

Tureks Turizm Taşımacılık A.ř.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

31 Mart 2021

İř YATIRIM



İçindekiler

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	8
4	Görüş	14

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Oyak Yatırım") Konsorsiyum Lideri olduğu Tureks Turizm Taşımacılık A.Ş. ("Tureks" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Oyak Yatırım'ın hazırladığı 9 Şubat 2021 tarihli fiyat tespit raporunu ("Fiyat Tespit Raporu") 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 İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Halka Arz Tarihi	1 - 2 Nisan 2021
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Mevcut Ödenmiş Sermaye	100.000.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal)	8.000.000 TL
Ortak Satışı (Nominal)	14.500.000 TL
Toplam Arz Edilecek Paylar (Nominal)	22.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%20,83
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılığın Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Taahhütler	Şirket, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl boyunca bedelli sermaye artırımı yapılmayacağını ve dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını taahhüt etmiştir. Halka Arz Eden Pay Sahipleri Kiler Holding, Nazif Ersan, Engin Ersan ve Celal Kalkan 180 Gün süreyle dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde Borsa'da veya Borsa dışında halka arza konu edilmeyeceğini; bu doğrultuda bir karar alınmayacağını; Halka Arz Eden Pay Sahipleri Kiler Holding, Nazif Ersan, Engin Ersan ve Celal Kalkan Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren bir yıl boyunca maliki oldukları Şirket paylarını halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satmayacağını, bu payların halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmayacağını taahhüt etmiştir.
Fiyat	12,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	Ek satış ile beraber 270.000.000 TL

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 2 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortak	GRUBU	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Kiler Holding. A.Ş.	A	8.500.000	8,50%	8.500.000	7,87%
Kiler Holding. A.Ş.	D	34.000.000	34,00%	27.837.500	25,78%
Atilla Ersan	B	3.500.000	3,50%	3.500.000	3,24%
Atilla Ersan	D	14.000.000	14,00%	11.462.500	10,61%
Nazif Ersan	B	2.500.000	2,50%	2.500.000	2,31%
Nazif Ersan	D	10.000.000	10,00%	8.187.500	7,58%
Engin Ersan	B	2.500.000	2,50%	2.500.000	2,31%
Engin Ersan	D	10.000.000	10,00%	8.187.500	7,58%
Celal Kalkan	C	3.000.000	3,00%	3.000.000	2,78%
Celal Kalkan	D	12.000.000	12,00%	9.825.000	9,10%
Toplam Halka Açık Paylar	D	0	0,00%	22.500.000	20,83%
Ortak Satışı Yoluyla Paylar		0	0,00%	8.000.000	7,41%
Yeni İhraç Edilecek Paylar		0	0,00%	14.500.000	13,43%
TOPLAM		100.000.000		108.000.000	

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Halka Arz Gelirinin Kullanımı:

Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin %70-80'ini planlanan yatırımlarının finansmanında, %20-30'luk kısmını da kısa vadeli banka kredilerinin kapatılmasında kullanmayı planlamaktadır.

Halka arz gelirinin kullanımı ile ilgili daha detaylı bilgiye Şirket İzahname'sinin 28.2. nolu bölümünde yer verilmiştir.

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Tureks Turizm personel servis taşımacılığı, bireysel ve filo araç kiralama ile iş makinesi kiralanması olmak üzere üç alanda faaliyet göstermektedir. Buna ek olarak Tureks Turizm sahip olduğu kendi araçlarını satarak gelir elde etmektedir.

i. Personel Servis Taşımacılığı:

Başta İstanbul olmak üzere tüm Türkiye’de özel ve kamu kuruluşlarında çalışan personelin ulaşımının sağlanması için yürütülen faaliyetler, Şirket’in ana faaliyet konusunu oluşturmaktadır. Şirket, tüm kamu ve özel kuruluşlar tarafından düzenlenen ihalelere davet edilmekte ve yapılan anlaşmalar ile birçok kamu ve özel kuruluşuna personel servis taşımacılığı hizmeti vermektedir.

Şirket, 2006 yılında farklı bir iş sahası olan Şehir İçi Toplu Taşımacılık faaliyetlerine Tekirdağ Büyükşehir Belediyesine Özel Halk otobüsü güzergâh hatlarının kiraya verilmesi kapsamında 7 yıllık sözleşme yaparak adım atmıştır. Buradaki çalışması ile Türkiye’de Şehir İçi Halk Otobüsü iş kolunda tanınmış ve birçok Belediye’den proje kapsamlı davetler almıştır.

Tureks Turizm’in personel taşımacılığında kullandığı araçların %20’si kendi araçlarından oluşurken %80’i tedarikçilerin araçlarından oluşturmaktadır. Şirket, tedarikçilerin araçlarını kullandığı takdirde tüm araç ve personel giderleri tedarikçilerden tarafından karşılanmaktadır. Şirket, tedarikçilerin araçlarını kullandığı takdirde tüm araç ve personel giderleri tedarikçilerden tarafından karşılanmaktadır.

Personel Taşıma Alanı	2018	2019	2020
Ciro (TL)	222.363.713	292.760.698	300.555.181
<i>Değişim</i>		31,7%	2,7%
Araç Sayısı	3.879	4.704	4.013
<i>Değişim</i>		21,3%	-14,7%
Araç Başına Yıllık Ciro (TL)	57.325	62.236	74.895
<i>Değişim</i>		8,6%	20,3%

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

ii. Bireysel ve Filo Araç Kiralama

Tureks Turizm, firmaların, şirket araçlarını satın almak yerine kiralama yolunu tercih etmeleri sebebi ile Filo Araç Kiralama sektörüne 2006 yılı itibarı ile giriş yapmış ve kurumsal firmalara uzun dönemli filo ile şoförlü veya şoförsüz araç kiralama hizmetleri vermeye başlamıştır. Tureks Turizm, 2003 yılında Zeytinburnu Belediyesi’nin Otobüs Kiralama Hizmet İhalesini kazanarak ticari araç kiralama alanında da faaliyet göstermeye başlamıştır. 2004 yılında İSKİ Genel Müdürlüğü’nün açmış olduğu 200 Araçlık Filo Araç Kiralama Hizmet İhalesini de alarak Kamu Kurumları olmak üzere

birçok resmi ve özel kurumun filo ve ticari her türlü araç kiralama ihtiyacını karşılamaya başlamıştır. TOKKDER raporu verilerine göre Türkiye’de yaklaşık 250.000 adet araç hizmet vermektedir. Tureks Turizm, bireysel ve filo araç kiralama sektöründe %1,1’lik bir pazar payına sahip olup önümüzdeki 5 yıl içerisinde yapılacak yatırım ve faaliyetler doğrultusunda pazar payını %5’e çıkarmayı hedeflemektedir.

Tureks Turizm, araç kiralama hizmetini verirken araç satın alımı yaparak kendi özmal araçları ile hizmet vermektedir. Şirket’in müşterilerin tamamı kurumsal kurum ve kuruluşlardan oluşmaktadır.

Araç Kiralama Alanı	2018	2019	2020
Ciro (TL)	93.274.013	101.962.011	103.292.068
<i>Değişim</i>		9,3%	1,3%
Araç Sayısı	1.776	1.680	1.895
<i>Değişim</i>		-5,4%	12,8%
Araç Başına Yıllık Ciro (TL)	52.519	60.691	54.507
<i>Değişim</i>		15,6%	-10,2%

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

iii. İş Makinası Kiralama

Şirket, başta İstanbul olmak üzere tüm Türkiye’de özel ve kamu kuruluşlarına iş makinası araçları kiralaması yapmaktadır. Şirket takip eden yıllara ilişkin sektörel artış beklentisi doğrultusunda, yatırımlarına devam etmeyi planlamaktadır.

Satışların Faaliyet Alanına Göre Kırılımı

Şirket’in ana faaliyetlerini personel taşıma ve filo kiralama faaliyetleri oluşturmaktadır. Şirket, iş makinesi kiralama gelirlerini filo-araç kiralama gelirleri altında takip etmektedir.

2018 yılında personel taşıma gelirleri 222 milyon TL seviyesinde iken 2019 yılında 292,8 milyon TL, 2020 yılında 300,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket’in son yıllarda ağırlık verdiği filo kiralama faaliyetlerinden elde ettiği gelir ise 2018 yılında 93 bin TL, 2019 yılında 102 milyon TL, 2020 yılında 103 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket’in faaliyet alanlarına göre son üç yıldaki gelirleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 3 Gelirlerin Faaliyet Alanlarına Göre Dağılımı

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Personel taşıma gelirleri	222.363.713	292.760.698	300.555.181
Araç kiralama gelirleri	93.274.013	101.962.011	103.292.068
Akaryakıt yansıtma gelirleri	35.968.813	37.331.330	32.686.508
Araç satış gelirleri	18.206.540	31.069.710	27.946.976
Diğer gelirler	6.811.863	7.967.762	7.681.050
Satış iskontoları ve diğer satış indirimleri	-2.208.736	-1.597.703	-2.784.822
Hasılat	374.416.206	469.493.808	469.376.961

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu, İzahname

3 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İş Yatırım tarafından Oyak Yatırım'ın hazırladığı 15 Mart 2021 tarihli Fiyat Tespit Raporu incelenmiştir. Rapor'da kullanılan yaklaşımlar, varsayımlar ve değerlendirme çalışmasının sonuçları aşağıdaki gibidir:

Raporda iki farklı değerlendirme yöntemi kullanılmıştır:

- A. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi: Şirket'in gelecekte yaratacağı nakit akışlarının tahmin edilip, beklenen nakit akımlarının bir Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Oranı ile bugüne indirgenmesi ile firma değerinin hesaplanmasıdır.
- B. Piyasa Çarpanları Yöntemi: Piyasa bazlı bir yöntem olup, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki yurtiçi ve yurtdışı halka açık şirketlerin çarpanları kullanılarak bir firma değeri hesaplanmasıdır.

Oyak Yatırım, bu yöntemle göre firma değeri belirlerken Firma Değeri / FAVÖK çarpanı kullanmıştır.

Uluslararası Değerleme Standartları içerisinde belirtilen diğer bir yaklaşım olan maliyet yaklaşımı ise, Oyak Yatırım tarafından Şirket'in mevcut durumu ve bu yaklaşımın uygun olabileceği durumlar beraber değerlendirilmiş ve değerlemede kullanılmasının uygun olmadığı kanaatine varılmıştır.

Sonuç belirlenirken, iki yaklaşımdan elde edilen sonuçların belli bir ağırlıklandırma ile (İNA %50, piyasa çarpanları %50) hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır.

A- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemde Oyak Yatırım, Şirket'in geçmiş yıllardaki performansı ile Şirket yönetiminin beklentilerini dikkate alarak hazırlanan projeksiyonların indirgenmesi ile bir firma değerine ulaşmıştır.

1. Satışlar ve FAVÖK projeksiyonu

Şirket'in 2018-2020 dönemi hasılat YBBO'su %12 iken araç satışlarından elde edilen hasılat YBBO'su %23,9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in personel taşıma faaliyetleri hasılat hacminin 2018-2020 döneminde YBBO'su %16,3 olarak gerçekleşirken, iş makinesi kiralama faaliyetlerinden elde edilen gelirin YBBO'su %27,2, filo kiralama faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin 2018-2020 dönemi YBBO'su ise %4,1 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 4 Gelirlerin Faaliyet Alanları Bazında Projeksiyonu

Araç Sayısı	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Toplam	5.629	6.453	5.980	7.634	9.541	11.747	13.529	15.337
Personel Taşıma	3.789	4.704	4.013	4.816	6.020	7.524	8.653	9.951
Filo Araç Kiralama	1.776	1.680	1.895	2.556	3.195	3.834	4.410	4.851
İş Makinesi Kiralama	64	69	72	112	146	182	228	273
Bireysel Karavan Kiralama	0	0	0	100	120	138	159	175
Filo Çekici	0	0	0	50	60	69	79	87

Araç Başına Gelir (TL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Personel Taşıma	57.325	62.237	74.895	86.545	96.102	105.712	116.283	125.586
Filo Araç Kiralama	50.173	56.934	50.947	58.872	65.373	71.910	79.101	85.429
İş Makinesi Kiralama	65.112	91.501	93.711	108.288	120.245	132.269	145.496	157.136
Bireysel Karavan Kiralama	0	0	0	144.000	159.900	175.890	193.479	208.958
Filo Çekici	0	0	0	240.000	266.500	293.151	322.466	348.263

Net Satışlar (milyon TL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Toplam	374,4	469,5	469,4	697,7	960,2	1.294,5	1.635,8	2.004,8
Personel Taşıma	222,4	292,8	300,6	416,8	578,5	795,4	1.006,2	1.249,7
Filo Araç Kiralama	89,1	95,6	96,5	150,5	208,9	275,7	348,8	414,4
İş Makinesi Kiralama	4,2	6,3	6,7	12,1	17,5	24,1	33,1	42,9
Bireysel Karavan Kiralama	0,0	0,0	0,0	14,4	19,2	24,3	30,7	36,5
Filo Çekici	0,0	0,0	0,0	12,0	16,0	20,2	25,6	30,4
Diğer	58,8	74,8	65,5	91,9	120,1	154,8	191,4	231,0

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu, Oyak Yatırım Tahminleri

2021-2025 dönemi için ise hasılat YBBO'su %30,2 olarak tahmin edilmiştir. Konsolide hasılat büyüme tahmini Şirket'in personel taşımacılığı ve filo, iş makinesi kiralama faaliyetleri dışında araç satışları, akaryakıt yansıtma gelirleri ve diğer gelirleri de içermektedir. 2021-2025 yıllarını kapsayan 5 yıllık projeksiyon dönemine ilişkin personel taşıma, filo kiralama, iş makinesi kiralama, bireysel karavan kiralama, filo çekici gelirlerinin YBBO'su sırasıyla %31,6, %28,8, %37,1, %26,2, %26,2 olarak tahmin edilmiştir.

Faaliyet Giderleri projeksiyonu ise Oyak Yatırım tarafından geçmiş yıllara ait gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentilere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir. Şirket'in operasyonel harcamaların hasılatlara oranı 2018 yılında %3,5, 2019 yılında %3,5, 2020 yılında %3,8 olarak gerçekleşmiştir. 2021-2025 yılları arasında ise yapılan yatırımların etkisiyle yaşanacak hızlı büyümenin getireceği ölçek ekonomisinin

etkisiyle operasyonel harcamaların hasıllata oranının %2,9'dan %2,1 oranına kadar inmesi beklenmektedir.

Oyak Yatırım FAVÖK hesaplamasına esas faaliyetlerden net diğer gelir kalemini süreklilik arz etmemesi sebebiyle dahil etmemiştir. Şirket'in geçmiş üç yıl (2018-2020) içerisinde Net Satışlarının ve FAVÖK'ünün yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) sırasıyla %12 ve %34 iken 2021-2025 yıllarını içeren projeksiyon döneminde Net Satışların ve FAVÖK'ün YBBO'sunun sırasıyla %30 ve %37 olacağı öngörülmektedir.

Tablo 5 Gelirlerin Faaliyet Alanları Bazında Projeksiyonu

TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	697.652.964	960.155.180	1.294.519.422	1.635.762.764	2.004.842.713
<i>Değişim</i>		37,6%	34,8%	26,4%	22,6%
Brüt Kar	151.372.205	207.319.910	300.378.335	406.340.900	524.181.884
<i>Brüt Kar Marjı</i>	21,7%	21,6%	23,2%	24,8%	26,1%
Faaliyet Giderleri	-20.332.588	-24.907.420	-30.661.034	-37.222.495	-42.880.314
<i>Satışlara Oranı</i>	-2,9%	-2,6%	-2,4%	-2,3%	-2,1%
Faaliyet Karı	131.039.617	182.412.490	269.717.301	369.118.405	481.301.570
<i>Brüt Kar Marjı</i>	18,8%	19,0%	20,8%	22,6%	24,0%
Amortisman	32.387.188	60.416.946	75.404.036	89.408.012	101.289.963
<i>Satışlara Oranı</i>	4,6%	6,3%	5,8%	5,5%	5,1%
FAVÖK	163.426.805	242.829.436	345.121.337	458.526.417	582.591.533
<i>FAVÖK Marjı</i>	23,4%	25,3%	26,7%	28,0%	29,1%

2. Yatırım Harcaması

Şirket'in yatırım projeksiyonları personel taşıma, hafif ticari ve filo araç kiralama, iş makinesi kiralama, bireysel karavan kiralama ve çekici kiralama faaliyet alanlarına yönelik taşıt alımlarından oluşmaktadır. Şirket bu kapsamda 2021 yılında 256 milyon TL, 2022 yılında 192 milyon TL, 2023 yılında 204 milyon TL, 2024 yılında 208 milyon TL ve 2025 yılında 189 milyon TL yatırım harcaması yapmayı planlamaktadır.

3. İşletme Sermayesi İhtiyacı

Oyak Yatırım tarafından Ticari İşletme Sermayesi, 5 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre son 3 yılın ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş, Şirket yönetiminin beklentilerine göre nakit dönüşüm süresinin ortalama 15 gün olacağı değerlendirilmiştir.

4. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Oyak Yatırım tarafından hesaplanan AOSM rapor tarihi itibarıyla %16,4 olarak bulunmuştur.

Oyak Yatırım AOSM hesaplamasında beta değerini halka arz olacak şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiki hesaplamaların imkansızlığından dolayı 1,0 olarak kullanmıştır. Şirket'in önümüzdeki dönemde yatırımlarını %60 borç, %40 özkaynak ile finanse edeceği varsayımı altında finansal borçlarının, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı olarak olarak %60 alınmıştır.

AOSM	
Risksiz Getiri Oranı	%14,0
Beta	1,0
Hisse Risk Primi	%5,5
Vergi Oranı	%20,0
Borç Oranı	%60
Özkaynak Oranı	%40
Sermaye Maliyeti	%19,5
Şirket Risk Primi	%4,0
Vergi Öncesi Borç Maliyeti	%18,0
AOSM	%16,4

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

5. İndirgenmiş Nakit Akımları ve Sonuç

Şirket'in tahminleri kısmen Şirket'in öngörülere ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir.

Oyak Yatırım, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre Şirket'in tahmini nakit akışlarını %5 uç büyüme oranı varsayımı ve %16,4 AOSM ile 15 Mart 2021 tarihine indirgenmiş ve Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihindeki net borç tutarı olan 74 milyon TL'yi düşerek bir pay başına değer hesaplaması yapmıştır.

Bu hesaplama göre, Oyak Yatırım'ın ulaştığı pay başına değer 13,90 TL'dir.

Bin TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	697.653	960.155	1.294.519	1.635.763	2.004.843
FAVÖK	163.427	242.829	345.121	458.526	582.592
Faaliyet Karı	131.040	182.412	269.717	369.118	481.302

Vergi	-26.208	-36.483	-53.943	-73.824	-96.260
Yatırım	-255.594	-191.856	-204.236	-208.263	-189.403
Amortisman	32.387	60.417	75.404	89.408	101.290
İşletme Sermayesi Değişimi	-12.721	-11.172	-12.651	-8.001	-3.492
İNA	-131.096	3.318	74.291	168.439	293.437
Yıl	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8
AOSM	16,40%	%16.4	%16.4	%16.4	%16.4
İskonto Oranı	0,883	0,758	0,651	0,559	0,48
İndirgenmiş Nakit Akışları	-115.776	2.517	48.391	94.225	140.973

İNA bugünkü değer	170.330
Uç değer	1.293.900
Hedef Firma Değeri	1.464.230
Net Borç	74.188
Hedef Özsermaye Değeri	1.390.042

Pay Adedi	100.000.000
Pay Başı Fiyat (TL)	13,90

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

B- Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanlarına göre yapılan değerlendirme yönteminde yurtiçi ve yurtdışında işlem gören halka açık şirketlerden Şirket'in faaliyetlerine en yakın şirketler seçilmiş ve belirlenen şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları ile Şirket'in 2020 yılı FAVÖK'ü çarpılarak ve 31 Aralık 2020 tarihli net borcu düşülerek bir pay başına değer hesaplanmıştır.

Bu kapsamda Oyak Yatırım yurt içinde, BİST içerisinde Şirket'e birebir benzer iş yapan şirket bulunmamakla birlikte özellikle taşımacılık sektöründe faaliyet gösteren şirketleri incelemiştir. Buna göre 9 Mart 2021 tarihi kapanışı itibarıyla hem Borsa İstanbul'da işlem gören hem de yurt dışında global piyasalarda işlem gören taşımacılık sektörü şirketleri seçilmiş, Refinitiv ve Bloomberg kaynaklarından alınan veriler kullanılarak bir medyan F/K ve FD/FAVÖK çarpanı bulunmuştur. FD/FAVÖK çarpanının Şirket'in nakit yaratma kapasitesini daha iyi temsil ettiği değerlendirilerek, F/K çarpanına yer verilmemiştir.

Bu hesaplama göre piyasa çarpanları yöntemine göre bulunan pay başı değer 14,85 TL olarak hesaplanmıştır.

Benzer Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (\$mn)	F/K	FD/FAVÖK
REYSAŞ LOJİSTİK	Türkiye	127	a.d	7,5
BEYAZ FILO	Türkiye	195	26,9	27,6
ÇELEBİ	Türkiye	734	25,8	19,4
AVIS BUDGET GROUP INC	ABD	4.531	a.d	11,4
EUROPCAR MOBILITY GROUP	Fransa	1.436	23,9	13,2
SIXT SE	Almanya	5.341	18	14,7
TOKYU CORP	Japonya	8.409	24,3	13
NAGOYA RAILROAD CO	Japonya	5.033	20,6	10,5
SEIBU HOLDINGS INC	Japonya	3.723	78,3	11,4
HAINAN HAIQI TRA.	Çin	790	64,7	27,8
SHANGHAI JINJIANG INT.	Çin	723	12,5	12,8
KNUTSFORD EXPRESS	Jamaika	21	124,6	18,3
MTR CORP LTD	Hong Kong	37.781	23,7	18,2
KEIO CORP	Japonya	9.255	43,6	17,8
KINTETSU GROUP HOLDINGS	Japonya	7.796	46,2	18,2
HANOI RAILWAY TRA.	Vietnam	11	18,4	16,9
MEDYAN			25,05	15,8

2020 FAVÖK	98.922.057
31.12.2020 Net Borç	74.187.552
FD/FAVÖK çarpanıyla hedef piyasa değeri	1.484.978.805

Pay Adedi	100.000.000
Pay Başı Fiyat (TL)	14,85

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

C- Sonuç

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda kullanılan değerlendirme yaklaşımlarına göre, indirgenmiş nakit akımları yönteminden 1.390 milyon TL ve çarpan analizi yönteminde 1.485 milyon TL hedef piyasa değeri belirlenmiş olup, bu yöntemler eşit oranda (%50, %50 oranında) ağırlıklandırılarak bir hedef piyasa değerine ulaşılmıştır.

Oyak Yatırım'ın değerlendirme yaklaşımına göre buluna hedef piyasa değeri 1.438 milyon TL, halka arz öncesi pay adedine bölünerek elde edilen pay başına değer 14,38 TL olarak hesaplanmıştır. **Bulunan bu değere %16,5 halka arz ıskontosu uygulanarak hisse başına 12,00 TL halka arz fiyatına ulaşılmıştır.**

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)	
Nominal Sermaye	100.000.000
Halka Arz Fiyatı	12,00
Halka Arz Fiyatları İle Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.437.510.455
Hedef Piyasa Değeri	1.200.000.000
İskonto Oranı	-16,5%

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

4 Görüş

1. Maliyet Yaklaşımı

- Şirket'in kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği yatırım ortaklığı veya holding olmaması ve faaliyetlerin sürekli olması gibi özelliklerinden dolayı bu yöntemin kullanılmamış olmasını makul buluyoruz.

2. Gelir Yaklaşımı

- İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin, hazırlanan gelir yaklaşımının Şirket'in gelecekte elde edeceği serbest nakit akışlarının değerlendirilmesine alınmasını sağlaması açısından kullanılmasını makul buluyoruz
- Öte yandan, gerek makroekonomik gerek Şirket'in gelecek operasyonları ile ilgili birçok parametreye ve varsayımına bağlı bir yaklaşım olması sebebiyle değişkenlik gösterebileceğinin dikkate alınmasının gerekli olduğunu düşünüyoruz.
- 2021-2025 projeksiyon dönemi tahminlerinin 2021 yılından başlayan bir iyileşme göstereceği, gerek satış büyümesi gerek FAVÖK marjının 2018, 2019 veya 2020 yıllarına kıyasla daha yüksek olduğu ve bu tahminlerde herhangi bir sebepten meydana gelebilecek bir sapmanın hem projeksiyon dönemi hem uç değer üzerinde risk oluşturduğuna dikkat çekmek isteriz.
- Şirket'in iki ana faaliyet kolu olan araç kiralama ve personel taşıma faaliyetlerinin pandemi döneminde olumsuz etkilendiği gözlemlenmektedir. 2021 yılı projeksiyonlarında öngörülen toparlanmanın gecikmesinin veya hedeflenen büyümenin yakalanamamasının değerlendirilme açısından aşağı yönlü bir risk olarak değerlendirilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Gelir yaklaşımında kullanılan AOSM ve uç büyüme oranı gibi varsayımların ve hesaplama yöntemlerinin makul olduğu görüşündeyiz. Öte yandan, yüksek faiz ortamının uzun süre devam etmesinin hem risksiz getiri oranı hem Şirket'in borçlanma maliyetleri üzerinde negatif etkisi olacağı düşünülmektedir.

3. Piyasa Yaklaşımı

- Piyasa çarpanları yönteminde yurtiçi şirketlerin ve yurtdışı şirketlerin dikkate alınmasının yerinde olduğunu düşünüyoruz.
- Öte yandan yerli firmaların çarpanlarının hem birbirine kıyasla hem de yurtdışı şirket çarpanlarına kıyasla çok değişkenlik göstermesi sebebiyle, yurtiçi çarpanları için daha genel bir örneklem kullanılabileceğini veya BİST çarpanlarının da değerlendirilebileceğini düşünmekteyiz.

- Yurtdışı çarpanlar belirlenirken, coğrafi olarak Türkiye'ye daha çok benzeyen ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere ağırlık verilmesinin daha makul bir kıyaslama imkânı sunacağı kanaatindeyiz.
- FD/FAVÖK çarpanını esas almak doğru bir yaklaşım olarak değerlendirmekle beraber, özellikle F/K (Fiyat / Kazanç) çarpanına da halka arz yatırımcıları için önemli bir gösterge olması sebebiyle değerlemede yer verilebileceğini düşünüyoruz.
- Şirket'in toplam varlıklarının yaklaşık %60'ının maddi duran varlıklardan oluşması sebebi ile araç kiralama sektöründe sıklıkla kullanılan FD/Defter Değeri ve FD / Maddi Duran Varlık değeri gibi sektör özelindeki çarpanların da çalışma kapsamında değerlendirilmesinin faydalı olacağını düşünüyoruz.
- FD/FAVÖK çarpanını oluşturan değerler asimetric olduğu için ortalama değer yerine ortanca (medyan) değerinin kullanılmasının uygun olduğu kanaatindeyiz.

4. Sonuç

Sonuç olarak;

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

Yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında, Fiyat Tespit Raporu'nda ulaşılan 14,38 TL hedef pay başına değer üzerine uygulanan %16,5 oranındaki halka arz ıskontosu ile ulaşılan 12,00 TL halka arz birim fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.