

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhr. İth. A.Ş. 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.

#### Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhr. İth. A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhracat İthalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	SAFKR
Halka Arz Yöntemi	Borsada Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Kote Olunacak Pazar	Gelişen İşletmeler Pazarı
Talep Toplama Tarihleri	10-11 Ocak 2017
Halka Arz Öncesi Sermaye	18.000.000 TL
Sermaye Artırımı	9.000.000 TL
Ortak Satışı	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	27.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	33,3%
Halka Arz Fiyatı	1,98 TL
Halka Arz Büyüklüğü	17.820.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	35.640.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	53.460.000 TL

Halka Arz Öncesi Çarpanlar	
F/K Kaydırılmış	15,97
FD/FAVÖK Kaydırılmış	8,71
PD/DD 2017/06	1,64

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K Kaydırılmış	23,95
FD/FAVÖK Kaydırılmış	8,71
PD/DD 2017/06	1,35

## Özet Bilgi

1988 yılında İzmir'de kurulan şirket ihraççı motorlu araçlar, raylı sistemler, savunma sanayii, gıda sektörü gibi birçok sektörde kapalı alanlar için soğutma sistemleri üretmektedir. 17.02.2017 tarihli SPK kararı ile kayıtlı sermaye sistemine geçmiştir. Şirketin 10,9 bin metrekare kapalı alana sahip üretim tesisi İzmir/Menemen'de bulunurken İstanbul ve Adana'da irtibat ofisi bulunmaktadır. 30.06.2017 itibarıyla 186 personeli bulunmaktadır.

Şirketin klima ve soğutucu olmak üzere 2 adet ana üretim grubu bulunmaktadır. Klimalar minibüs, midibüs, otobüs, raylı sistem gibi ulaşım araçlarına ve askeri kullanım amaçlı olarak üretilmektedir.

### Ortaklık Yapısı

Şirketin halka arz öncesi sermayesi 18 milyon TL'dir. Halka arz edilecek 9 milyon TL'lik hisselerin tamamı bedelli sermaye artırımı yoluyla ihraç edilecek hisselerden oluşacaktır. Şirket sermayesi A ve B grubu paylardan oluşmaktadır. A grubu paylar nama yazılı olup 15 oy hakkı bulunurken B grubu paylar hamiline yazılıdır ve 1 oy hakkı bulunmaktadır. Abdi Merttürk 3,6 milyon A grubu ve 8,5 milyon B grubu hisseyle halka arz öncesi şirketin %67,2'sine ve oy hakkının %91,4'üne sahip olarak şirket yönetimini elinde tutmaktadır. 9 milyon nominal hissenin halka arz edilmesi sonrası halka açıklık oranı %33,3 olacak ve Abdi Merttürk %44,8 sahip oranı ve %80,8 oy hakkı oranı ile şirketin kontrolünü elinde tutmaya devam edecektir.

Safkar Ortaklık&Oy Hakkı Yapısı		Halka Arz Öncesi				Halka Arz Sonrası			
Hissedar	Pay Grubu*	Sermaye, TL	Oran	Oy Hakkı	Oran	Sermaye, TL	Oran	Oy Hakkı	Oran
Erdoğan Erdil	A	0				0			
	B	1.800.000	10,0%	1.800.000	2,6%	1.800.000	6,7%	1.800.000	2,3%
Ali Sami Evkuran	A	0				0			
	B	1.800.000	10,0%	1.800.000	2,6%	1.800.000	6,7%	1.800.000	2,3%
Abdi Merttürk	A	3.600.000	67,2%	62.502.300	91,4%	3.600.000	44,8%	62.502.300	80,8%
	B	8.502.300				8.502.300			
M. Emin Altınova	A	0				0			
	B	1.757.700	9,8%	1.757.700	2,6%	1.757.700	6,5%	1.757.700	2,3%
Diğer	A	0				0			
	B	540.000	3,0%	540.000	0,8%	540.000	2,0%	540.000	0,7%
Halka Açılacak Kısım	B					9.000.000	33,3%	9.000.000	11,6%
<b>Toplam</b>		<b>18.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>68.400.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>27.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>77.400.000</b>	<b>100,0%</b>

\*A Grubu paylar nama olup 15 oy hakkı, B Grubu paylar hamiline olup 1 oy hakkı bulunmaktadır.

### Halka Arz Geliri Kullanım Yerleri

Şirket, halka arzdan elde etmeyi planladığı gelirin %20'sini işletme sermayesi için, %40'ını finansal kredilerin kapatılması için, %20'sinin kapasite artırımı ve modernizasyon yatırımları için, %10'unun AR-GE ve Laboratuvar yatırımları için ve kalan %10'unun da ihracat ve satış sonrası hizmet faaliyetlerinin geliştirilmesi için harcanacağını beyan etmiştir.

### Değerleme

Meksa Yatırım, Safkar'ın halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodlarını kullanmıştır. Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, yönetimin gelecek yıllardaki şirket performansını ve sahip olduğu varlıklardan elde edebileceği nakit ve katma değeri göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. İNA'nın kullanılmış olması, yatırımcıların şirket yöneticilerinin gelecek beklentilerini anlamada yardımcı olacaktır.

## Piyasa Çarpanları Metodu

Meksa Yatırım tarafından Safkar'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Değer Değeri (PD/DD) çarpanları ve 2017/06 bilanço verileri ve kayıtları son 4 çeyrek gelir tablosu rakamları kullanılmıştır. Kullanılan çarpan türleri piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlardır. Seçilen türleri bu bağlamda makul buluyoruz.

Çarpan analizinde klima sektöründe faaliyet gösteren ALCAR ve KLMSN şirketlerinin verileri ile Safkar'ın halka arz sonrası işlem göreceği Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören şirketlerin verileri kullanılmıştır. Şirketin ana faaliyet alanına benzerlik gösteren şirketlerin çarpanının kullanılmasını makul bulmakla beraber, GİP'te işlem gören şirketlerin risk algısının diğer pazarlara göre yüksek olması ve mali tablo verilerinin oynaklığının fazla olması nedeniyle kullanılmamasının daha uygun olacağını; onun yerine Sınai Endeks ya da İmalat Sanayi şirketlerinin verilerinin kullanılmasının daha makul olacağını düşünmekteyiz. GİP'te fiyatlamaların fazla oturmuş olmaması nedeniyle ulaşılan çarpanların sağlıklı olabileceği riski bulunmaktadır. GİP dışı çarpanlarla sağlıklı bir fiyata ulaşıldıktan sonra GİP riskini fiyata halka arz iskontosu ile işlemenin daha makul olduğu kanaatindeyiz.

Benzer şirketlerin çarpanları 09.06.2017 tarihi itibarıyla hesaplanırken GİP çarpanları 06.10.2017 tarihi itibarıyla hesaplanmıştır. Şirketin çarpan değerinin en güncel halini hesaplayabilmek adına fiyat tespit raporunun hazırlanma tarihine daha yakın bir tarihteki çarpanların kullanılmasının daha uygun olacağını düşünüyorum. Ayrıca benzer şirketler için 9 Haziran tarihli piyasa değerinin kullanılmasını anlamlı bulmamaktayız. Buradaki amaç 6 aylık mali verilerin fiyatlanması ise 6 aylıkların açıklandığı tarihteki piyasa değerinin kullanılması daha makul olacaktır. GİP'te ise 6 Ekim tarihli piyasa değerinin kullanılması çarpanlarda asimetri problemini doğurmaktadır.

GİP şirketlerinin çarpanları hesaplanırken uç değer olarak nitelendirilebilecek çarpanların hesaplamada dikkate alınmadığı ifade edilmiştir. Bu yaklaşımı değerlemenin muhafazakar olması adına makul buluyoruz.

Değerlemede Baz Alınan Safkar Verileri	
TL	2017/06
Net Kar	2.232.054
Özkaynak	21.742.129
FAVÖK	5.348.204
Net Borç	10.955.260

Benzer Şirketler Çarpanları	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
09.06.2017	12,18	1,73	12,34

Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre Değer	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ortalama
Milyon TL	27,2	37,6	55,1	40,0

GİP Şirketleri Çarpanları	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
06.10.2017	14,35	2,08	12,05

GİP Şirketler Çarpanlarına Göre Değer	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ortalama
Milyon TL	32,0	45,3	53,5	43,6

Safkar için her bir çarpana eşit ağırlık verilerek benzer şirketler çarpanından 40,0 milyon TL, GİP şirketleri çarpanından 43,6 milyon TL halka arz öncesi piyasa değeri tespit edilmiştir.

### İndirgenmiş Nakit Akımları Metodu

**Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** Meksa Yatırım İNA metodunda AOSM hesabı yapmayıp doğrudan TCMB tarafından yayınlanan "Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları" verisinin 2 yıllık ortalaması olan %15,47 oranını kullanmıştır. Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmesi ve indirgeme oranı olarak onun kullanılması gerektiğini düşünüyoruz. Kullanılan %15,47 oranı her ne kadar çok düşük olmasa da daha doğru bir sonuç için AOSM'nin tespit edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Şirketler için fazi maliyeti ve sermaye maliyetinin farklılık arzemesi nedeniyle AOSM'nin kullanılmasını daha doğru bulmaktayız. Hisse yatırımcıların davranış modeli ve risk algısının fiyatlamada yer alabilmesi için sermaye piyasası risk priminin uygulanması gerektiğini düşünmekteyiz.

**Sermaye piyasası risk primi:** Kullanılmamıştır.

**Beta:** Kullanılmamıştır.

**Özsermaye Maliyeti :** Hesaplanmamıştır.

**Borçlanma Maliyeti:** Kullanılmamıştır.

**Ciro Büyümesi:** 2017 sonrasında şirketin mevcut sözleşmeleri ve alması muhtemel sözleşmeler dikkate alınarak Safkar için ciro tahminleri yapılmıştır. Ciro artışlarının gerekçeleri makul şekilde açıklanmıştır.

**Brüt Kar Marjı:** Şirketin 2017 ve sonrasındaki yıllar için varsayılan brüt kar marjı 2016 marjının yaklaşık 2 yüzde puan altındadır. Daha muhafazakar marj kullanılmasını makul buluyoruz.

**Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderlerinin ciroya oranı yıllar itibariyle azaltılmıştır. Muhafazakar bir yaklaşımla en azından 2016'daki seviyenin kullanılması gerektiğini düşünüyoruz. Bununla birlikte sabit gider etkisiyle faaliyet giderlerin ciro payının azalması makul karşılanabilir.

**Yatırım Harcamaları:** Şirket halka arz gelirinin %20'sini yatırım harcamaları için kullanacağını beyan etmiştir. İNA'da 2017-2021 arası öngörülen tutarın yaklaşık halka arz gelirinin %20'sine denk geldiği görülmektedir.

**İşletme Sermayesi:** 2017 ve sonrasında şirketin işletme sermayesinin 2016 rakamlarına benzer olacağı ifade edilmiş ve İNA'da bu şekilde kullanılmıştır. Tarafımızca uygun görülmektedir.

**Uç Değer Büyüme Oranı:** %2,5 varsayılmış olup tarafımızca uygun görülmektedir. %2,5 oranı muhafazakar bir seviye olarak da görülebilir.

Sonuçta İNA'dan şirket için 58,0 milyon TL firma değeri hesaplanmış ve 11,0 milyon TL net borç düşülerek 47,0 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

### Safkar Halka Arz Değeri

Benzer şirket çarpanları, GİP şirketleri çarpanları ve İNA metodundan elde edilen piyasa değerleri eşit şekilde ağırlıklandırılmış ve Safkar için halka arz iskontosu öncesi 43,5 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır. %18 halka arz iskontosu uygulanarak şirket için 35,7 milyon TL halka arz değeri hesaplanmıştır. 18 milyon TL ödenmiş sermayeye bölüldüğünde talep toplama fiyatı 1,98 TL hesaplanmaktadır. Uygulanan iskonto oranının makul olduğu kanaatinde olmakla beraber İNA'da kullanılan AOSM'nin CAPM'e göre hesaplanması, GİP şirketleri yerine Sınai Endeks ya da imalat sanayi şirketlerinin çarpanlarının kullanılması durumunda halka arz iskontosunun %18'in altında kalabileceğini düşünmekteyiz. Halka arz değeriyle hesaplanan şirket çarpanları halka arz geliri öncesinde makul bulunmaktadır.

Safkar Halka Arz Değeri	İNA	GİP Çarpan	Benzer Şirket
Milyon TL	47,0	43,6	40,0
Ortalama Piyasa Değeri			44
Nominal Sermaye			18
<b>Birim Hisse Fiyatı, TL</b>			<b>2,42</b>
Halka Arz İskontosu			-18%
<b>Halka Arz Fiyatı, TL</b>			<b>1,98</b>

**Sonuç**

Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.

Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhracat İthalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin halka arz değerinin tespit edilmesi için uygulanan Çarpan ve İNA metodolojisini yerinde buluyoruz. Çarpan metodunda kullanılan benzer şirketlerin uygun olduğunu düşünmekle beraber GİP şirketleri yerine Sınai Endeks ya da imalat sanayii şirketlerinin kullanılması durumunda daha muhafazakar değerlerin oluşacağını düşünüyoruz.

Şirketin değer tespitinde çarpan metodunun kullanılmasının yanında yatırımcıların şirketin potansiyelini görebilmesi adına İndirgenmiş Nakit Akımı metodunun kullanılmasının yerinde bir karar olduğunu düşünüyoruz. İNA'da kullanılan indirgeme oranının CAPM'e göre hesaplanması gerektiğini daha doğru bir değere ulaşma açısından gerekli görüyoruz.

Talep toplama fiyatının belirlenmesinde hesaplanan değere uygulanan %18 iskonto oranının yeterli büyüklükte olduğu kanaatindeyiz. İNA varsayımlarının daha muhafazakar olması, GİP çarpanları yerine Sınai Endeks ya da imalat sanayii şirketlerinin çarpanlarının kullanılması durumunda iskonto oranının bir miktar düşecek olmasına karşın halka arz değeriyle oluşan FD/FAVÖK çarpanı tarafımızca makul düzeyde bulunmaktadır.

**Sonuç olarak Safkar Ege Soğutmacılık A.Ş. halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.**