

**‘Fiyat Tespit Raporu’ Değerlendirme Analiz Raporu**

09/01/2018

Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhracat İthalat A.Ş.

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı ilke kararına dayanılarak Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhracat İthalat A.Ş. halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhracat İthalat A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhracat İthalat A.Ş. 1988 yılında İzmir'de kurulmuştur. Şirket ihraççı motorlu araçlar, raylı sistemler, savunma sanayi, gıda sektörü başta olmak üzere, iklimlendirme ihtiyacı olan kapalı alanlar için soğutma sistemleri üretmektedir.

1990 yılında projesi firmaya ait olan midi-büs kliması tasarlanmıştır. Şirket 1991 yılında Orta Doğu otobüs kliması pazarına ilk ihracatını gerçekleştirmiştir. 1997 yılında ihraççı faaliyetlerini Avrupa pazarlarına genişleten Safkar Ege Soğutma 1998 yılında hem İstanbul metrosu ile birlikte ilk demiryolu aracı kliması üretimine başlamış hem de ilk zırhlı araç klimasını üretmiştir. Aynı yıl, şirket doğrudan ve dolaylı olarak Cezayir'e ihracata başlamıştır. 2000 yılında ise Safkar Cezayir, ve 2016 yılında Safkar Mısır kurulmuştur.

Şirketin merkezi İzmir'de yer almaktadır, ve aynı zamanda İstanbul ve Adana'da şubesi bulunmaktadır. İhraççının sektördeki pazar payları sırasıyla; soğutucu %65, minibüs %45, midibüs %56, otobüs %11'dür. 2017 yılının ilk 6 ayında yaklaşık 33mn TL ciro elde etmiştir. İhraççı satışların %91'i yurtiçi pazara, %9'u ise yurtdışı pazara gerçekleşmektedir. Şirketin 30.06.2017 tarihi itibarıyla çalışan sayısı 186'dır. Yurtiçi satışlarının yarısından fazlasını Marmara Bölgesi'nde gerçekleştirmektedir. Yurtdışı satışlarının ise büyük bölümü İran, Sırbistan ve Romanya'ya yapılmaktadır.

HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka arzda 27 mn TL toplam sermayenin 9 mn TL'lik kısmının halka arzı gerçekleştirilecek olup tamamı sermaye arttırım yolu ile yapılacaktır. Halka arz büyüklüğü 17.820.000 mn TL olup, şirket %33,33'lük bir halka açıklık oranına ulaşılacaktır.

Şirketin halka arzında yatırımcı grupları için belirlenen tahsisat oranları yoktur.

Ortak Adı/Ünvanı	Arz Öncesi		Arz Sonrası	
	Pay TL	Pay (%)	Pay TL	Pay (%)
Safkar Ege Soğutmacılık A.Ş.	18,000,000	100	18,000,000	0.67
Halka Açık	-	-	9,000,000	0.33
Toplam	18,000,000	100	27,000,000	100

Kaynak: Şirket

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ortak Adı/Ünvanı	Arz Öncesi		Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Sermayede ki payı (%)	Sermaye (TL)	Sermayedeki payı (%)
Erdoğan Erdil	1,800,000	10.0%	1,800,000	6.7%
Ali Sami Evkuran	1,800,000	10.0%	1,800,000	6.7%
Abdi Mertürk	12,102,300	67.2%	12,102,300	44.8%
M.Emin Altınova	1,757,700	9.8%	1,757,700	6.5%
Diğer	540,000	3.0%	540,000	2.0%
Halka Açık Kısım			9,000,000	33.3%
Toplam	18,000,000	100%	27,000,000	100%

Kaynak: Şirket, Lider Aracı Kurum

Çıkarılmış Sermaye	27.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	9.000.000 TL nominal pay
Halka Açılacak Oran	33,33%
Halka Arz Şekli	Sermaye arttırımı
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	1,98 TL
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	2,48 TL
Halka Arz Büyüklüğü	17.820.000 mn TL
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	53.460.000 mn TL

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Değerleme çalışması, aşağıda yer alan değerleme yöntemleri için ayrı ayrı, açık ve net ifade edilmiştir.

Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışlar Analizi Yöntemi)

Çarpan analizlerinde kullanılan projeksiyon dönemi 2017-2021 yılları arasını kapsamaktadır. İleriye dönük net satış ve FAVÖK tahminleri ile net satışların 31 Ocak 2018'de biten mali yılda net satışların bir önceki yıla göre yaklaşık %17 artış gerçekleştireceği öngörülmüştür. Bu oran bir önceki yıldaki büyüme oranı olan %8'in üzerindedir. 31 Ocak 2018'de biten mali yılda FAVÖK'ün 3 katına çıkacağı öngörülmüştür.

İndirgenmiş Nakit Akımları (TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Satışlar	65,229,249	70,402,902	82,165,327	100,052,714	105,524,226	117,453,552
Satışların Maliyeti	49,804,879	55,489,278	64,730,971	77,666,607	82,052,512	91,286,659
Brüt Kar	15,424,370	14,913,624	17,434,356	22,386,107	23,471,714	26,166,893
Faaliyet Giderleri	10,065,371	13,073,502	11,869,372	12,394,255	13,045,427	13,754,468
FVÖK	5,358,999	1,840,122	5,564,984	9,991,852	10,426,286	12,412,425
Efektif Vergi Oranı	1,071,800	368,024	1,112,997	1,998,370	2,085,257	2,482,485
FAVÖK	4,287,199	1,472,098	4,451,987	7,993,481	8,341,029	9,929,940
Amortisman	823,042	1,069,955	1,604,932	2,086,411	2,506,694	3,004,433
Yatırım Harcamaları	307,563	838,326	369,076	461,345	553,613	664,336
Net İşletme Sermayesi Değişimi		1,784,870	2,078,570	3,182,377	965,218	2,110,723
Serbest Nakit Akımı		3,488,597	3,609,274	6,436,171	9,325,892	10,159,314
İndirgenmiş Nakit Akımları		3,021,738	2,707,896	4,182,595	5,249,460	4,953,301
Projeksiyon Dönemi	20,114,989					
Atık Değer	40,979,114					
Şirket Değeri	61,094,103					
Net Borç	10,955,360					
Sermaye Değeri	50,138,743					
Birim Pay Değeri	2,79 TL					

İndirgenmiş nakit akımları analizi ile şirketin değeri 50.138.743 TL, birim pay değeri ise 2,79TL olarak hesaplanmıştır.

Emsal Şirket Değeri Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piyasa çarpanları yönteminde uygulanan varsayımlar, hesaplamalar ve ağırlıklandırmalar genel bir değerlendirme yapmaya uygunlukta açık ve net bir şekilde ifade edilmiştir.

Fiyat tespit raporunda da belirtildiği gibi, Şirket'in piyasa değeri BİST Gelişen İşletmeler Pazarı Endeksi ve BİST'te işlem gören Klima ve Soğutucu sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin çarpanları dikkate alınarak tespit edilmiştir. Bu firmaların Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) oranlarına yer verilmiştir.

Piyasa çarpanları için kullanılan şirket verileri aşağıdaki gibidir;

	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ALCAR	13,94	1,93	16,68
KLMSN	10,42	1,53	8,01
Klima & Soğutucu Sektörü	12,18	1,73	12,34

BİST'te işlem gören ve klima-soğutma sektöründe faaliyet gösteren şirketler olarak Alarko Carrier ve Klimasan Klima seçilmiştir. FD/FAVÖK çarpanından net borçların düşülmesi ile elde edilen şirket değeri 55.065.711 TL olarak hesaplanmıştır. BİST klima ve soğutucu sektörü çarpanlarına eşit ağırlık verilerek göre Safkar'ın şirket değeri 39.951.591 TL olarak, birim pay değeri ise 2,22 TL olarak hesaplanmıştır.

	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
Gelişen İşletmeler Pazarı	14,35	2,08	12,05

FD/FAVÖK çarpanından net borçların düşülmesi ile elde edilen şirket değeri 53.481.173 TL olarak hesaplanmıştır. BİST Gelişen İşletmeler Pazarı çarpanlarına eşit ağırlık verilerek göre Safkar'ın şirket değeri 43.588.681 TL olarak, birim pay değeri ise 2,42 TL olarak hesaplanmıştır.

	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA'ya Göre	50,138,743	33,3%	16,711,243
Klima&Soğutucu Sektörüne Göre	39,951,591	33,3%	13,315,865
Gelişen İşletmeler Piyasası Endeksine Göre	43,588,681	33,3%	14,528,107
Toplam Şirket Değeri		100%	44,555,216
Halak Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri			35,644,172
Halka Arz Fiyatı			1,98

Bu hesaplamalar doğrultusunda şirketin ağırlıklandırılmış değeri 44.555.216 TL olarak belirlenmiştir. Birim pay değeri ise 2,48 TL'dir. Şirketin halka arz fiyatına %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak pay değeri 1,98 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz fiyatına göre halka arz sonrası oluşacak piyasa çarpanları aşağıdaki şekilde tahmin edilmiştir;

	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
Halka arz sonrası şirket çarpanları	23,95	1,42	12,04

NIHAİ GÖRÜŞÜMÜZ

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nda, halka arza aracılık eden kuruluş tarafından Safkar Ege Soğutmacılık A.Ş. için "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları" yöntemleri kullanılarak 44.555.216 TL piyasa değeri ve 2,48 TL birim pay fiyatı belirlenmiştir. Halka arz iskontosu %20,0 ve bu doğrultuda pay değeri 1,98TL olarak hesaplanmıştır.

Fiyat tespit raporunun genel olarak açık ve anlaşılır olduğunu, tespit edilen hisse başı fiyatın ise fiyat tespiti için kullanılan finansallara göre makul olduğu gözlenmektedir. Ancak bazı çekincelerimizi de eklemek isteriz.

- 2017 yılında şirketin karlılığında önemli bir düşüş gözlenmekte ve sonrasında ise hızlı bir toparlanma varsayımı yapılmaktadır. 2017 yılında yaşanan karlılıktaki düşüş konusunda net bir açıklama olmadığını ve sonraki yıllar için hızlı iyileşme öngörüsünün nedenleri konusunda yeterince detay verilmediğini tespit ettik.
- Karlılık seviyesinde son dönemde dalgalı bir seyir gösteren şirketin bilanço ve gelir tablosu geçmisi daha uzun bir dönem için verilse daha faydalı olabilir.
- Son olarak benzer şirket çarpanlarında Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) gibi çok farklı sektörlerde faaliyet gösteren bir emsal grup yerine sanayi şirketlerinden oluşan bir grup oluşturulabilirdi.

FİNANSAL TABLOLAR – Safkar Ege Soğutmacılık A.Ş.

Gelir Tablosu - m n TL	Ocak ayında sonra eren yıllık dönem		
	2015	2016	1Y2017
Net Satışlar	66,593,408	65,229,249	33,199,867
SMM	-52,410,722	-49,804,879	-26,360,215
Brüt Kar	14,182,686	15,424,370	6,839,652
Pazarlama Gideri	-6,574,245	-6,635,149	-3,148,621
Genel Yönetim Gideri	-2,149,496	-2,172,034	-1,394,826
Araştırma ve Geliştirme Gideri	-1,304,159	-1,258,188	-604,688
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3,017,164	2,587,729	1,090,867
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-2,642,738	-2,734,799	-1,348,188
Faaliyet Karı	4,529,212	5,211,929	1,434,196
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	337,001	317,119	175,492
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	0
Özkaynak yönetimiyle değerlendirilen yatırımların karlarında paylar	0	146,353	184,976
Finansman gideri öncesi faaliyet karı	4,866,213	5,675,401	1,794,664
Finansman Geliri	1,325,807	57,249	76,839
Finansman Gideri	-4,641,655	-1,309,185	-1,205,677
Vergi Öncesi Kar	1,550,365	4,423,465	665,826
Dönem Vergi Gideri (Geliri)	-484,514	-869,456	-202,327
Ertelenmiş Vergi Gideri (Geliri)	112,090	-643,761	248,506
Dönem Karı	1,177,941	2,910,248	712,005

Kaynak: Safkar Ege Soğutmacılık A.Ş.

Bilanço mın TL	Ocak ayında sonra eren yıllık dönem		
	2015	2016	1Y2017
Varlıklar			
Dönen	25,437,484	24,996,211	28,802,313
Nakit ve Benzeri	655,424	615,150	1,916,759
Ticari Alacaklar	14,242,491	10,933,434	12,793,096
Diğer Alacaklar	32,573	162,850	246,809
Stoklar	8,128,735	9,767,742	11,088,098
Peşin Ödenmiş Giderler	2,378,261	3,062,933	2,739,629
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	47
Diğer Dönen Varlıklar	-	4,102	17,875
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	-	450,000	-
Duran Varlıklar	20,745,086	22,718,061	23,860,048
Diğer Alacaklar	2,060,000	1,904,418	2,283,940
Maddi Duran V	15,790,949	18,919,534	19,372,344
Maddi Olmayan DV	1,655,868	1,581,820	1,568,733
Peşin Ödenmiş Giderler	134,953	43,276	117,513
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1,103,316	269,013	517,518
Toplam Varlıklar	46,182,570	47,714,272	52,662,361
Yükümlülükler			
KV Yükümlülükler	27,679,718	23,209,318	27,083,418
KV Borçlanma	10,734,421	8,571,105	9,785,589
UV KV Kısmı	2,677,868	961,514	509,473
Ticari Borçlar	10,800,712	10,048,298	12,633,884
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	172,428	350,214	699,754
Diğer Borçlar	127,828	109,832	132,076
Ertelenmiş Gelirler	642,027	797,618	1,418,523
Dönem karı vergi yükümlülüğü	279,403	410,448	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	1,711,496	1,546,020	1,649,850
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	533,535	414,269	254,269
UV Yükümlülükler	3,686,524	3,474,830	3,836,814
UV Borçlanmalar	2,426,532	1,888,682	2,037,891
UV Karşılıklar	1,247,081	1,586,148	1,798,923
Diğer Borçlar	12,911	-	-
Diğer UV Yükümlülükler	-	-	-
Toplam Yükümlülük	31,366,242	26,684,148	30,920,232
Özkaynak	14,816,328	21,030,124	21,742,129
Ödenmiş Sermaye	15,000,000	15,000,000	18,000,000
Birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	-	3,331,178	3,294,767
Diğer kazanç/ kayıplar	-	-26,787	-26,787
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	680,346	680,346	680,346
Geçmiş yıllar karları	-2,043,397	-866,422	-919,754
Net Dönem Karı	1,176,975	2,910,257	712,065
Kontrol Gücü Olmayan Pay	2,404	1,552	1,492
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	46,182,570	47,714,272	52,662,361

Kaynak: Safkar Ege Soğutmacılık A.Ş.

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00

Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy

Koordinatör

levent.durusoy@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 33

Araştırma Bölümü

Erol Danış, Ph.D, CFA

Müdür

erol.danis@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 39

Yatırım Danışmanlığı Birimi

Göksel Tekiner

Müdür Yrd.

goksel.tekiner@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 44

Kamer Külek

Uzman

kamer.kulek@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 47

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş

Müdür

pervin.bakankus@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 61

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük

+90 (212) 317 69 00

Merkez

+90 (212) 334 98 00

Antalya

+90 (242) 243 02 01

Ankara

+90 (312) 417 30 46

Bakırköy

+90 (212) 543 05 04

Bursa

+90 (224) 224 47 47

Caddebostan

+90 (216) 302 88 00

İzmir

+90 (232) 441 80 72

Samsun

+90 (362) 431 46 71

Ulus

+90 (212) 263 00 24