

Bizim Menkul Değerler A.ř. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde İno Yatırım Menkul Değerler A.ř. tarafından hazırlanan Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.ř. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Escar Turizm Taşımacılık A.ř. Halka Arz Bilgileri

Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.ř.	
Borsa Kodu	ESCAR
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	7-8 Temmuz 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	45.480.000 TL
Sermaye Artırımı	8.820.000 TL
Ortak Satışı	2.180.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	54.300.000 TL
Halka Açıklık Oranı	20,26%
Talep Toplama Fiyatı	15,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	165.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	682.200.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	814.500.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	8,71
F/K 2021Ç1	7,74
FD/FAVÖK 2020	5,63
FD/FAVÖK 2021Ç1	5,41
PD/DD 2020	3,73

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	10,40
FD/FAVÖK 2020	5,63
PD/DD 2020	2,58

Özet Bilgi

- Escar, 2001 yılında filo kiralama sektöründe faaliyet göstermek üzere şirketlere 12 aydan uzun süreli araç kiralama hizmeti sunmak amacıyla kurulmuştur. Şirket öncelikli olarak her marka motorlu aracın operasyonel filo kiralama hizmetini yürütmektedir.
- Şirket 2018 Haziran itibarıyla sektördeki sıkışmanın etkisiyle kar marjı düşük günlük araç kiralama operasyonundan çıkarken, 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. Böylece hem kiralama geliri elde edilmekte hem de araç satışı ile farklı bir piyasaya temas edilmektedir. Bu durum gelir çeşitliliği sağlarken, satışlarda sürdürülebilirliği desteklemektedir.
- 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.
- Şirketin genel merkezi İstanbul'da olup 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla 55 personeli bulunmaktadır.
- Şirket iyi standartlara sahip müşteri ve tedarikçilerle çalışarak pandemi döneminde risk seviyesini azaltmaya çalışmaktadır. Şirket'in farklı sektörlerden global müşteriler ile çalışması gelirin sürdürülebilirliği anlamında olumludur. 2020 yılında bir önceki yıla göre müşteri kontrat yenileme oranı %91'dir.
- Online açık artıma ihale usulü ile ikinci elde araç satmak amacıyla 2014 yılında varmiarttiran.com web sitesi kurulmuştur. Söz konusu sitede Şirket kendi araçlarını satarken, ortalamada 3 gün içerisinde tahsilat sağlanmakta ve işletme sermayesi desteklenmektedir. Ayrıca söz konusu platform ile Şirket kira kontratı biten araçları için komisyon giderlerinden tasarruf elde etmektedir. Bununla birlikte farklı firmaların araçları da sitede ihaleye yoluyla satılmaktadır.

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		0,00%	11.000.000	20,26%
Toplam	45.480.000	100,0%	54.300.000	100,0%

Mali Tablolar

Escar Bilanço (TL)			
VARLIKLAR	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	154.527.497	167.002.042	214.079.140
Nakit ve Nakit Benzerleri	53.521.892	77.630.113	81.873.409
Ticari Alacaklar	11.454.500	10.864.518	20.966.434
<i>İlişkili Olmayan Taraplardan Ticari Alacaklar</i>	<i>11.454.500</i>	<i>10.864.518</i>	<i>20.966.434</i>
Diğer Alacaklar	1.707.884	1.119.017	801.103
<i>İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar</i>	<i>1.707.884</i>	<i>1.119.017</i>	<i>801.103</i>
Stoklar	55.710.804	51.498.997	102.219.386
Riskten Korunma Amaçlı Türev Araçlar	28.135.420	18.999.954	
Peşin Ödenmiş Giderler	3.956.539	3.967.868	4.057.652
Diğer Dönen Varlıklar	40.458	2.921.575	4.161.156
Duran Varlıklar	415.580.241	396.976.440	453.867.721
Diğer Alacaklar	1.656.676	3.185.505	
<i>İlişkili Taraplardan Diğer Alacaklar</i>	<i>1.656.676</i>	<i>3.185.505</i>	
Maddi Duran Varlıklar	397.676.617	386.374.321	453.432.253
<i>Binalar</i>	<i>17.807.506</i>	<i>17.411.049</i>	<i>17.014.592</i>
<i>Taşıtlar</i>	<i>2.881.563</i>	<i>5.120.299</i>	<i>6.307.202</i>
<i>Demirbaşlar ve Diğer Maddi Duran Varlıklar</i>	<i>1.261.255</i>	<i>1.123.425</i>	<i>1.337.864</i>
<i>Özel Maliyetler</i>	<i>753.648</i>	<i>430.253</i>	<i>106.198</i>
<i>Faaliyet Kiralamasına Konu Varlıklar</i>	<i>374.972.645</i>	<i>362.289.295</i>	<i>428.666.397</i>
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	856.659	443.919	435.468
Riskten Korunma Amaçlı Türev Araçlar	15.390.289	6.972.695	
TOPLAM VARLIKLAR	570.107.738	563.978.482	667.946.861
KAYNAKLAR	2018	2019	2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler	263.879.081	274.667.135	249.645.431
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
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar</i>	<i>20.023.676</i>	<i>42.242.405</i>	<i>45.127.933</i>
Diğer Borçlar	5.357.495	1.006.915	1.168.424
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar</i>	<i>5.357.495</i>	<i>1.006.915</i>	<i>1.168.424</i>
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	5.465.126	6.168.969	6.455.109
Ertelenmiş Gelirler	1.254.936	1.294.165	196.394
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü			6.562.100
Kısa Vadeli Karşılıklar	607.828	665.853	838.124
<i>Çalışanlara Sağ. Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karş.</i>	<i>382.932</i>	<i>304.209</i>	<i>569.211</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>224.896</i>	<i>361.644</i>	<i>268.913</i>
Uzun Vadeli Yükümlülükler	228.121.413	184.776.736	235.477.487
Uzun Vadeli Borçlanmalar	205.115.954	152.647.738	196.339.581
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	52.490	1.196.906	843.754
Uzun Vadeli Karşılıklar	499.916	534.343	726.144
<i>Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Uzun Vad. Karş.</i>	<i>499.916</i>	<i>534.343</i>	<i>726.144</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	22.453.053	30.397.749	37.568.008
Özkaynaklar	78.107.244	104.534.611	182.823.943
Ödenmiş Sermaye	4.910.000	4.910.000	4.910.000
Sermaye Düzeltme Farkları	529.898	529.898	529.898
Kar veya Zar.Yen. Sınıf. Bir. Diğ. Kap. Gel. veya Gid.	8.521.306	8.472.117	8.472.117
<i>Tan. Fayda Plan. Yen. Ölç. Kayıpları</i>	<i>-73.017</i>	<i>-122.206</i>	<i>-122.206</i>
<i>Maddi Duran Var. Yen. Değ. Art.</i>	<i>8.594.323</i>	<i>8.594.323</i>	<i>8.594.323</i>
Geçmiş Yıllar Karları	64.312.724	64.146.040	90.622.596
Net Dönem Karı/(Zararı)	-166.684	26.476.556	78.289.332
TOPLAM KAYNAKLAR	570.107.738	563.978.482	667.946.861

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Escar Gelir Tablosu						
TL	2018	2019	2020	2020/03	2021/03	Son 4Ç
Hasılat	521.920.182	301.187.219	317.127.852	78.285.046	85.884.753	324.727.559
Yıllık Değişim		-42,3%	5,3%		9,7%	
Satışların Maliyeti (-)	-401.856.225	-178.639.419	-131.459.663	-37.071.864	-34.844.911	-129.232.710
Yıllık Değişim		-55,5%	-26,4%		-6,0%	
Brüt Kar	120.063.957	122.547.800	185.668.189	41.213.182	51.039.842	195.494.849
Yıllık Değişim		2,1%	51,5%		23,8%	
Brüt Kar Marjı	23,0%	40,7%	58,5%	52,6%	59,4%	60,2%
Genel Yönetim Giderleri	-21.620.196	-11.641.060	-10.644.784	-2.825.260	-3.276.825	-11.096.349
Pazarlama Giderleri	-3.249.507	-2.983.851	-2.392.104	-686.865	-761.563	-2.466.802
Faaliyet Karı	95.194.254	107.922.889	172.631.301	37.701.057	47.001.454	181.931.698
Yıllık Değişim		13,4%	60,0%		24,7%	
Faaliyet Kar Marjı	18,2%	35,8%	54,4%	48,2%	54,7%	56,0%
Amortisman	4.361.529	4.461.114	2.410.645	589.399	822.694	2.643.940
FAVÖK1	99.555.783	112.384.003	175.041.946	38.290.456	47.824.148	184.575.638
Yıllık Değişim		12,9%	55,8%		24,9%	
FAVÖK1 Marjı	19,1%	37,3%	55,2%	48,9%	55,7%	56,8%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.908.640	1.615.708	2.481.048	389.324	1.319.435	3.411.159
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-1.862.349	-3.848.481	-3.779.013	-1.167.831	-522.462	-3.133.644
Esas Faaliyet Karı	96.240.545	105.690.116	171.333.336	36.922.550	47.798.427	182.209.213
Yıllık Değişim		9,8%	62,1%		29,5%	
FAVÖK2	100.602.074	110.151.230	173.743.981	37.511.949	48.621.121	184.853.153
Yıllık Değişim		9,5%	57,7%		29,6%	
FAVÖK2 Marjı	19,3%	36,6%	54,8%	47,9%	56,6%	56,9%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3.586.492	2.459.568	8.098.575	1.193.003	1.180.408	8.085.980
Finansman Gideri Öncesi Faal. Karı	99.827.037	108.149.684	179.431.911	38.115.553	48.978.835	190.295.193
Finansman Gelirleri				6.613.168	10.565.613	3.952.445
Finansman Giderleri (-)	-98.594.884	-73.716.135	-83.719.128	-17.613.799	-16.564.919	-82.670.248
Vergi Öncesi Kar	1.232.153	34.433.549	95.712.783	27.114.922	42.979.529	111.577.390
Vergi (Gideri)/Geliri	-1.398.837	-7.956.993	-17.423.451	-2.734.767	-8.714.273	-23.402.957
Dönem Vergi Gideri/Geliri			-10.253.192		-3.884.563	-14.137.755
Ertelenmiş Vergi Gideri	-1.398.837	-7.956.993	-7.170.259	-2.734.767	-4.829.710	-9.265.202
Dönem Karı/Zararı	-166.684	26.476.556	78.289.332	24.380.155	34.265.256	88.174.433

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- İfo Yatırım, Escar'ın halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Escar özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa arpanları Analizi

- Piyasa arpanları metodu değerlenecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- İno Yatırım tarafından Escar'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde BİST Hizmet Sektörü, Yıldız Pazar, Seçilmiş BİST Şirketleri, yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gosteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) arpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmıştır.
- İno Yatırım, Şirket'in 31.12.2020 tarihli bilançosundaki net borç, 2020 yılı net kar ve 2020 FAVÖK değerini çarpan analizinde kullanmıştır.

Seçilmiş BİST Şirketleri

- Belirlenen kriterler sonrası seçilmiş 21 BİST şirketiyle örneklem oluşturulmuş ve bu şirketlerin medyan verilerine gÖre değer tespiti yapılmış ve değer tespitinde şirketlerin 15.06.2021 tarihli piyasa değerleri baz alınmıştır.

Seçilmiş BİST Şirketleri	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
KERVT	6,6	7,5
DEVA	7,5	6,8
Medyan	8,6	9,1

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

Seçilmiş BİST şirketleri (Mn TL)	Değer
Medyan FD/FAVÖK (x)	8,63
FAVÖK 2020	175,0
Net Borç 2020	304
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.207
Medyan F/K (x)	9,08
Net Kar 2020	78,3
F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	711
Seçilmiş BİST şirketleri Nihai Piyasa Değeri	959

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yıldız Pazar şirketleri Çarpan Analizi

- şirket, her ne kadar halka arz sonrası ana pazarda işlem görecek olsa da hem nitelik itibari ile Yıldız Pazar şirketlerine benzemesi hem de muhafazakâr tarafta kalmak adına değerlemede 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 şirketleri (Mn TL)	Değer
Medyan FD/FAVÖK (x)	8,53
FAVÖK 2020	175,0
Net Borç 2020	304
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.190
Medyan F/K (x)	9,36
Net Kar 2020	78,3
F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	733
Yıldız Pazar şirketleri Nihai Piyasa Değeri	961

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Yıldız Pazar çarpan analizinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak şirket için 961 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

BİST Hizmet Sektörü Çarpan Analizi

- şirket faaliyet alanı itibari ile hizmet sektöründe yer alacak olması nedeniyle BİST Hizmet şirketlerinin çarpanları da değerlemede göz önünde bulundurulmuş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

BİST Hizmet Sektörü (Mn TL)	Değer
Medyan FD/FAVÖK (x)	8,65
FAVÖK 2020	175,0
Net Borç 2020	304
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.210
Medyan F/K (x)	10,02
Net Kar 2020	78,3
F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	785
BİST Hizmet Sektörü Nihai Piyasa Değeri	997

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- BİST Hizmet Sektörü çarpan analizinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak Şirket için 997 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Escar'ın faaliyet alanının araç kiralaması 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. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 15x'un üstü ve 5x'in altı değerler analize dahil edilmemiş olup makuldür.

Yurt İçi Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	F/K
DOAS	3,9	4,1
BEYAZ	20,5	27,4
TUREX	11,9	18,3
Medyan	7,9	11,2

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Yurt içi benzer şirketler çarpan analizinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak Şirket için 975 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler (Mn TL)	Değer
Medyan FD/FAVÖK (x)	7,87
FAVÖK 2020	175,0
Net Borç 2020	304
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.075
Medyan F/K (x)	11,18
Net Kar 2020	78,3
F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	876
Yurt İçi Benzer Şirketler Nihai Piyasa Değeri	975

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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 edilmemiş olup tarafımızca makuldür.

Yurt Dışı Benzer Şirketler (Mn TL)	Değer
Medyan FD/FAVÖK (x)	8,67
FAVÖK 2020	175,0
Net Borç 2020	304
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.213
Medyan F/K (x)	10,14
Net Kar 2020	78,3
F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	794
Yurt Dışı Benzer Şirketler Nihai Piyasa Değeri	1.004

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- 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.

Ekonometrik Model Çarpan Analizi

- İnfo Yatırım, Ekonometrik model ürettiği 9,9x hedef FD/FAVÖK çarpanı ile değer tespiti yapılırken söz konusu değerleme nihai değerde dikkate alınmamıştır.

Ekonometrik Model (Mn TL)	Değer
Hedef FD/FAVÖK (x)	9,9
FAVÖK 2020	175,0
Net Borç 2020	304
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değer	1.425
Ekonometrik Model Nihai Piyasa Değer	1.425

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2028 yılları için projekte edilmiştir.
- Gelirler:** 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 gerçekteşen enflasyonun 500-600 baz puan üzerinde artmasına rağmen cari veriler doğrultusunda 2021 yılında beklenen enflasyona yakın artması varsayılırken sonraki yıllarda enflasyonun hafif üzerinde artacağı öngörölmüştür.
- İkinci el araç satışlarında, ortalama kontrat süresinin yaklaşık 3 yıl olması nedeniyle ikinci elde satılan araç sayısı her bir yıl için projeksiyon döneminde filo büyüklüğünün %30'u olarak tahmin edilmiştir. İkinci el araç satış fiyatlarının ise 2021 yılında gerçekteşen 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 gerçekteşeceği modelde varsayıldığından araç fiyatları maliyet fiyatlarına eşitlenmiştir.
- Faaliyet Giderleri:** Filo ve net satış büyümesini desteklemek adına amortisman hariç toplam faaliyet giderlerinin yeniden yapılanmanın etkisiyle 2021 yılında %46,1 artması beklenmektedir. Ayrıca pandemi nedeniyle sağlanan devlet teşviklerinin ortadan kalkacağı varsayılmış 2025 sonuna kadar önemli bir kısmı sabit giderlerden oluşan faaliyet giderlerinin filo büyümesini desteklemesi ağıısından enflasyonun üzerinde artacağı varsayılırken sonraki yıllarda enflasyona paralel bir artış modellenmiştir.
- İşletme Sermayesi:** şirketin ticari işletme sermayesi hesaplanırken dönen varlık ve kısa vadeli borçlardaki ilgili kalemler alınmış ve stoklar işletme sermayesi hesabına dahil edilmemiştir. Kiralamadan dönen araçlar satılana kadar maddi duran varlıklardan stoklara alınmaktadır. Ancak söz konusu araçların stoklara alınması fiili bir nakit çıkışı olarak işlememektedir. Araçlar ortalamada üç sene önce alınmış ve kontrat vadesinin sona ermesi ile stoklarda sınıflandırılmıştır. Gerçekte stoklardaki artış kadar bir işletme sermayesi ihtiyacı doğmamış ve bu artışın finanse edilmesi gerekmemiştir.
- şirket ticari alacak, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıklar gibi kısa vadeli yatırımları finanse etmek için ticari borçlar ve avans hesabı olarak görölebilecek müşteri sözleşmelerinden

doğın yükümlülükler ve ertelenmiş gelirleri kullanmaktadır. Dönem karı vergi yükümlülüğünden doğın borçlar ve diğır kısa vadeli borçlar da Şirketin işletme sermayesini finanse etmekte kullandığı enstrümanlardır.

- 2018 yılında işletme sermayesi fazlasının net satışlara oranı %2 olarak kaydedilmesine rağmen 2019 ile değışen iş modeli nedeniyle gelecek yıllardaki işletme sermayesi fazlasını tahmin edebilmek için 2019-2020 işletme sermayesi net satış oranı dikkate alınmıştır. Son 2 yılın ortalaması olan %10'un gelecek yıllarda da devam edeceği ve Şirketin az da olsa işletme sermayesinden geçmişte olduğu gibi nakit üreteceğı varsayılmıştır.
- **Yatırım Harcamaları:** 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 sergileneceğı öngörülmüştür. Araç yatırımları dışında Şirket'in son 3 yıldaki ortalama sabit sermaye yatırımı kadar sabit kıymet yatırımı gerçekleştireceğı ve bu tutarın yıllara sari enflasyona paralel yükseleceğı öngörülmüştür.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık TL Devlet tahvilinin 200 günlük ortalaması baz alınarak risksiz getiri oranı %16 olarak kabul edilmiş olup rapor tarihinde 10 yıllık tahvil faizinin %17 seviyesinin üzerinde olduğu dikkate alındığında %16 risksiz getiri bir miktar düşük kaldığı kanaatindeyiz.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** 1 kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %21,50 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Uzun vadede risksiz getiri oranına %4,5 eklenerek %20,5 olarak alınmıştır ve tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olarak %67,80 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %18,1 olarak hesaplanmıştır.
- İfo Yatırım'ın tüm varsayımları aynı kalarak sadece risksiz getiri oranı %17,5 olarak alındığında AOSM %18,55 olarak hesaplanmaktadır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerinden 304 milyon TL net borç düşölerek 796 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

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
Ağırlıklandırılmış Değer	100,00%	891
Ödenmiş Sermaye		45
Pay Başı Değer (TL)		19,6
Halka Arz İskontosu		23,4%
Halka Arz Fiyatı (TL)		15,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya ve çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerlere eşit ağırlık verilmiş ve %23,4 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 15,00 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %23,40'lık iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Escar'ın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açasından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Escar özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- İnfo Yatırım tarafından 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) çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmıştır.
- Escar'ın faaliyet alanının araç kiralaması olması ve BİST'te doğrudan araç kiralama sektörüne yönelik bir endeks olmaması nedeni ile BİST'te işlem gören şirketlerin faaliyet alanları incelenerek Doğuş Otomotiv, Beyaz Filo ve Tureks'in şirketin ana faaliyetine en yakın alanda faaliyet gösteren şirketler olduğu sonucuna varılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 15x'un üstü ve 5x'in altı değerler analize dahil edilmemiş olup makuldür.
- İNA metodunda şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2028 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı Türkiye'deki 10 yıllık TL Devlet tahvilinin 200 günlük ortalaması baz alınarak %16 olarak kabul edilmiş olup rapor tarihinde 10 yıllık tahvil faizinin %17 seviyesinin üzerinde

olduğu dikkate alındığında %16 risksiz getiri varsayımının bir miktar dűřűk kaldığı kanaatindeyiz. İfo Yatırım'ın tűm varsayımları aynı kalarak sadece risksiz getiri oranı %17,5 olarak alındığında AOSM %18,55 olarak hesaplanmaktadır. Bununla beraber İNA değerlemesinde gelecek dűnem varsayımlarının oldukça ihtiyatlı ve muhafazakar bir yaklaşımla belirlendiği kanaatindeyiz. Çarpan değerlemesinde de referans çarpanlar belirlenirken ۆrneklem içindeki u değerlerin çıkarılması çarpan değerlemesinin ihtiyatlı bir yaklaşımla yapıldığını gűstermektedir.

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken arpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin eşit ağırlıklandırılmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %23,4'lűk iskontonun makul olduđunu, deđerde oluřabilecek riskleri elimine edebilecek bűyűklűkte olduđunu dűřűnmekteyiz.
- Sonuç olarak Escar'ın halka arz fiyatının tespit edilmesinde %23,4 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 15,00 TL pay bařı talep toplama fiyatının makul olduđu kanaatindeyiz. Gerek İNA gerekse de çarpan deđerlemesindeki ihtiyatlı yaklařımla beraber uygulanan %23,4'lűk iskonto sonrası řirket'in halka arz arpanları 121 mali verilerine gűre F/K 7,74x ve FD/FAVűK 5,41x ile son dűnemdeki halka arzlarda kullanılan deđerleme çarpanlarının altındadır.

Halka Arz arpanları	
F/K 2020	8,71
F/K 20211	7,74
FD/FAVűK 2020	5,63
FD/FAVűK 20211	5,41
PD/DD 2020	3,73