşurken bir kısmı da yeni alınmış ve henüz faaliyet kiralamasına verilmemiş sıfır araçlardan oluşmaktadır. Şirket'in genel merkezi İstanbul'da olup, 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla 55 personeli bulunmaktadır.

Escar, gerek günlük kiralamadan dönen düşük kilometreli araçların gerekse uzun süreli kiralamadan dönen araçların 2. elde satışını gerçekleştirmek amacıyla, 2014 yılında Varmıarttiran markası ile (www.varmiarttiran.com) bir ihale platformu geliştirmiş ve araçlarını internet sitesi üzerinden online ihale yoluyla bu platformda satmaya başlamıştır.

Şirket öncelikli olarak her marka motorlu aracın operasyonel filo kiralama hizmetini yürütmektedir. Uzun dönemli kiralama hizmetleri ve ikinci el araç satışları net satışların temel dinamiklerini oluşturmaktadır. Şirket ortalamada 3 yıllık kontrat süresi boyunca araçları kiralamakta ve kontrat dönemi sonrasında araçları satmaktadır.

Escar 2010 yılında "Central Rent a Car" markasıyla yerli ve yabancı turistlere günlük araç kiralama amacıyla kısa süreli (bir yıldan kısa süreli) araç kiralama faaliyetine de başlamış ancak 2018 yılında günlük kiralama operasyonu, şirket ortaklarına kısmi bölünme yoluyla Escar bünyesinden ayrılmış ve bölünmüş olan MTL Oto Ticaret A.Ş. unvanlı yeni şirketin alıcı firmaya satışı gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda tüm markalar, isim hakları, personel, kiralık alanlar, sözleşmeler, IT yatırımları ve ofisler satın alan şirkete tümüyle devredilmiştir.

Günlük kiralama operasyonunun satılmasıyla birlikte Rent a Car tarafında görev alan ofis ve merkez ofis çalışanları kısmi bölünme yapılan şirkete devredilmiştir. Bölünme işlemi 1.06.2018 tarihinde tescil edilerek 7.06.2018 tarihli ve 9595 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. Böylece Escar, 1.06.2018 tarihi itibarıyla günlük kiralama faaliyetinden tamamen çıkmış ve uzun dönem (bir yıldan uzun süreli) araç kiralama faaliyetine "Escar" markası adı altında devam etmeye başlamıştır.

Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla gelirlerinin ana kategoriler bazında kırılımı detaylı olarak aşağıda gösterilmekte olup, hasılatın büyük bir kısmının uzun dönem (bir yıldan uzun) araç kiralama ve ikinci el araç satış gelirlerinden kaynaklandığı görülmektedir. Hizmet gelirleri OGS-HGS hizmet gelirlerinden oluşurken, diğer gelirler ise temel olarak müşteri hasar yansıtma gelirleri, lastik yansıtma gelirleri, vale hizmeti, transfer bedelleri ve kilometre aşım gelirlerinden oluşmaktadır.

2018 yılında günlük kiralama operasyonunun devrine bağlı olarak 5.179 adet olan filo sayısı 2019 yılında filo kiralama sektöründeki daralmaya bağlı olarak 2018 yılına göre %16,1 oranında düşüşle 4.345'e gerilemiştir. 2020 yılında da Covid-19 Pandemisi'nin sektöre yönelik olumsuz etkisine rağmen 2019 yılı sonuna göre %1'lik sınırlı bir düşüşle 4.300'e gerilemiştir.

Şirketin 31.12.2020 dönemi itibarıyla 4.300 adet olan araçlarının 1.296'sı Renault, 832'si Volkswagen, 783'ü Skoda, 274'ü Audi, 190'ı Fiat, 174'ü Ford, 33'ü Seat, 13'ü Nissan, 705'i ise diğer marka araçlardan oluşmaktadır.

Şirketin 31.12.2020 dönemi itibarıyla 3.434 olan sözleşme sayısının 142'si 0-12 ay, 38'i 12-24 ay, 2.349'u 24-36 ay, 905'i ise 36 ay ve üzeri sürelidir. Oransal olarak incelendiğinde ise %4,1'i 0-12 ay vadeli, %1,1'i 12-24 ay vadeli, %68,4'ü 24-36 ay vadeli, %26,4'ü ise 36 ay ve üzeri vadeli.

## Ortaklık Yapısı

| Escar Ortaklık Yapısı | Halka Arz Öncesi  |               | Halka Arz Sonrası |               |
|-----------------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
|                       | Sermaye (TL)      | Pay Oranı     | Sermaye (TL)      | Pay Oranı     |
| Hissedar              |                   |               |                   |               |
| Efrayim Kebudi        | 13.644.000        | 30,00%        | 12.990.000        | 23,92%        |
| Daryo Kebudi          | 13.644.000        | 30,00%        | 12.990.000        | 23,92%        |
| Azra Kebudi           | 13.644.000        | 30,00%        | 12.990.000        | 23,92%        |
| Betina Halyo          | 2.274.000         | 5,00%         | 2.165.000         | 3,99%         |
| Nora Karakaş          | 2.274.000         | 5,00%         | 2.165.000         | 3,99%         |
| Halka Açık Kısım      | -                 |               | 11.000.000        | 20,26%        |
| <b>Toplam</b>         | <b>45.480.000</b> | <b>100,0%</b> | <b>54.300.000</b> | <b>100,0%</b> |

## Halka Arzdan Elde Edilecek Gelirin Kullanım Alanları

Şirket, sermaye artışından elde edilecek gelirlerin

- %70'ini büyüme hedeflerine bağlı olarak filodaki araç sayısının artırılması kapsamında yapılacak alımların finanse edilmesinde,
- %20'sini finansal borçlarına ilişkin faiz ve anapara ödemelerinde,
- %10'unu işletme sermayesi ihtiyacında kullanacaktır.

## FİNANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık bağımsız denetimden geçmiş karşılaştırmalı özet finansal durum ve kar-zarar tablosu aşağıdaki gibidir.

| TL  | 31.12.2018         | 31.12.2019         | 31.12.2020         | 31.03.2020        | 31.03.2021        |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| Hasılat                                   | 521.920.182        | 301.187.219        | 317.127.852        | 78.285.046        | 85.884.753        |
| Satışların Maliyeti (-)                   | -401.856.225       | -178.639.419       | -131.459.663       | -37.071.864       | -34.844.911       |
| <b>Brüt Kar</b>                           | <b>120.063.957</b> | <b>122.547.800</b> | <b>185.668.189</b> | <b>41.213.182</b> | <b>51.039.842</b> |
| Genel Yönetim Giderleri                   | -21.620.196        | -11.641.060        | -10.644.784        | -2.825.260        | -3.276.825        |
| Pazarlama Giderleri                       | -3.249.507         | -2.983.851         | -2.392.104         | -686.865          | -761.563          |
| <b>Faaliyet Karı</b>                      | <b>95.194.254</b>  | <b>107.922.889</b> | <b>172.631.301</b> | <b>37.701.057</b> | <b>47.001.454</b> |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler        | 2.908.640          | 1.615.708          | 2.481.048          | 389.324           | 1.319.435         |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)    | -1.862.349         | -3.848.481         | -3.779.013         | -1.167.831        | -522.462          |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>                 | <b>96.240.545</b>  | <b>105.690.116</b> | <b>171.333.336</b> | <b>36.922.550</b> | <b>47.798.427</b> |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler         | 3.586.492          | 2.459.568          | 8.098.575          | 1.193.003         | 1.180.408         |
| <b>Finansman Gideri Öncesi Faal. Karı</b> | <b>99.827.037</b>  | <b>108.149.684</b> | <b>179.431.911</b> | <b>38.115.553</b> | <b>48.978.835</b> |
| Finansman Gelirleri                       |                    |                    |                    | 6.613.168         | 10.565.613        |
| Finansman Giderleri (-)                   | -98.594.884        | -73.716.135        | -83.719.128        | -17.613.799       | -16.564.919       |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b>                   | <b>1.232.153</b>   | <b>34.433.549</b>  | <b>95.712.783</b>  | <b>27.114.922</b> | <b>42.979.529</b> |
| Vergi (Gideri)/Geliri                     | -1.398.837         | -7.956.993         | -17.423.451        | -2.734.767        | -8.714.273        |
| <i>Dönem Vergi Gideri/Geliri</i>          |                    |                    | -10.253.192        |                   | -3.884.563        |
| <i>Ertelenmiş Vergi Gideri</i>            | -1.398.837         | -7.956.993         | -7.170.259         | -2.734.767        | -4.829.710        |
| <b>Dönem Karı/Zararı</b>                  | <b>-166.684</b>    | <b>26.476.556</b>  | <b>78.289.332</b>  | <b>24.380.155</b> | <b>34.265.256</b> |

| FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)- Konsolide Olmayan         |                    |                    |                    |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|
|  | 31.12.2018         | 31.12.2019         | 31.12.2020         |
| <b>Dönen Varlıklar</b>                                 | <b>154.527.497</b> | <b>167.002.042</b> | <b>214.079.140</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                              | 53.521.892         | 77.630.113         | 81.873.409         |
| Ticari Alacaklar                                       | 11.454.500         | 10.864.518         | 20.966.434         |
| Stoklar  | 55.710.804         | 51.498.997         | 102.219.386        |
| Riskten Korunma Amaçlı Türev Araçlar                   | 28.135.420         | 18.999.954         | 0                  |
| <b>Duran Varlıklar</b>                                 | <b>415.580.241</b> | <b>396.976.440</b> | <b>453.867.721</b> |
| Maddi Duran Varlıklar                                  | 397.676.617        | 386.374.321        | 453.432.253        |
| Binalar  | 17.807.506         | 17.411.049         | 17.014.592         |
| Taşıtlar   | 2.881.563          | 5.120.299          | 6.307.202          |
| Demirbaşlar ve diğer maddi duran varlıklar             | 1.261.255          | 1.123.425          | 1.337.864          |
| Faaliyet Kiralamasına Konu Varlıklar                   | 374.972.645        | 362.289.295        | 428.666.397        |
| Binalar  | 17.807.506         | 17.411.049         | 17.014.592         |
| Riskten Korunma Amaçlı Türev Araçlar                   | 15.390.289         | 6.972.695          | 0                  |
| <b>Toplam Varlıklar</b>                                | <b>570.107.738</b> | <b>563.978.482</b> | <b>667.946.861</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                       | <b>263.879.081</b> | <b>274.667.135</b> | <b>249.645.431</b> |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                               | 97.697.122         | 143.502.665        | 59.166.264         |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları       | 133.472.898        | 79.786.163         | 130.131.083        |
| Ticari Borçlar   | 20.023.676         | 42.242.405         | 45.127.933         |
| Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler           | 5.465.126          | 6.168.969          | 6.455.109          |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü                           | 0                  | 0                  | 6.562.100          |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                       | <b>228.121.413</b> | <b>184.776.736</b> | <b>235.477.487</b> |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                               | 205.115.954        | 152.647.738        | 196.339.581        |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü                           | 22.453.053         | 30.397.749         | 37.568.008         |
| <b>Özkaynaklar</b>                                     | <b>78.107.244</b>  | <b>104.534.611</b> | <b>182.823.943</b> |
| Ödenmiş Sermaye  | 4.910.000          | 4.910.000          | 4.910.000          |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş | 8.521.306          | 8.472.117          | 8.472.117          |
| Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler                  |                    |                    |                    |
| Geçmiş Yıllar Karları                                  | 64.312.724         | 64.146.040         | 90.622.596         |
| Net Dönem Karı / (Zararı)                              | -166.684           | 26.476.556         | 78.289.332         |
| <b>Toplam Kaynaklar</b>                                | <b>570.107.738</b> | <b>563.978.482</b> | <b>667.946.861</b> |

## DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Info Yatırım, 18 Haziran 2021 tarihli fiyat tespit raporuna göre Escar'ın halka arz fiyatının tespitinde Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi) ve Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) metodlarını kullanmıştır. Çarpan Analizi yöntemine %40, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %60 ağırlık verilmiştir.

### Piyasa Çarpanları Analizi

Info Yatırım, Escar'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde BİST Hizmet Sektörü, Yıldız Pazar, Seçilmiş BİST Şirketleri, yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarını hesaplamada kullanmıştır. Bu çarpan değerlerinin medyanı dikkate alınmıştır.

#### - Seçilmiş BİST Şirketleri

| Şirket Hisse Kodu | FD/FAVÖK   | F/K        |
|-------------------|------------|------------|
| KORDS             | 10,1       | 18,5       |
| KRVGD             | 13,3       | 19,0       |
| ISKPL             | 12,0       | 17,7       |
| TUREX             | 11,9       | 18,3       |
| ERBOS             | 18,2       | 15,3       |
| AKSEN             | 6,5        | 13,3       |
| TIRE              | 10,1       | 11,7       |
| NTGAZ             | 9,5        | 10,7       |
| ARZUM             | 8,6        | 10,6       |
| KLMSN             | 9,8        | 10,4       |
| GOODY             | 4,8        | 9,5        |
| PETUN             | 9,7        | 9,5        |
| BRISA             | 7,6        | 8,9        |
| CEMTS             | 8,6        | 8,6        |
| SELEC             | 6,4        | 9,0        |
| KOZAL             | 6,4        | 9,1        |
| EGSER             | 5,2        | 7,2        |
| PETKM             | 7,0        | 7,6        |
| CEMAS             | 16,4       | 7,9        |
| KERTV             | 6,6        | 7,5        |
| DEVA              | 7,5        | 6,8        |
| <b>Medyan</b>     | <b>8,6</b> | <b>9,1</b> |

| Seçilmiş BİST Şirketleri (Mn TL)  | Değer        |
|---|--------------|
| Medyan FD/FAVÖK   | 8,6          |
| FAVÖK   | 175,0        |
| Net Borç  | 303,8        |
| <b>FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>                       | <b>1.207</b> |
| Medyan F/K  | 9,1          |
| Net Kar   | 78,3         |
| <b>F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>                            | <b>711</b>   |
| <b>Seçilmiş BİST Şirketleri Nihai Piyasa Değeri (Eşit Ağırlıklandırılmış)</b> | <b>959</b>   |

Seçilmiş BİST şirketleri çarpan analizinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak Şirket için 959 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

- Yıldız Pazar Şirketleri Çarpan Analizi

Şirket, halka arz sonrası halka arz büyüklüğü, finansal verilerin ölçeği ve piyasa değeri açısından Yıldız Pazar şirketlerine benzemektedir. Dolayısıyla her ne kadar halka arz sonrası Ana Pazar'da işlem görecektir olsa da hem nitelik olarak Yıldız Pazar şirketlerine benzemesi hem de muhafazakâr tarafta kalmak adına değerlendirilmede Yıldız Pazar şirketlerinin çarpanları dikkate alınmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 15x'un üstü ve 5x'in altı, değerler analize dahil edilmemiştir. Yıldız Pazar çarpan analizinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak Şirket için 961 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

| Seçilmiş BİST Şirketleri (Mn TL)  | Değer        |
|---|--------------|
| Medyan FD/FAVÖK   | 8,53         |
| FAVÖK   | 175,0        |
| Net Borç  | 303,8        |
| <b>FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>                       | <b>1.190</b> |
| Medyan F/K  | 9,36         |
| Net Kar   | 78,3         |
| <b>F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>                            | <b>733</b>   |
| <b>Seçilmiş BİST Şirketleri Nihai Piyasa Değeri (Eşit Ağırlıklandırılmış)</b> | <b>961</b>   |

- BİST Hizmet Sektörü Çarpan Analizi

Şirket faaliyet alanı itibari ile hizmet sektöründe yer alacak olması nedeniyle BİST Hizmet şirketlerinin çarpanları da değerlendirilmede göz önünde bulundurulmuştur. BİST Hizmet Sektörü çarpan analizinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak Şirket için 997 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

| BİST Hizmet Sektörü (Mn TL)                    | Değer        |
|--|--------------|
| Medyan FD/FAVÖK (x)                            | 8,65         |
| FAVÖK  | 175,0        |
| Net Borç                                       | 303,8        |
| <b>FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değeri</b>   | <b>1.210</b> |
| Medyan F/K (x)                                 | 10,02        |
| Net Kar  | 78,3         |
| <b>F/K Çarpanına Göre Piyasa Değeri</b>        | <b>785</b>   |
| <b>BİST Hizmet Sektörü Nihai Piyasa Değeri</b> | <b>997</b>   |

- Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Escar'ın faaliyet alanının araç kiralama olması ve BİST'te doğrudan araç kiralama sektörüne yönelik bir endeks olmaması nedeni ile BİST'te işlem gören şirketlerin faaliyet alanları incelenerek Doğu Otomotiv, Beyaz Filo ve Tureks'in şirketin ana faaliyetine en yakın alanda faaliyet gösteren şirketler olduğu sonucuna varılmıştır.

| BİST Hizmet Sektörü (Mn TL)                    | Değer        |
|--|--------------|
| Medyan FD/FAVÖK (x)                            | 7,87         |
| FAVÖK  | 175,0        |
| Net Borç                                       | 303,8        |
| <b>FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değeri</b>   | <b>1.075</b> |
| Medyan F/K (x)                                 | 11,18        |
| Net Kar  | 78,3         |
| <b>F/K Çarpanına Göre Piyasa Değeri</b>        | <b>876</b>   |
| <b>BİST Hizmet Sektörü Nihai Piyasa Değeri</b> | <b>975</b>   |

**- Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi**

Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren 12 şirket seçilerek FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 15x'un üstü ve 5x'in altı çarpanlar analize dahil edilmemiştir. Yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak Şirket için 1.004 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

| BİST Hizmet Sektörü (Mn TL)                    | Değer        |
|--|--------------|
| Medyan FD/FAVÖK (x)                            | 8,67         |
| FAVÖK  | 175,0        |
| Net Borç                                       | 303,8        |
| <b>FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değeri</b>   | <b>1.213</b> |
| Medyan F/K (x)                                 | 10,14        |
| Net Kar  | 78,3         |
| <b>F/K Çarpanına Göre Piyasa Değeri</b>        | <b>794</b>   |
| <b>BİST Hizmet Sektörü Nihai Piyasa Değeri</b> | <b>1.004</b> |

**İndirgenmiş Nakit Akım Analizi**

- İNA analizinde gelir tablosu ve bilanço projeksiyonları geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış ve 2021-2028 yılları için projekte edilmiştir.
- 2021-2028 arası gelir projeksiyonu tahminlerine göre kiralama gelirlerinde, 2020 sonunda 3.513 olan kiralamaya konu araç sayısının yapılacak olan yatırımla 2025 sonunda 8.645 araca ulaşması hedeflenmektedir. Araç başı kira geliri 2018-2020 döneminde gerçekleşen enflasyonun 500-600 baz puan üzerinde artmasına rağmen cari veriler doğrultusunda 2021 yılında beklenen enflasyona yakın artması varsayılırken sonraki yıllarda enflasyonun hafif üzerinde artacağı öngörülmüştür.
- İkinci el araç satışlarında, ortalama kontrat süresinin yaklaşık 3 yıl olması nedeniyle ikinci elde satılan araç sayısı her bir yıl için projeksiyon dönemi için filo büyüklüğünün %30'u olarak tahmin edilmiştir.
- İkinci el araç satış fiyatlarının ise 2021 yılında gerçekleşen veri ve yönetim beklentileri doğrultusunda araç başı 181,9 bin TL olması beklenirken 2022 yılında 2020-2021 yılındaki yükselen ikinci el araç fiyatlarının baz etkisiyle normalizasyon sürecine girerek araç başı %0,4 azalarak 181,2 bin TL olması öngörülmektedir. 2023 ve sonrasında ise ikinci el araç segmentinde brüt kar marjının sıfır olarak gerçekleşeceği modelde varsayıldığından araç fiyatları maliyet fiyatlarına eşitlenmiştir.
- 2025 sonuna kadar satılan ikinci el araç sayısı ve 8.645'e ulaşması hedeflenen filo beklentisine göre araç alımı gerçekleştirilecektir. 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 1.167, 2.133 ve 3.078 sıfır araç alımı hedeflenmektedir. 2021 yılında mevcut veriler ve yönetimin beklentileri ile sıfır araç maliyetinin %12 artacağı ve sonraki yıllarda enflasyona paralel bir artış sergileneceği öngörülmüştür. Araç yatırımları dışında Şirket'in son 3 yıldaki ortalama sabit sermaye yatırımı kadar sabit kıymet yatırımı gerçekleştireceği ve bu tutarın yıllara sari enflasyona paralel yükseleceği öngörülmüştür.
- Türkiye'deki 10 yıllık Devlet tahvilinin 200 günlük ortalaması baz alınarak risksiz getiri oranı %16 olarak kabul edilmiştir.
- Piyasa risk primi olarak %5,5 belirlenmiştir.
- Beta "1" olarak kullanılmıştır.
- Özsermaye maliyeti %21,50 olarak hesaplanmıştır.
- Uzun vadede risksiz getiri oranına %4,5 eklenerek %20,5 olarak alınmıştır.
- Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olarak %67,80 kullanılmıştır.
- Sonuçta Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %18,1 olarak hesaplanmıştır.
-



|                                | 2021T      | 2022T       | 2023T       | 2024T        | 2025T        | 2026T        | 2027T        | 2028T        |            |            |            | Uç Değer   |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Net Satışlar</b>            | <b>399</b> | <b>530</b>  | <b>782</b>  | <b>1.083</b> | <b>1.527</b> | <b>1.732</b> | <b>1.947</b> | <b>2.181</b> |            |            |            |            |
| FAVÖK                          | 198        | 237         | 320         | 456          | 650          | 739          | 832          | 937          |            |            |            |            |
| Esas Faaliyet Karı             | 195        | 234         | 317         | 452          | 645          | 733          | 826          | 931          |            |            |            |            |
| İkinci El Araç Defter Değeri   | 138        | 209         | 342         | 467          | 662          | 754          | 852          | 955          |            |            |            |            |
| <b>Nakdi FAVÖK*</b>            | <b>336</b> | <b>446</b>  | <b>663</b>  | <b>924</b>   | <b>1.312</b> | <b>1.493</b> | <b>1.685</b> | <b>1.892</b> |            |            |            |            |
| Operasyonel Vergiler           | -45        | -49         | -57         | -81          | -116         | -147         | -165         | -186         |            |            |            |            |
| Amortisman                     | -3         | -3          | -4          | -4           | -5           | -6           | -6           | -6           |            |            |            |            |
| Net Yatırım Giderleri          | -263       | -549        | -900        | -1.112       | -1.559       | -1.067       | -1.173       | -1.291       |            |            |            |            |
| İşletme Sermayesi Değişimi     | 10         | 13          | 26          | 31           | 45           | 21           | 22           | 24           |            |            |            |            |
| Kaldıraçsız Nakit Akımı        | 39         | -138        | -269        | -239         | -319         | 301          | 368          | 439          | 513        | 585        | 644        | 5.170      |
| AOSM                           | %18,1      | %18,1       | %18,1       | %18,1        | %18,1        | %18,1        | %18,1        | %18,1        | %18,1      | %18,1      | %18,1      | %18,1      |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b> | <b>36</b>  | <b>-108</b> | <b>-178</b> | <b>-134</b>  | <b>-151</b>  | <b>121</b>   | <b>125</b>   | <b>126</b>   | <b>125</b> | <b>121</b> | <b>112</b> | <b>903</b> |

|                        |              |
|------------------------|--------------|
| <b>Firma Değeri</b>    | <b>1.099</b> |
| Uç Değer Büyüme        | 5%           |
| Uç Değer Çıkış Çarpanı | 5,5          |
| <b>Net Borç</b>        | <b>304</b>   |
| <b>Piyasa Değeri</b>   | <b>796</b>   |
| Hisse Sayısı           | 45           |
| <b>Hisse Fiyatı</b>    | <b>17,49</b> |

## SONUÇ

| Değerleme Sonucu (Mn TL)        | Ağırlık        | Değer        |
|---------------------------------|----------------|--------------|
| İNA                             | 50,00%         | 796          |
| Yurt İçi Benzerler              | 7,50%          | 975          |
| Yurt Dışı Benzerler             | 20,00%         | 1.004        |
| Seçilmiş BİST Şirketleri        | 7,50%          | 959          |
| BİST Hizmet Sektörü             | 7,50%          | 997          |
| Yıldız Pazar                    | 7,50%          | 961          |
| Ekonometrik Model               | 0,00%          | 1.425        |
| <b>Ağırlıklandırılmış Değer</b> | <b>100,00%</b> | <b>891</b>   |
| Ödenmiş Sermaye                 |                | 45           |
| <b>Pay Başı Değer (TL)</b>      |                | <b>19,6</b>  |
| Halka Arz İskontosu             |                | 23,4%        |
| <b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>    |                | <b>15,00</b> |

**GÖRÜŞ**

- Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.Ş.. için İno Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara yeterli, oldukça detaylı ve anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında Escar için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkân veren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin eşit ağırlıklandırılmış olmasını olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- BİST Hizmet Sektörü, Yıldız Pazar, Seçilmiş BİST Şirketleri, yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının kullanılmasını olumlu karşılıyoruz.
- Çarpan analizi ile yapılan çalışmada FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 15x'un üstü ve 5x'in altı değerlerin hesaplama dışında bırakılması ve medyan değerlerin kullanılmış olmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde Piyasa risk primi olarak %5,5'in baz alınmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Terminal büyüme oranı olarak %5'in belirlenmiş olmasını uygun karşılıyoruz.
- Projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranının Türkiye'deki 10 yıllık Devlet tahvilinin 200 günlük ortalaması baz alınarak %16 olarak kabul edilmiştir. 18 Haziran tarihinde aynı tahvilin faizi %17,95 olarak görünmektedir. Muhafazakar yaklaşımla bu oran uygulanabilirdi diye düşünüyoruz.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %23,4 iskonto oranı uygulanarak bulunan 15,00 TL pay başına halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.