

Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.

31 Aralık 2022 İtibarıyla Borusan Araç Pazarlama Tic. Ltd. Şti.'nin Toplam Hisse Değeri Tahminine İlişkin Değerleme Raporu

22 Mart 2023

Gizli ve Özel





Serkan Aslan

Ortak

serkan.aslan@pwc.com

Ergun Temizkan

Direktör

ergun.temizkan@pwc.com

PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.

Süleyman Seba Cad. BJK Plaza

No:48 B Blok, Kat 4, Akaretler 34357

Beşiktaş / İstanbul

Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.

Pürtelaş Hasan Mahallesi, Meclisi

Mebusan Caddesi

No: 37 34427 Salıpazarı/Beyoğlu/İstanbul

22 Mart 2023

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş. ("Borusan Yatırım" veya "Şirket") ile PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. ("PwC") arasında 24 Şubat 2023 tarihinde imzalanmış olan değerlendirme hizmetleri sözleşmesi kapsamında, 31.12.2022 itibarıyla, Borusan Araç Pazarlama Tic. Ltd. Şti. ("Borusan Araç İhale" veya "BAİ")'nin toplam hisse değerinin tahmini için hazırlanan çalışmanın sonuçları ektedir.

Raporumuz, BAİ Yönetimi'nin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında BAİ Yönetimi tarafından sağlanan geçmiş dönem finansal ve operasyonel veriler ile projeksiyonlar kullanılmıştır. Çalışma kapsamında tarafımıza sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır. Bunun yanı sıra BAİ Yönetimi tarafından hazırlanan finansal projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Bu rapor sadece Şirket ve BAİ Yönetimi için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, raporun ve/veya yazışmaların hitap ettiği kişiler dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı Borusan Yatırım Yönetimi olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

Serkan Aslan,

Ortak

İçindekiler

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler	4
Değerleme Çalışmasına İlişkin Önemli Bilgiler	7
SPK'ya İlişkin Beyanımız	10
Çalışma Özeti	12

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (1/3)

Çalışmanın Kapsamı

Bu rapor Borusan Yatırım ile PwC arasında 24 Şubat 2023 tarihinde imzalanan değerleme hizmetlerine ilişkin danışmanlık sözleşmesine göre; BAİ'nin 31 Aralık 2022 tarihi itibarı ile toplam hisse değerinin tahmin edilmesi çalışmasını içermektedir.

PwC; değerleme çalışması kapsamında, BAİ'nin aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk da kabul etmemektedir. Bununla birlikte, PwC, mülkiyete ilişkin BAİ'nin değerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır. Değerleme çalışmalarında bulunan sonuçlar birçok durumda sübjektif ve kişisel hükümlere bağlıdır. Bu nedenle, çalışma sonucunda kesin bir değere ulaşmak mümkün olmamakla birlikte çeşitli varsayımlar altında bir değer aralığı tahmin etmek daha uygun olmaktadır.

BAİ Yönetimi tarafından geçmiş dönemde BAİ'nin operasyonlarına 2 farklı müşteri segmenti altında devam ettiği bilgisi sağlanmıştır. İlgili müşteri segmentlerinin B2B ve C2B oldukları belirtilmiştir. B2B segmenti işletmeden işletmeye, C2B segmenti ise bireysel kullanıcılardan işletmelere olan satışları ifade etmektedir. 2023 yılı itibarı ile BAİ'nin operasyonlarına B2B segmenti üzerinden devam etme kararı aldığı belirtilmiştir. Değerleme çalışması kapsamında B2B segmentine ait projeksiyonlar üzerinden BAİ'nin toplam hisse değeri tahmin edilmiştir.

Bilgi Kaynakları

Çalışma kapsamında kullanılan geçmiş mizanlar, finansal ve operasyonel veriler ile MY23-27 dönemlerini kapsayan iş planı BAİ Yönetimi tarafından sağlanmıştır.

PwC, BAİ Yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği ve sonuçlarının doğruluğu üzerine bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar BAİ Yönetimi tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır. Bu bilgiler tarafımızca sorgulanarak, gerektiği takdirde BAİ Yönetimi ile tartışılarak revize edilmiş ve çalışmamızda yer almıştır.

PwC, bu çalışma kapsamında BAİ'ye ait mali tabloları ve diğer bilgileri denetlememiştir. Dolayısıyla bu raporda yer mali tablolar konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.

Raporun Kullanımı

Bu rapor sadece Şirket Yönetimi için hazırlanmıştır. PwC, bu raporun Şirket Yönetimi ve düzenleyici kuruluşlar dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. PwC raporun kullanımına izin verse dahi rapora ilişkin bütün sorumluluk Şirket Yönetimi'nde kalacaktır. Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. Her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmaları tavsiye edilmektedir.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (2/3)

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları) ve Piyasa Yaklaşımı (Karşılaştırılabilir Şirketler ve Karşılaştırılabilir İşlemler) olmak üzere iki değerlendirme yöntemi kullanılmıştır. Net aktif değer yöntemi uygun bulunmadığı için dikkate alınmamıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”)

İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) yönteminde şirket değeri, projeksiyon döneminde yaratılması beklenen nakit akımlarının ve projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değerlerin net bugünkü değerlerine indirgenmesi ile elde edilmektedir. İNA çalışması kapsamında dikkate alınan gelecekte yaratılması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının söz konusu şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmaktadır. Gelir Yaklaşımı kapsamında Şirket Yönetimi tarafından sağlanan iş planları ve iş planı dönemi sonrasına ait nakit akımı tahminleri kullanılmaktadır.

Piyasa Yaklaşımı (Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler)

Piyasa Yaklaşımı kapsamında uygulanabilen Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler yöntemlerine göre; benzer operasyonlara sahip şirketlerin değerlendirme çarpanları dikkate alınarak toplam şirket değeri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve daha önce satın alma işlemine konu olmuş şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin katları olarak belirlenmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük engel, birebir karşılaştırılabilir şirket ve işlemlerin bulunmasında yaşanan zorluklardır.

Net Varlık Yaklaşımı (“NAD”)

Net Varlık Yaklaşımı’nda bir alıcının bir işletme için ödeyeceği bedelin, en az o işletmenin bütün varlıklarının ve borçlarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek tutara veya işletmeyi bugünkü konumuna getirmek için yapılacak harcama tutarına eşit olacağı varsayımı temel alınmaktadır. BAİ’nin gelecekteki gelir yaratma potansiyelini yansıtmaması sebebiyle Net Aktif Değer Yaklaşımı’na ağırlık verilmemiştir.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (3/3)

Fiyat ve Değer Kavramı

Raporun okunması ve yorumlanması sırasında “fiyat” ve “değer” kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Fiyatın, değerlendirme çalışması sonucu tahmin edilen değere eşit olması beklenmemelidir.

Bu raporda baz alınan değer “Makul Değer”dir. SPK’nın III-62.1 sayılı Tebliği’nde belirtildiği gibi Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına (UDS) uyulması zorunludur. UDS’ye göre ise Makul Değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır.

Fonksiyonel Para Birimi

BAİ Yönetimi ile yapılan görüşmeler neticesinde BAİ’nin operasyonlarının Türk Lirası üzerinden gerçekleştiği bilgi sağlanmıştır. Bu nedenle fonksiyonel para birimi TL kabul edilmiş ve değerlendirme çalışması TL cinsinden gerçekleştirilmiştir.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Önemli Bilgiler (1/3)

Değerleme Çalışmasında Kullanılan Finansal Veriler

Değerleme çalışması kapsamında MY18-22 dönemine ilişkin sağlanan finansal veriler;

- Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (“UFRS”) kapsamında hazırlanan TL bazlı mali tablolar,
- Vergi Usul Kanunu'na (“VUK”) uygun hazırlanan TL bazlı mali tablolar,
- TL bazlı yönetim raporlamaları ve MY18-22 arası yasal mizanlar,

BAİ Yönetimi'nden temin edilmiştir. Aynı şekilde, değerlendirme çalışmasında kullanılan iş planının UFRS'ye uygun hazırlanan mali tablolar baz alınarak oluşturulduğu bilgisi BAİ Yönetimi tarafından belirtilmiştir.

Müşteri Segmentleri ve İş Planı

İş planı, MY18-22 dönemi için sağlanan yönetim raporlamasındaki gelir ve maliyet kırılımları ile uyumlu olarak MY23-27 dönemi arasında incelenmiştir.

2023 yılı itibari ile BAİ operasyonlarına B2B segmenti üzerinden devam etme kararı almıştır. Geçmiş dönemlerde operasyonu gerçekleştirilen C2B segmentinin performansından ötürü ilerleyen dönemlerde faaliyetlerine devam etmeyeceği belirtilmiştir. Bu kapsamda, iş planı sadece B2B segmentine ilişkin beklentileri yansıtmaktadır.

- 1 Geçmiş Finansal Veriler
- 2 C2B Segmenti
- 3 B2B Segmenti



Çalışma kapsamında B2B segmentinin geçmiş dönem performansının analiz edilebilmesi adına C2B segmentinin finansallar üzerindeki etkisi ayrıştırılmıştır.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Önemli Bilgiler (2/3)

Alım Satım İş Modeli

BAİ Yönetimi'nin verdiği bilgiye göre, MY23 döneminden itibaren BAİ kendi kaynakları ile araç alım-satım stratejisine ("Alım Satım İş Modeli") ağırlık verecektir. Geçmiş dönemlerde de bu iş modeli zaman zaman uygulanmış ancak çeşitli nedenlerle düzenli bir katkı sağlanamamıştır. BAİ Yönetimi'nden sağlanan bilgiye göre projeksiyon döneminde bu iş modeline daha fazla ağırlık verilecek olup bu iş modeli üzerinden yıllık ortalama 650 adet araç satışı gerçekleştirilmesi hedeflenmektedir. Bu sayede net satışların içinde bu iş modelinin payının artması amaçlanmaktadır. BAİ Yönetimi'nin verdiği bilgiye göre bu strateji özellikle son dönemlerde gerçekleşen döviz kurlarında hızlı artışın görüldüğü zamanlarda brüt kar marjına pozitif etki etmektedir.

Bu kapsamda BAİ'nin Alım Satım İş Modeli çerçevesinde belli bir araç stoku bulundurması gerekmektedir. BAİ Yönetimi'nden elde edilen bilgilere göre söz konusu stok gün sayısı 30 gün olarak belirlenerek net işletme sermayesine olan etkisi çalışmada dikkate alınmıştır.

C2B Segmenti Çalışan Maliyetleri

BAİ Yönetimi tarafından verilen bilgiye göre C2B segmentinde yer alan çalışanlara önümüzdeki dönemde B2B segmentinde uygun olduğu düşünülen pozisyonlar için teklifler yapılacağı ve bununla birlikte uygun pozisyon bulunamayan ya da kendi isteğiyle ayrılmak isteyen çalışanlara da işten çıkış hakları ödeneceği belirtilmiştir. Değerleme çalışmasında C2B segmentinde çalışan 20 kişinin bu segmentin faaliyetlerinin sona ermesi sebebiyle BAİ'den tazminat ve izin haklarını alarak ayrılacağı varsayımı üzerinden ilerlenmiştir. İlgili kıdem tazminatı ve izin karşılıkları BAİ Yönetimi tarafından hesaplanmış olup, değerlendirme çalışmasında net nakit / (borç) analizinde dikkate alınmıştır.

Başarı Oranı

BAİ, B2B segmentinde 4 farklı kanaldan araç alıp satmaktadır. İlgili kanalları kiralama şirketleri, yetkili satıcılar, galeriler ve kurumsal filolar oluşturmaktadır. Bu kanallar aracılığıyla ihaleye giren araçlar uygun fiyatın oluşması ve talep görmesi sonucunda satılabilmektedir. Başarı oranı satılan araçların ihaleye giren araç adetlerine olan oranını temsil etmektedir.

Teknik İflas

BAİ'nin özsermayesi, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 376'ncı maddesi kapsamında, sermaye ve kanuni yedek akçeler toplamının MY18 döneminde gerçekleşen 26m TL dönem zararı ile karşılıksız kalması sebebiyle MY18-22 dönemleri arasında borca batık durumdadır. İlgili teknik iflas durumu BAİ Yönetiminin bilgisi dahilinde olup, önümüzdeki birkaç yıl içinde dönem karının artmasıyla birlikte, sermaye ve kanuni yedek akçelerin geçmiş yıl zararlarından fazla olacağı ve borca batıklık durumundan çıkılmasının hedeflendiği belirtilmiştir.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Önemli Bilgiler (3/3)

Kurumlar Vergisi

22 Nisan 2021 tarih ve 31462 Sayılı Resmî Gazetede yayımlanan 7316 sayılı Kanunda yapılan vergi düzenlemeleri ile kurumlar vergisi oranı 2022 takvim yılı için %23, 2023 ve devam eden takvim yılları için %20 olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda değerlendirme çalışması kapsamında güncel kurumlar vergisi oranları dikkate alınmıştır.

6 Şubat Depreminin Yarattığı Olası Etki

6 Şubat 2023 tarihinde Kahramanmaraş merkezli yaşanan, Türkiye'nin pek çok ilini etkileyen ve tüm ülkeyi sarsan depremlerin ("Doğal Afet") nedeniyle 8 Şubat 2023 tarihli 32098 sayılı Resmi Gazete uyarınca Adana, Adıyaman, Diyarbakır, Gaziantep, Hatay, Kahramanmaraş, Kilis, Malatya, Osmaniye ve Şanlıurfa illerinde üç ay süreyle olağanüstü hal ilan edilmesine karar verilmiştir. Bununla birlikte BAİ'nin ilgili bölgede herhangi bir faaliyeti bulunmamaktadır. Doğal Afet'in bütün ülke ekonomisini ve dolayısıyla Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlerin finansal performanslarını doğrudan veya dolaylı yoldan etkileyebileceği beklenmektedir.

Doğal Afet ile ilgili ülke genelinde yaşanabilecek yeni gelişmelerin, ekonomik etkilerin ve bu konuya ilişkin olarak BAİ Yönetimi'nin alabileceği yeni kararların, değerlendirme sonuçlarında değişikliğe neden olması muhtemeldir.

EYT'nin Finansal Verilere Etkisi

Emeklilik yaş şartını kaldırarak düzenleme 3 Mart 2023 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmış olup, ilgili çalışanlardan prim gün sayısını ve sigortalılık süresini tamamlayanlar emekli olmaya hak kazanmıştır. Bu düzenlemenin şirketlerin finansal tabloları üzerinde etkisi olması beklenmektedir.

BAİ Yönetimi tarafından alınan bilgiye göre Emeklilikte Yaşa Takılanlar ("EYT") düzenlemesinden 8 personelin faydalanması beklenmektedir. Söz konusu düzenleme kapsamında EYT'den yararlanacak 8 personelin kıdem tazminatı ve izin yükümlülükleri BAİ Yönetimi tarafından 1,7m TL olarak hesaplanmış olup, değerlendirme çalışmasında net nakit / (borç) analizinde dikkate alınmıştır.

SPK'ya İlişkin Beyanımız (1/2)

SPK'ya İlişkin Beyanımız

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca;

- Sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşunun üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden bir danışmanlık şirketi olduğumuzu,
- Ayrı bir "Değerleme Hizmetleri" özel birimine sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğunu,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapımızın bulunduğunu,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu,
- Borusan Yatırım ile şirketimiz arasında hizmet sözleşmesi bulunduğunu,
- Borusan Yatırım ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmadığını ve,
- Borusan Yatırım'a aynı dönemde denetim hizmeti verilmediğini,

Sermaye Piyasası Kurulunun III-62.1 sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”in 3. maddesi çerçevesinde; Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu beyan ederiz.

PwC, SPK'nın Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar listesinde yer almaktadır.

SPK'ya İlişkin Beyanımız (2/2)

Geçmiş Değerleme Çalışmaları

Tarafımızca Borusan Araç İhale'ye ilişkin son 3 yıl içerisinde herhangi bir değerlendirme çalışması yapılmamıştır.

Çalışma Ekibi

Değerleme çalışmasında 2'si yönetici konumunda toplam 3 kişilik bir ekip çalışmıştır. Yönetici ekibin kısa özgeçmişleri aşağıda sunulmuştur:

Serkan Aslan (Ortak): İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği ve Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa Bölümü mezunudur. Şirket değerlendirme, finansal modelleme ve fizibilite çalışmalarında 25 yıldan fazla deneyime sahip olan Serkan, PwC Değerleme ve Modelleme ekibine liderlik etmektedir. Serkan, Sermaye Piyasaları İleri Düzey 3 (**SPL Sicil No: 770, Belge No: 200544**) lisansına sahiptir.

Ergun Temizkan (Direktör): İstanbul Üniversitesi İşletme Bölümünden mezun olmuştur. 2010 yılında PwC denetim ekibinde kariyerine başlayan Ergun, 2013 yılında Değerleme ve Modelleme ekibine katılmıştır. Değerleme, vergi ve muhasebe amaçlı değerlendirme, finansal modelleme ve fizibilite çalışmalarında tecrübe edinmiş, 2019 yılında PwC Belçika ekibine Kıdemli Müdür olarak transfer olmuştur. Yeniden PwC Türkiye ekibine katılan Ergun, Değerleme ve Modelleme ekibinde direktör olarak çalışmalarını sürdürmektedir.

Bağımsızlık

PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Şirket veya Borusan Araç İhale ile ilişkili hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PwC'nin Değerleme Raporu için alacağı ücret, bu çalışmanın sonuçlarına bağlı değildir. PwC'nin Şirket veya Borusan Araç İhale ile doğrudan veya dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Şirket veya Borusan Araç İhale yöneticileri ve çalışanları bu çalışmanın sonucunu etkileyebilecek konumdadırlar. Bu nitelikteki olası etkiler benzer değerlendirme çalışmalarında da görülmektedir. PwC, bu etkinin en aza indirgenmesi için aşağıdaki adımları uygulamaktadır:

- Bu çalışmada yer alan PwC danışmanları ve yöneticileri bağımsızlıklarını korumaktadır,
- Bu çalışmada kullanılan varsayımlar ve tahminler için MY23-27 dönemleri arasındaki iş planları baz alınmış ve mümkün olduğunca Şirket Yönetimi ile üzerinde tartışılıp, gerektiği takdirde revize edilerek kullanılmıştır.

Çalışma Özeti

Değerleme Sonuçları (1/2)

Borusan Araç İhale'nin değerlendirme çalışmasında yöntem olarak **Gelir Yaklaşımı** ve **Piyasa Yaklaşımı** kullanılmıştır. Tüm değerlendirme yaklaşımları ve verilen ağırlıklar dikkate alındığında Borusan Araç İhale'nin **31 Aralık 2022** tarihi itibarıyla şirket değeri **105m** ile **115m TL** arasında tahmin edilmiştir. **Bu değer aralığının makul olduğunu düşünmekteyiz.**

Şirket Değeri (m TL)				Ağırlık	
PwC Değer Aralığı	105	110	115	%100	
Gelir Yaklaşımı	84	110	137	%100	%75
Piyasa Yaklaşımı	104	117	127	%100	%25
KŞ (I) ¹		123	138	%25	
KŞ (II)	47	52	57	%25	
KŞ (III)	96	108	117	%25	
KŞ (IV) ²		150	168	%25	

Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı: Borusan Araç İhale'nin gelecekteki nakit yaratma potansiyeli ve mevcut durumunu daha iyi yansıtacağı beklentisi ile Gelir Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında dikkate alınmış, PwC Değer Aralığı belirlenirken **%75** oranında ağırlıklandırılarak çalışmaya dahil edilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı: Piyasa Yaklaşımı kapsamında Karşılaştırılabilir Şirketler ("KŞ") analizi uygulanırken, araç ihalesi sektöründe faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketlerin ŞD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır.

Piyasa Yaklaşımı kapsamında Karşılaştırılabilir Şirketler, ikincil yöntem olarak kullanılmıştır. Belirlenen karşılaştırılabilir şirketlerin operasyonel karlılık olarak BAI'den daha yüksek marjlara sahip olması nedeni ile PwC Değer Aralığı tahmininde Piyasa Yaklaşımı **%25** oranında dikkate alınmıştır.

Aynı zamanda Piyasa Yaklaşımı kapsamında Karşılaştırılabilir İşlemler incelenmiş olup yakın tarih aralığında sadece bir tane uygun işlem bulunması sebebiyle değerlendirme çalışmasına dahil edilmemiştir.

Net Aktif Değer Yaklaşımı: BAI'nin özkaynaklarının 31.12.2022 itibarıyla negatif olması ve gelecekteki gelir yaratma potansiyelini yansıtmaması sebebiyle Net Aktif Değer Yaklaşımı'na ağırlık verilmemiştir.

KŞ ("Karşılaştırılabilir Şirketler")

KŞ (I): MY18-22 FAVÖK, KŞ (II): MY22 FAVÖK, KŞ (III): MY23 FAVÖK, KŞ (IV): MY23-MY27 FAVÖK

1- MY18--22 dönemindeki gerçekleşen FAVÖK tutarlarının ilgili dönemlerdeki TL enflasyon ile değerlendirme tarihine getirilmesi ile hesaplanan ortalamasını ifade etmektedir.

2- Projeksiyon döneminde tahmin edilen FAVÖK tutarlarının TL enflasyon ile değerlendirme tarihine indirilmesi ile hesaplanan ortalamasını ifade etmektedir.

Kaynak: PwC Analizi

Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

22 Mart 2023

13

Değerleme Sonuçları (2/2)

Borusan Araç İhale'nin değerlendirme çalışmasında yöntem olarak **Gelir Yaklaşımı** ve **Piyasa Yaklaşımı** kullanılmıştır. Tüm değerlendirme yaklaşımları ve verilen ağırlıklar dikkate alındığında Borusan Araç İhale'nin **31 Aralık 2022** tarihi itibarıyla şirket değeri **105m** ile **115m TL** arasında tahmin edilmiştir. **Bu değer aralığının makul olduğunu düşünmaktayız.**

Şirket Değeri (m TL)					Ağırlık	
PwC Değer Aralığı	105	110	115	%100		
Gelir Yaklaşımı	84	110	137	%100	%75	
Piyasa Yaklaşımı	104	117	127	%100	%25	
KŞ (I) ¹		123	138	151		%25
KŞ (II)	47	52	57			%25
KŞ (III)	96	108	117			%25
KŞ (IV) ²			150	168		183

Değerleme Sonuçları			
Hisse Değeri (m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	105	110	115
Net Nakit/(Borç)	(3,2)	(3,2)	(3,2)
Hisse Değeri	102	107	112
Hisse Değeri (m USD)*	5,4	5,7	6,0

31 Aralık 2022 tarihi itibarı ile BAİ'nin şirket değeri; gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımı sonuçlarının ağırlıklandırılmasına göre **105m TL** ile **115m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

Değerleme çalışması sonucunda ulaşılan şirket değeri ve BAİ'nin net finansal nakit/(borç) seviyesi de dikkate alındığında 31 Aralık 2022 itibarıyla hisse değeri **102m TL** ile **112m TL** arasında tahmin edilmiştir.

KŞ ("Karşılaştırılabilir Şirketler")

KŞ (I): MY18-22 FAVÖK, KŞ (II): MY22 FAVÖK, KŞ (III): MY23 FAVÖK, KŞ (IV): MY23-MY27 FAVÖK

1- MY18--22 dönemindeki gerçekleşen FAVÖK tutarlarının ilgili dönemlerdeki TL enflasyon ile değerlendirme tarihine getirilmesi ile hesaplanan ortalamasını ifade etmektedir.

2- Projeksiyon döneminde tahmin edilen FAVÖK tutarlarının TL enflasyon ile değerlendirme tarihine indirgenmesi ile hesaplanan ortalamasını ifade etmektedir.

(*) Hisse değeri dolar bazlı gösterilirken 30.12.2022 tarihinde Merkez Bankası tarafından yayınlanan 18.6983 USD alış kuru kullanılmıştır.

Kaynak: PwC Analizi

Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

22 Mart 2023

14

Piyasa Yaklaşımı

Karşılaştırılabilir Şirketler

Piyasa Yaklaşımı kapsamında BAİ ile benzer operasyonlara sahip 15 şirket incelenmiştir ve BAİ'nin değeri **104m TL** ile **127m TL** aralığında tahmin edilmektedir.

Şirket	Seçilen Şirketler					FAVÖK (m \$)				
	Şirket Değeri (m \$)					2018	2019	2020	2021	2022
Copart, Inc.	12.319	16.742	22.516	30.774	27.074	658	794	907	1.249	1.492
AutoNation, Inc.	10.742	9.876	8.859	12.653	12.843	895	969	1.177	2.077	2.204
IAA, Inc. ¹	n.m.	7.822	8.232	9.890	7.235	382	406	393	540	536
Ritchie Bros. Auctioneers Incorporated ¹	4.146	4.440	5.973	8.387	7.016	234	262	344	358	417
KAR Auction Services, Inc.	11.342	8.377	4.944	5.799	3.802	513	503	343	390	240
USS Co., Ltd.	4.566	4.298	3.825	3.789	3.553	397	401	400	392	366
Cars.com Inc.	2.610	1.856	1.114	1.384	1.351	173	113	132	150	162
RumbleON, Inc.	145	175	100	748	1.008	(23)	(36)	(24)	(3)	108
IDOM Inc.	823	958	1.005	1.028	779	97	63	119	133	149
Motorpoint Group Plc	375	411	469	574	450	32	35	30	20	21
CarTrade Tech Limited	n.m.	n.m.	n.m.	658	261	(4)	3	4	4	(3)
Aucnet Inc.	196	180	154	233	236	39	29	43	59	57
Optimus Group Company Limited	139	90	106	158	215	14	15	17	12	24
ZERO Co., Ltd.	171	139	169	218	170	51	47	76	87	73
Union Auction Public Company Limited	90	111	161	179	156	8	11	12	12	8

Piyasa yaklaşımı kapsamında BAİ ile benzer operasyonlara sahip halka açık karşılaştırılabilir şirketler dikkate alınmış olup yukarıdaki tabloda gösterilen 15 şirket belirlenmiştir.

Bu şirketler operasyon benzerlikleri açısından detaylıca incelenmiş ve BAİ ile operasyonel anlamda en uyumlu olduğu düşünülen **7 şirket seçilmiştir**. Çalışma kapsamında seçilen şirketlerin son beş yıllık ortalama ŞD/FAVÖK çarpanlarının ortalaması dikkate alınmıştır.

Çalışmada yüksek ve düşük çarpanlar belirlenirken aynı dönemlerdeki veriler dikkate alınmıştır.

Şirket	ŞD / FAVÖK (x)				
	2018	2019	2020	2021	2022
Copart, Inc.	18,7x	a.d.	a.d.	a.d.	18,1x
IAA, Inc.	m.d.	19,2x	a.d.	18,3x	13,5x
KAR Auction Services, Inc.	a.d.	16,7x	14,4x	14,9x	15,8x
Cars.com Inc.	15,1x	16,4x	8,5x	9,2x	8,4x
Ritchie Bros. Auctioneers Inc.	17,7x	16,9x	17,4x	a.d.	16,8x
AutoNation, Inc.	12,0x	10,2x	7,5x	6,1x	5,8x
Union Auction Public Limited	11,2x	9,7x	13,4x	15,1x	19,0x
Ortalama Çarpan	14,9x	14,9x	12,2x	12,7x	13,9x

2018-2022 Ort. Çarpan

13,7x

Yüksek

Düşük

a.d.: 5x ile 20x aralığı dışındaki ŞD/ FAVÖK çarpanları anlamsız değer olarak ifade edilmiştir.
m.d.: mevcut değil

1- 20.03.2023 tarihinde Ritchie Bros, IAA Inc hisselerinin tamamını satın almıştır.

Kaynak: PwC Analizi, Capital IQ

Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

22 Mart 2023

15

