

escar

Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

18 Haziran 2021

İçindekiler	Sayfa
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Temel Yatırım Unsurları	8
• Riskler	10
• Değerleme Özeti	11
• Şirket Profili	12
• Müşteriler & Tedarikçiler	16
• Satışlar	17
• Maliyetler	22
• Yatırımlar	23
• Finansallar	24
• Kovid Etkisi	32
• Değerleme	33
• Çarpanların Dinamiği	49
• Sektör	51

ESCAR

KISALTMALAR

Kısaltma

A.Ş.	Anonim Şirket
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
BİST	Borsa İstanbul
CEO	İcra Komitesi Başkanı
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıklar Fiyatlama Modeli
GSYO	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
GSYF	Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
İNA	İndirgenmiş nakim akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
M.D.	Mevcut Değil
ROA	Aktif Karlılık
ROIC	Yatırımın Getirisi
ROE	Özkaynak Getirisi
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TL	Türk Lirası
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

ESCAR

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.Ş. (Şirket) arasında 14 Nisan 2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini atabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket edilmiştir.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Ort Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. ("A member of Deloitte Touche Tohmatsu Limited") tarafından 2018-2019 ve 2020 yılları için hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Info Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

ESCAR

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi olan 18 Haziran 2021'dir.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgilili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kaimaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler

Hüseyin GÜLER, Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin Güler, 2006 yılında Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümünden mezun olup, 2010 yılında Marmara Üniversitesi'nde Sermaye Piyasası alanında yüksek lisans derecesine sahip olmuştur. 2005 – 2013 yılları arasında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman ve Araştırma departmanlarında görevler üstlenmiştir. 2005 yılından itibaren yapılan gerek lider olarak gerekse de konsorsiyum üyesi olarak girilen halka arzlarda aktif rol almış, şirket değerlemesi, halka arz, sermaye artırımına aracılık, pay alım teklifi projelerinde çeşitli görevler üstlenmiştir. Araştırma bölümünde günlük raporlamalara ek olarak dayanıklı tüketim, enerji, çimento, hava-ulaşım, gayrimenkul sektörlerine yönelik şirket değerlendirme ve sektör raporları da hazırlamıştır. Mart 2013 – Nisan 2019 dönemleri arasında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman müdürü olarak görev yapmış olan Hüseyin GÜLER, 8 şirketin halka arz projesi, 2 şirketin de özel sektör bono ihracı projelerinde görev almıştır. Bununla birlikte halka arz konsorsiyum üyelikleri, sermaye artırımı, pay alım teklifi ve ayrılma hakkı işlemlerine aracılık, marka ve şirket değerlendirme projelerini aktif olarak yürütmüştür. 2019 yılı Nisan ayından itibaren Info Yatırım'da kurumsal finansmandan sorumlu genel müdür yardımcısı olarak görev yapan Hüseyin Güler, Info Yatırım bünyesinde 2 şirketin halka arz projesi, 2 şirketin özel sektör bono ihracı, çeşitli şirketlerin sermaye artırımını, pay alım teklifi & ayrılma hakkı ve değerlendirme projelerini yürütmüş olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı'na sahiptir.

ESCAR FİYAT TESPİT RAPORU

Filo Büyüklüğü 4.300 Araç...

1 **2001 Yılında Kuruldu.** 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. Şirket'in genel merkezi İstanbul'da olup 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla **55 personeli** bulunmaktadır.

2 **Ana ortak Kebudi Ailesi.** Kebudi Ailesi tarafından yönetilen Escar, personel kalitesinin bilgi seviyesi, tecrübe ve kuruma bağlılık ile arttırmasını temel performans göstergesi olarak kabul etmektedir. Bununla birlikte 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.** Yönetim'e göre söz konusu global müşteriler ile çalışma Şirket'te kurumsal kültür ve raporlama standartlarını geliştirici bir özelliğe sahiptir. 2020 yılında bir önceki yıla göre **müşteri kontrat yenileme oranı %91**'dir.

3 **Varmiarttiran.com.** 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. Yönetim'e göre gelecekte söz konusu web sitesi gelir açısından önemli bir potansiyeli bünyesinde barındırmaktadır.

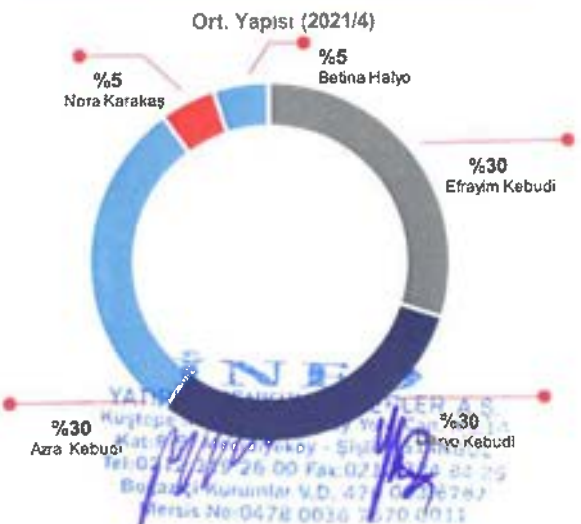
4 **Finansallar ve Değerleme Çarpanları.** Şirket 2020 sonunda **667,9 mn TL aktif** ve **182,8 mn TL özkaynak** ile önemli bir ölçüğe ulaşmıştır. Son 3 yılda EBITDA ve EBITDA marjında istikrarlı bir artış dikkat çekerken, 2018-2020 döneminde ekonomik katma değer üretilmiştir. 10 yıllık devlet tahvili faizinin üzerinde ROE üretilirken finansal güçlülük testleri 2020 yılı için başarıya işaret etmektedir. Şirket için baz senaryoda tespit edilen **682 mn TL halka arz piyasa değeri**, **5,6x EV/EBITDA20** ve **8,7x F/K20 değerlendirme çarpanlarına işaret etmektedir.**

Gelir Tablosu (mTL)	2018	2019	2020
Net Satışlar	521,9	301,2	317,1
EBITDA	99,6	112,4	175,0
EBITDA Marjı	19%	37%	55%
Net Kar	-0,2	26,5	78,3

Değer	mTL
Piyasa Değeri	682
Net Borç (2020)	304
Firma Değeri	986
Bilanço (mTL)	2020
Dön. Varlıklar	214,1
Duran Varlıklar	453,9
Aktifler	667,9
Kısa Vad. Borç.	249,6
Uzun Vad. Borç.	235,5
Özkaynak	182,8
Finansal Borç	385,6

Değer Çarpanları	
EV/EBITDA20	5,6x
F/K20	8,7x
PD/DD20	3,7x
EV/Satış20	3,1x
Net Borç/EBITDA20	1,7x

Piyasa Çarpanları	EV/EBITDA20
Yurtiçi Çarpanlar	7,9x
Yurtdışı Çarpanlar	8,7x
2018-2021 Halka Arzlar	8,9x
BİST Seçilmiş	8,6x
BİST Hizmet	8,6x
Yıldız Pazar	8,5x
Ekonometrik Model	9,9x
Tureks	11,9x



ESCAR

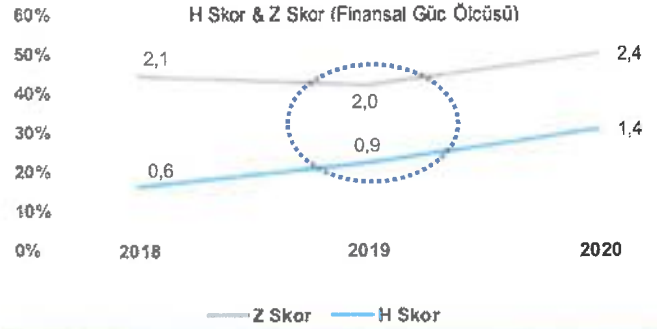
Yatırım Tezi

Grafik:1 Kar marjı yüksek kiralama gelirinin satış payının artması, araç fiyatlarındaki yükseliş ve kar marjı düşük günlük operasyonel kiralamadan çıkış her geçen yıl karlılığı artırdı..



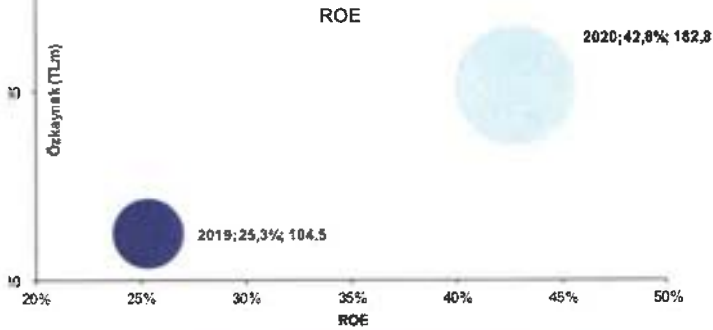
Kaynak: Şirket

Grafik:2 2018-2020 döneminde güçlü mali veriler...



Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işaretleri verir.
Kaynak: Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarısızlık Risklerinin Tahmini Edilmesi, Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz

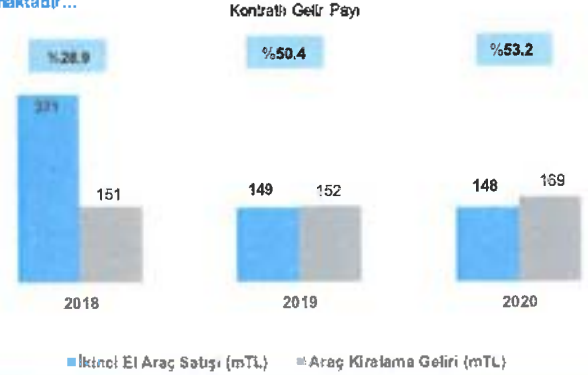
Grafik:3 Şirket 2020 yılında %42,8 ROE rasyosu ile tahvil getirisinin üzerinde karlılık sağlamıştır...



*Balonun büyüklüğü özkaynak tutarını göstermektedir.

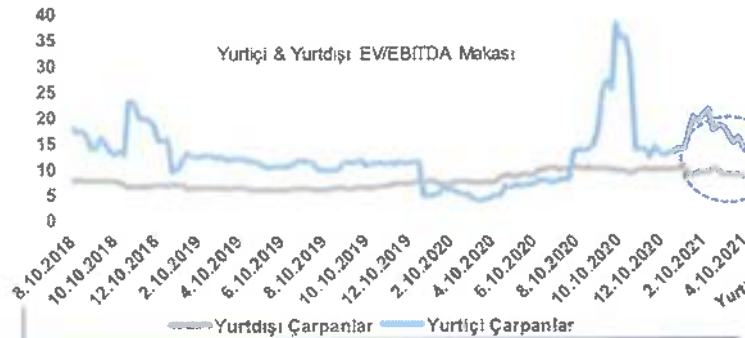
Kaynak: Şirket

Grafik:4 Şirket'in ortalama 3 yılda dayalı kontratlı gelirinin satış payı artarken bu durum gelecek yıllarda nakit akış oynaklığı riskini azaltmaktadır...



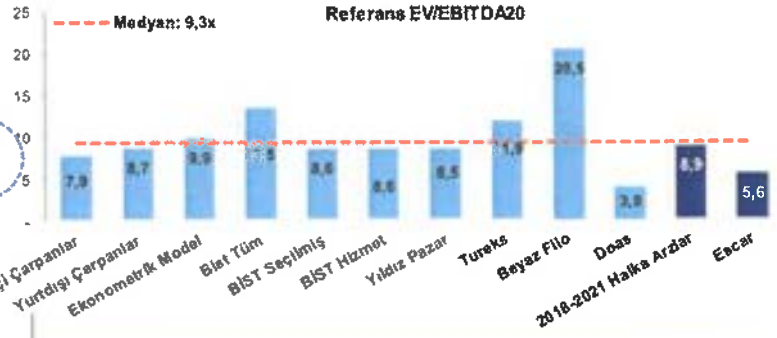
Kaynak: Şirket

Grafik: 5 Yurtiçindeki benzer şirketler yurtdışındakilere göre ortalama daha yüksek EV/EBİTDA çarpanı ile işlem görüyor...



Kaynak: Bloomberg, Fintel

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz çarpanı mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Info Yatırım

ESCAR

Temel Yatırım Unsurları

Şirket finansal veriler, EBITDA büyümesi, özkaynakların verimli kullanımı ve borçluluk açısından olumlu bir konumda yer alıyor

Z, H ve S skorları finansal başarıya işaret ediyor

Kar marjı düzenli olarak artarken kiralama geliri ve ikinci el araç satış modeli net satışlarda oynaklığı azaltmakta

Varmiarttiran.com gelecekte diğer kullanıcılar için önemli bir platform haline gelebilir

Şirket yüksek araç fiyatlarından araç yatırımlarını 2020 yılı içerisinde yapsa dahi söz konusu araçların satışı 2023 sonrasında gerçekleşeceği için gelecek 2 yılda şirket düşük defter değerinden muhasebeleştirdiği araçları araç piyasasındaki mevcut şartların sürmesi halinde yüksek kar ile elden çıkarabilecektir

Değerleme görüşü. Şirket, finansalları, istikrarlı EBITDA büyümesi, özkaynakların verimli kullanımı (yüksek ROE) ile finansal anlamda güçlü durumdadır. Hem kiralama geliri hem de ikinci el araç satışı ile net satışlarda oynaklık azaltılırken, düşük fiyatlardan son 3 yılda stoklara giren araçlar mevcut fiyatların korunması halinde gelecek 2 yılda gizli değer ve yüksek karlılık anlamına gelmektedir. Farklı sektörlerde faaliyet gösteren global müşteriler, dövizde uzun pozisyon, artan kar marjı ve ana ürünün likit ve enflasyona karşı korumalı bir emtia oluşu değerlendirme görüşünü olumlu etkileyen temel göstergelerdir.

Finansallar. Şirket son 3 yılda sürdürülebilir bir şekilde EBITDA büyümesi sağlarken, 2020 yılında 175,0 mn TL EBITDA ve 78,3 mn TL net dönem karı üretilmiştir. 2020 yılında 667,9 mn TL aktif ve 182,8 mn TL özkaynak ile ölçek etkisi dikkat çekerken, Şirket son 3 yılda aktiflerinin önemli bir oranında nakit üretmiştir. 2020 sonunda 81,8 mn TL nakit ve benzerleri bulunurken, son dönemdeki görece bozulmaya rağmen son 3 yıla bakıldığında önemli bir işletme sermayesi gereksinimi oluşmamaktadır. Şirket'in son 3 yılda borçluluk rasyolarındaki gerileme dikkat çekicidir. Varlık finansmanında uzun vadeli finansman ön plana çıkarken, Şirket son 3 yılda ekonomik katma değer (pozitif EVA) üretmiştir. 2020 yılında elde edilen %42,8'lik ROE sermayenin verimli kullanıldığına işaret etmektedir. 2020 yılında Altman Z, Springate S ve Fulmer H finansal skorlarda eşik seviyeleri aşılmış ve olumlu finansal görüş modellerle test edilmiştir. Skorlardaki pozitif görünümde en temel etkenler yüksek faaliyet karı ve artan aktiflerdir.

Yıllara sari artan brüt kar marjı. 2018 yılında %23 olan brüt kar marjı her geçen yıl artmış ve 2020 yılında %58,5 olarak gerçekleşmiştir. Kar marjındaki artışta karlılığı yüksek uzun dönem kiralama gelirlerinin satış payındaki artış etkilidir. Bununla birlikte 2020 yılında pandeminin etkisi ve düşen faizler nedeniyle araç fiyatlarındaki artış yükselen kar marjını desteklemiştir. 2018 yılında kar marjı düşük günlük kiralama operasyonlarının sona erdirilmesi de artan kar marjında önemli bir dinamik olmuştur.

İkili gelir modeli. Şirket 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. 2020 yılında pandeminin etkisiyle filo kiralamasına konu araç sayısında azalma yaşanırken, ikinci el araç satış fiyatlarındaki artış bu durumu dengelemiştir. 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 hizmetin bir parçası olarak görülmektedir. Şirket'i sadece kiralama firması ya da araç satış firması olarak görmek yanlış bir yaklaşım olacaktır.

Varmiarttiran.com. Şirket araç satışlarını varmiarttiran.com internet sitesinde gerçekleştirmektedir. Söz konusu site vasıtasıyla araçlar ihale usulü satılmakta ve ortalamada 3 günde tahsilat yapılmaktadır. Bu durum Şirket'in işletme sermayesini olumlu etkilerken, araç satımlarında maruz kalınan komisyon maliyetlerinde tasarruf sağlamaktadır. Ayrıca söz konusu platform üzerinden başka firmaların araçlarının da satışı yapılabilmektedir. Gelecekte araç satış platformunun daha da büyümesi beklenmektedir.

Ürünün önemli bir emtia olması. Kiralanan ya da satılan ürün enflasyona karşı korumalı bir emtiaadır. Türkiye'de araç fiyatları yıllara sari önemli artışlar sağladığı için araçlar birçok kullanıcı için bir yatırım aracıdır. Değeri her yıl artan bir ürünü stokunda barındıran Şirket için araçların likit bir varlık olması da önemli bir teminat mekanizmasıdır. Sektördeki araç yatırımları ikinci el araç satışları ile finanse edilirken bankalar araçların finansmanında önemli kolaylıklar sağlamaktadır.

Bilançoya yansımamış kar potansiyeli. Ortalama kiralama kontrat süresi 3 yıldır. Şirket 3 yıl önce aldığı arabaları ilgili kiralama sözleşmelerinin bitimiyle birlikte 2020 yılında elden çıkarmaya başlamıştır. 2020 yılında araç fiyatlarında önemli artışlar yaşanmıştır. Yönetim'e göre Şirket'in stoklarında ve filosunda düşük defter değerinden yer alan araçların gelecek 2 yılda sektörde mevcut şartların korunması halinde önemli ikinci el araç satış karı üretmesi beklenmektedir.

ESCAR

Düşük karşılıklar

Stok ve ticari alacak değer düşüklüğü karşılığı. Şirket'in ticari alacakları büyük oranda kiralama sözleşmelerinden kaynaklanmaktadır. Son 3 yılda kiralama gelirlerinde yaşanan alacak karşılığı tutarı kiralama gelirinin %1'inin altında kaldığına işaret etmiştir. Aynı şekilde Şirket'in stoklarında değer düşüklüğü son 3 yıl bağımsız denetim raporlarında yaşanmamıştır. Yönetim beklentilerine göre gelecek yıllarda stoklarda değer düşüklüğünden ziyade değer artışı nedeniyle gizli değer beklenmektedir. Başka bir deyişle stok ve alacak karşılığı Şirket için ciddi bir risk olarak görülmemektedir.

Nakit akışı oynaklığının düşük olması bankalar tarafından finansmanı kolaylaştırmakta

Oynaklığı düşük nakit akışı. Şirket'in net satışlarında her geçen yıl kiralama gelirlerinin payı artmıştır. Bu durum Şirket'in gelirlerinde sözleşmeye dayalı satış payını artırmakta ve gelir oynaklığını azaltmaktadır. Şirket'in sahibi olduğu kira kontratları ile gelecek 3 yılda müşterilerden sağlanacak gelir belirgindir. 2021 yılında mevcut kiralama sözleşmelerine göre elde edilecek kira geliri 163,8 mn TL'dir. Kiralamaya ek olarak gelecek 2 yılda düşük stok maliyetlerinden kaydedilen (2018 ve 2019 yılında satın alınan araçlar) elden çıkarılacağı için mevcut araç fiyatlarının korunması halinde ikinci el araç satışlarından da önemli bir kar elde edilecektir. Bu anlamda Yönetim'e göre gelecek 2 yıl Şirket için belirsizlikleri daha düşük bir döneme işaret etmektedir.

Şirket'in müşterileri ile olan ilişkisi uzun yıllara dayanmaktadır.

Müşteriler. Kiralama segmentinde Şirket'in en büyük müşterileri ağırlıklı olarak farklı sektörlerde faaliyet gösteren global şirketlerden oluşmaktadır. Bu durum müşteri çeşitliliği ve gelirin sürdürülebilirliği anlamında Şirket adına olumudur. Söz konusu müşterilerle uzun yıllara dayalı bir ilişki elde edilirken bazı müşteriler yılın başında tüm yılın kiralama ücretini ödemektedirler. 2020 yılında bir önceki yıla göre müşteri kontrat yenileme oranı %91'dir.

70 mn TL döviz fazlası

Döviz fazlası. 2018 yılı sonuna kadar filo kiralama şirketleri araç yatırımlarını dövizli kredilerle finanse etmiş ve kiralamalarını döviz cinsinden kontrata bağlamışlardır. Böyle bir yapıda yaşanan kur şoku şirketlerin kiralama faaliyetlerinin azalmasına sebep olurken, talebin gerilemesi ile kura nazaran daha az oranda artan araç fiyatları dövizli kredilerin anapara ödemelerinde problemleri beraberinde getirmiştir. 2018 Ekim'de çıkan yasa ile tüm yeni düzenlenen kiralama sözleşmeleri TL üzerinden yapılmış ve bu durumun etkisiyle Şirket tüm kredilerini yıllara sari TL'ye döndürmüştür. Son 2 yılda kurda yaşanan şoklar Şirket'in finansman giderlerinde önemli bir etki yaratmazken geçmiş yıllarda döviz açık pozisyonunda olan Escar, 2020 sonunda 70 mn TL dövizde uzun pozisyonunda yer almıştır.

4.300 araçlık filo

Filo. 2020 sonu itibarıyla Şirket B, C, D, E, MPV ve SUV segmentlerinde toplam 4.300 araca sahip olup, faaliyet kiralamasında kullanılan araçların sayısı 3.513 adettir. 2018, 2019 ve 2020 yıllarında adet bazlı araç alımları sırasıyla 1.913, 908 ve 1.077 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemlerde araç yatırım tutarları ise sırasıyla KDV dahil 234,1 mn TL, 143,1 mn TL ve 251,8 mn TL olarak kaydedilmiştir. Araçların bankalar nezdinde likit olması finansmanı kolaylaştırırken, ikinci el araç satışları ile sıfır araç yatırımları için gerekli tutarın önemli bir kısmı elde edilmekte geri kalan kısmı ise banka kredileri ile karşılanmaktadır.

2020'nin son çeyreğinde sektörde kıpırdanma başladı

Sektör. Artan kurlar, yükselen faizler, pandemi ve yavaşlayan ekonomi kiralamaya konu araç sayısını sektörde 2017 yılından bu yana daraltmaktadır. 2020'nin son çeyreğinde kiralanan araç sayısında dipten dönüşün yaşandığı görülmektedir. Bununla birlikte 2018 Ekim'de çıkan yasa sonrası sektörün döviz riski büyük ölçüde ortadan kalkmış ve bu durum sektörü son 2 yılda dövizde yaşanan şoklara karşı daha dirençli kılmıştır.

Yönetim. Şirket yönetimi eğitim seviyesi yüksek bireylerden oluşmakta olup, Şirket ve üst yönetim 2001 yılından bu yana sektörde önemli bir know-how'a sahip olmuştur.

ESCAR

Riskler

Pandeminin uzaması araç tedarikinde sorunlar yaratabilir

Pandemi belirsizliği. Pandeminin uzun sürmesi kiralama segmentini olumsuz etkileyecektir. Ayrıca pandemi döneminde araç tedarikinde yaşanan sıkıntılar Şirket için tedarik riski anlamına gelmektedir. Bununla birlikte pandemi araç fiyatlarındaki artış ikinci el satış ve kiralama gelirlerini artırmakta ve Şirket için riski dengelemektedir.

Kiralama gelirlerinde teminat müşterinin kendisi. Kiralama gelirleri müşteriler ile ortalamada 3 yıllık kontratlarla oluşturulmaktadır. Söz konusu kontrat karşılığı müşterilerden herhangi bir teminat alınmamakta; sözleşme alacak için tek varlık olarak öne çıkmaktadır.

Yüksek TL faizleri. Yüksek faizler kiralama maliyetlerini artırmakta ve kiralama gelirlerine olumsuz yansımaktadır. Ayrıca yükselen faizler ikinci el araç satışlarında talebi daraltmaktadır. Yüksek faiz döneminde açılan alacak vadeleri de Şirket için bir risk unsuru olarak görülebilir.

Olası ÖTV düşüşü ya da yerli elektrikli aracın ikinci el piyasasını aşağı çekmesi stok değer düşüklüğü anlamına gelecektir

Olası ÖTV düşüşü. ÖTV'de yaşanabilecek dramatik bir düşüş araç fiyatlarını aşağı çekeceğinden Şirket için stok değer düşüklüğü anlamına gelebilecektir. Ek olarak yerli elektrikli araç sektöründe ikinci el araçların fiyatlarını aşağı çekerek söz konusu riski ortaya çıkarabilir. Bununla birlikte yakın dönemde ÖTV düşüşü beklenmemekte, yerli elektrikli aracın orta vadede bir risk oluşturmayacağı öngörülmektedir.

Yeni rakipler. Araçların bankalar için likit bir teminat olarak görülmesi düşük sermaye ile filo kiralama iş modelini mümkün kılmaktadır. Bu durum yeni rakiplerin sektöre girerek yüksek brüt kar marjının aşağı çekilmesine sebep olabilir.

Araçları tamamı kredi karşılığı bankalara teminat olarak verilmiştir. Kredi ödemesinde bir sorun çıkması durumunda araçların tamamı bankalara teminat olarak verilmiş olması nedeniyle bankaların araçlara el koyma riski bulunmaktadır. Bununla birlikte araçların oldukça likit emtialar olması ve değer düşüklüğü olasılığının düşük olması nedeniyle söz konusu risklerle karşılaşılma olasılığının düşük olduğu düşünülmektedir.

ESCAR

Değerleme

INA modeli ile değerlendirilirken yurtiçinde tam benzer şirket sayısının az olması nedeniyle yurtdışı şirketlere çarpan metodolojisinde en yüksek ağırlık verilmiştir. Diğer piyasa çarpanlarına ise eşit ağırlık verilmiştir. İNA ve çarpanlardan elde edilen değere %50-50 ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir.

14 Nisan 2021 tarihinde Şirket'in sermayesi 45.480.000 TL'ye yükselmiştir

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2020'de gerçekleşen EBITDA'ya göre 5,63x EV/EBITDA çarpanına işaret etmektedir

Duyarlılık analizinde şirket değer aralığı 554 m TL ve 931 m TL bandında hareket etmektedir

Değerleme Özeti

%23,4 halka arz iskontosu. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken elde edilen değere %23,4 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser senaryoda piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış ve baz değer için değer aralığı belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
INA	796	50,00%	17,5
Yurtiçi Benzerler	975	7,50%	21,4
Yurtdışı Benzerler	1.004	20,00%	22,1
Seçilmiş BİST Şirketleri	959	7,50%	21,1
BİST Hizmet Endeksi	997	7,50%	21,9
Yıldız Pazar	961	7,50%	21,1
Ekonometrik Model	1.425	0,00%	31,3
Hedef Değer (TL)	891		19,6
Halka Arz İskontosu	-23,4%		
Adil Değer (TL)	682		15,00
Değer Çarpanları			
			2020
EV/EBITDA			5,63
F/K			8,71
EV/Net Satış			3,11
PD/DD			3,73

Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA'da iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış; değer in oynaklığı ortaya konulmuştur. Tüm değer senaryoları 554 m TL ve 931 m TL bandında hareket ederken Şirket için tespit edilen halka arz değeri değer aralığının tabanına daha yakındır.

Grafik: 7 Duyarlılık Analizi



(1) Seçilmiş BİST

590 mTL

931 mTL

(2) Yurtdışı Benzerler

683 mTL

920 mTL

(3) Yurtiçi Benzerler

554 mTL

845 m TL

(4) BİST Hizmet

595 mTL

823 mTL

(5) Yıldız Pazar

591 mTL

772 mTL

ESCAR

Şirket Profili

Günlük araç kiralama operasyonundan çıkıldı

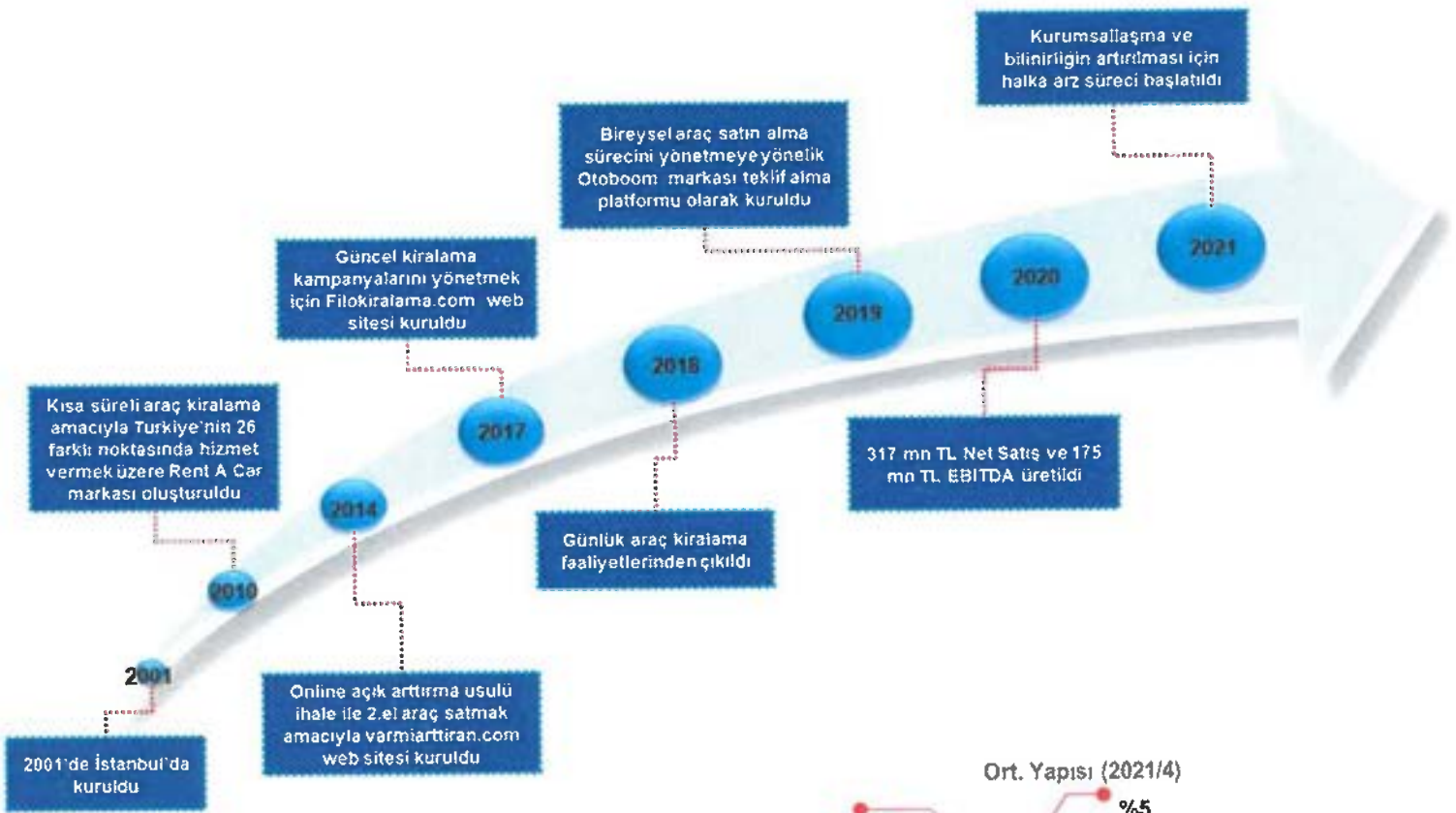
3.513 araç kiralama portföyünde

5 ana ortak

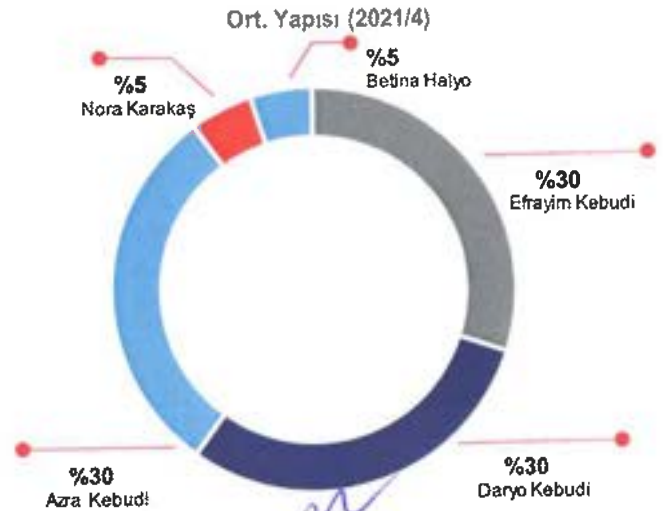
2001 yılında kuruldu. Escar, 2001 yılında filo kiralama sektöründe faaliyet göstermek üzere şirketlere 12 aydan uzun süreli araç kiralama hizmeti sunmak amacıyla kurulmuştur. Şirket motorlu binek araçların operasyonel filo kiralama hizmetini yürütmektedir. 2018 yılına kadar uzun dönem ve günlük araç kiralama eşanlı olarak yapılırken, o dönemde yaşanan kriz ve araç piyasasındaki sıkışma nedeniyle kar marjı düşük günlük kiralama operasyonundan çıkılmasına karar verilmiştir.

4.300 araçlık filo. 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla Şirket toplam 4.300 araca sahip olup, faaliyet kiralamasında kullanılan araçların sayısı 3.513 adettir. Günlük kiralamada kullanılan araç bulunmamaktadır. Şirket'in genel merkezi İstanbul'da olup 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla 55 personeli bulunmaktadır.

Kebudi Ailesi. Şirket yönetimi sektörde uzun yıllardır faaliyet gösteren Kebudi Ailesi ile Şirket'in azınlık ortağı ve genel müdürü olan Nora Karakaş Küçükberberyan tarafından oluşmaktadır. Kebudi ailesinin toplam sermayedeki payı %90 seviyesindedir.



Ortaklık Yapısı (TL)		2021/04
Ortaklar	Nominal	Oran
Daryo Kebudi	13.644.000	30,0%
Efrayim Kebudi	13.644.000	30,0%
Azra Kebudi	13.644.000	30,0%
Nora Karakaş	2.274.000	5,0%
Betina Haljo	2.274.000	5,0%
Toplam	45.480.000	100%



ESCAR

Şirket Profili

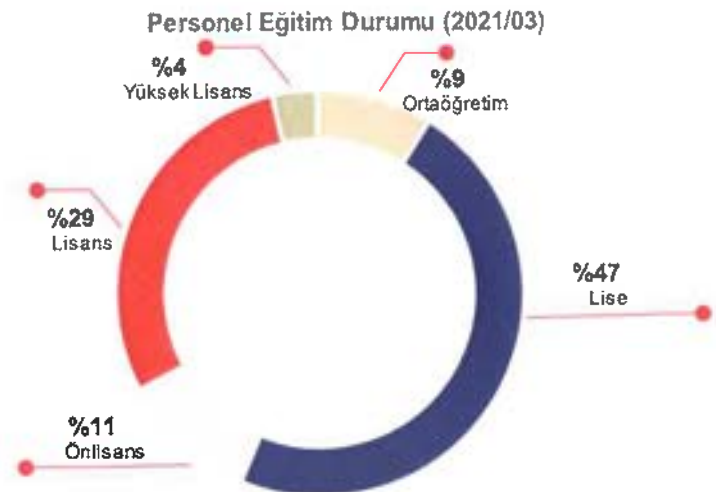
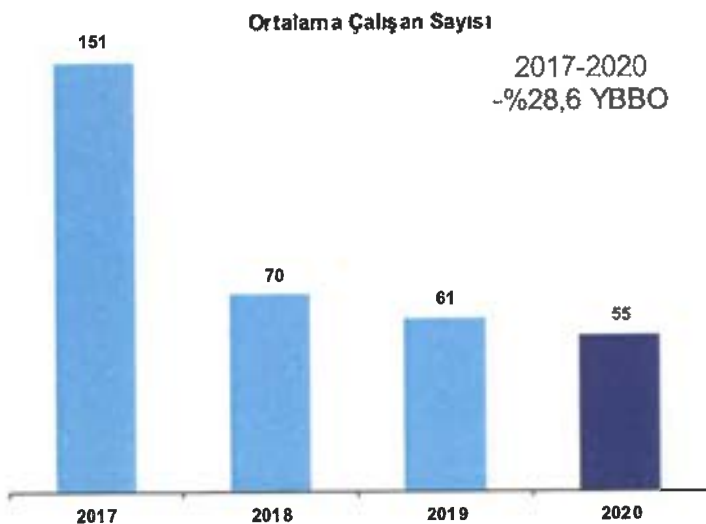
Müşterilerle uzun yıllar süren ilişki

Kiralama segmentinde ilk 10 müşterileri global firmalardan oluşmakta

Günlük kiralama operasyonundan çıkılması personel sayısındaki gerilemenin temel nedenidir

Müşteri portföyü. Escar'ın sektörde yakalamış olduğu büyüme trendi, mali yönden sektörde ciddi yatırımların yapılmış olması ve yapılan işe değer katacak büyüklükte müşterilerle iş ortaklıklarının yapılması kaynaklı oluşmuştur. Filo kiralama sektöründe faaliyet gösteren firmalara bakıldığında verilen servisler birbirinden çok farklı olmamakla birlikte Escar rakiplerden ayrılarak, servisin kalitesini ve hızını en yüksek düzeyde tutmak için çalışmalar yürütmekte olup, Türkiye'nin her yerinde kaza yapan araçlar için Escar anında geçici araç organize edip müşteriye teslim etmeyi hedeflemekte, yüksek limitli kasko poliçelerinin yanı sıra müşterilerine İhtiyari Mali Mesuliyet kapsamında ilave teminatlar ve operasyonun aksamaması için 24 saat süreyle ulaşmalarını sağlayacak "çağrı merkezi" hizmeti vermektedir. Bunun yanı sıra Şirket prensibi gereği arayan müşterilere mutlaka anında çözüm sağlayabilmek adına müşterilerine finansman, bakım-onarım, danışmanlık, lastik yönetimi, yol yardımı, yedek araç, sigorta, kapıdan kapıya hizmetler sunmaktadır. Müşteriler açısından ulaşılabilir olma özelliği ile rakiplerinden ayrılmayı hedefleyen Şirket'in farklı sektörlerden global müşterileri bulunmaktadır.

Yan Hizmetler. Escar 2010 yılında yerli ve yabancı turistlere günlük araç kiralama amacıyla kısa süreli araç kiralama faaliyetine başlamış olup, söz konusu operasyon ile tüm Türkiye'de hizmet verilmiş ve büyük havalimanlarında yer alan şubeler de dahil olmak üzere toplam 25 şubeyle 5 yıl sonunda sektördeki önemli firmalardan birisi olunmuştur. Şirket, günlük araç kiralama segmentinde 3-4 aylık dönemlerde araçları yenilemeyi prensip edinmiş olmakla birlikte bu durum kar marjlarını aşağı çekici etkide bulunmuştur. Şirket, İstanbul, Ankara, İzmir, Bodrum, Adana gibi müşteri potansiyeli yüksek bölgelerde kendi ofislerinde faaliyet gösterirken, diğer bölgelerde yörelinin yapısına hakim orta ölçekli yerel firmalarla işbirliği yaparak kendi yarattığı özel şartları bulunan franchise sistemiyle sadece Escar tarafından tedarik edilen araçlarla ve tüm ofislerde eşit ve aynı hizmet standartlarıyla faaliyetlere devam edilmiştir. 2018 yılında sektördeki bozulma nedeniyle günlük kiralama operasyonundan çıkmıştır. Bu durum Şirket'in maliyetlerinde ciddi bir tasarrufu beraberinde getirmiş ve 2017 yılında 151 olan personel sayısının gerilemesine sebep olmuştur. Şirket'in 2018 yılında günlük kiralama operasyonlarından çıkması ise bir dönüm noktası olarak görülmektedir. Bu durum Şirket'in operasyonel yükünü hafifletirken personel ve diğer maliyetlerde önemli bir azalışı beraberinde getirmiştir. Bununla birlikte günlük kiralama operasyonu devam ederken Şirket araç bayilerinden daha ucuza araçları alabilirken bu durum sonraki yıllarda görece gerilemiştir.



Kaynak: Bağımsız Denetim & Şirket

ESCAR

Şirket Profili

Ortalama personel çalışma süresi 7 yıl

Varmiarttiran.com gelecekte ayrı bir iş modeli olarak önemli potansiyeli bünyesinde taşımakta

Varmiarttiran.com Şirket'in araç satışlarında hızlı tahsilat ile nakit pozisyonunu güçlendirmekte ve mevcut know-how ile sinerji yaratmakta

55 çalışan. Personelin tamamı Şirket merkezi olan İstanbul'da istihdam edilmektedir. Günlük kiralama operasyonunun satılmasıyla birlikte Rent a Car tarafında görev alan ofis ve merkez ofis çalışanları kısmi bölünme yapılan şirkete devredilmiştir. Bu doğrultuda 2017 yılında 151 olan personel sayısı 2018 yılında %53,6 düşüyle 70'e, 2019 yılında %12,8 düşüyle 61'e, 2020 sonu itibarıyla ise %9,8 düşüyle 55'e gerilemiştir. 2019 ve 2020 itibarıyla Şirket'in optimizasyon çalışmaları neticesinde belirli departmanlarda personel yapısında sınırlı azalma yaşanmıştır. Şirket; eğitim programları, sağlık sigortası, performans dayalı prim sistemi, yılsonu personel değerlendirme süreçleri ile personel aidiyetini güçlendirmeye çalışmaktadır. Yönetim'e göre sektör genelinde personel değişimi sıklıkla görülmesine rağmen, personelin ortalama çalışma süresi Escar'da 7 yıla yaklaşmaktadır.

Varmiarttiran önemli bir potansiyel. Escar gerek günlük kiralamadan dönen düşük kilometreli araçların gerekse uzun süreli kiradan dönen araçların 2. elde satışını gerçekleştirmek amacıyla, 2014 yılında Varmiarttiran markası ile (www.varmiarttiran.com) bir ihale platformu geliştirmiş ve kiralamadan dönen araçlarını internet sitesi üzerinden online ihale yoluyla bu platformda satmaya başlamıştır. Siteye üye olan hem bireysel hem de 2. el araç ticareti ile işgal eden firmaların katılımı ile Şirket'in araç dönüş potansiyeline uygun olarak planlanan ve duyurulan günlerde yapılan ihalelerde geçmiş yıllarda yıllık 5.400 adedin üzerine çıkan satışlar yapılmıştır. Kısa sürede söz konusu modele daha sonra hasarlı olarak satılması uygun bulunan araçlar ve diğer kiralama şirketlerinin talepleri ile diğer firmaların da araçlarının satışı entegre edilmiştir. İhale modeli gereği katılımcıların belirlenen miktardaki katılım bedelini ödemesinin ardından, tüm satışlar ihaleyi kazanan tarafın 3 gün içerisinde ödemeyi gerçekleştirmesini takiben yapılmaktadır. İhaleyi kazanamayan katılımcıların katılım bedelleri iade edilirken, belirtilen süre içinde ödemesini yapmayan veya satın almaktan vazgeçen katılımcıların ödemiş oldukları depozito bedelleri ise ceza bedeli olarak faturalandırılmaktadır.

İşletme sermayesi güçlenmekte. Varmiarttiran üzerinden 2018 yılında yapılan 4.512 araç satışının 2.095 adeti günlük kiralamada kullanılan, 2.070 adeti filo kiralamada kullanılan araçlardan, 347 adeti ise başka firmaların araçlarından oluşmaktadır. 2018 yılında günlük kiralama bölümünün satılması neticesinde günlük kiralamadan dönen 2. el araçlardaki düşüş nedeniyle 2019 yılında toplam 1.534 adet araç satışı gerçekleşmiştir. 2020 yılında ise pandeminin etkisiyle filo kiralamadan dönen araç sayısındaki azalmaya paralel olarak araç satış sayısındaki düşüş dikkat çekmektedir. Söz konusu platformda araç satışları çek ve senede takılmadan 3 gün içinde satılarak bünyeye nakit tahsilatı sağlanmaktadır. Şirket'in kiralama ve tedarik tecrübesi de platformun yönetimi açısından önemli bir sinerji yaratmaktadır.

Yönetici Kadrosu

Efrayim Kerbudi
YK Başkanı

► 1951 yılında Antakya'da doğmuş olup 1985'te İstanbul'da *Esteks Kumaşçılığı* kurdu. Halen *Escar Yönetim Kurulu Başkanı* olup faaliyetleri süren Esteks'in kurucu ortağıdır. Evli ve 3 çocuk babasıdır.

Daryo Kebudi
YK Başkan Vekili

► 1975 yılında Antakya'da doğmuş olup 1997 yılında Marmara Üniversitesi İktisat Fakültesinden mezun oldu. Bir dönem Esteks Kumaşçılık'ta çalışmış olup kurucu ortaklarından olduğu Escar'da uzun süre Genel Müdürlük yaptı. **2011 yılından bu yana Şirket'te yönetici ortak olarak çalışmaktadır.** Evli ve 3 çocuk babası olup iyi derecede İngilizce bilmektedir.

Azra Kebudi
YK Üyesi

► 1974 yılında Antakya'da doğmuş olup 1996 yılında Marmara Üniversitesi İktisat Fakültesinden mezun oldu. Esteks Kumaşçılık'ta ithalat ve finans departmanlarında çalıştı. Kurucu ortaklarından olduğu *Escar'da yönetici ortak* olarak görevine devam etmektedir. 1 kız çocuğu babası olup iyi derecede İngilizce bilmektedir.

Nora Karakaş
YK Üyesi, GM

► 1974 yılında İstanbul'da doğdu. Marmara Üniversitesi İktisat Fakültesinden mezun olduktan sonra *Budget Rent A Car'da* 2 yıl Pazarlama Yönetmeni olarak, 4 yıl Satış ve Pazarlama Müdürü olarak 2 yıl yöneticilik yaptı. Kurucu ortaklarından olduğu *Escar'da Genel Müdür görevine devam etmektedir. TOKKDER'de 8 yıl Yönetim Kurulu Üyeliği, TURSAB Rent A Car komitesinde ise 5 yıl başkan yardımcılığı* yapmıştır. Halen *İTO 26.meslek komitesi başkan yardımcılığına* devam etmektedir. Evli ve 2 çocuk sahibi olup iyi derecede İngilizce bilmektedir.

Betina Halyo
YK Üyesi

► 1983 yılında Antakya'da doğmuş olup 2005 yılında Yeditepe Üniversitesi Uluslararası Ticaret bölümünden mezun oldu. İş hayatına aile şirketi olan Esteks Kumaşçılık'ta başlamış olup *Escar'da Satış Yöneticisi* olarak çalıştı. Evli ve 2 çocuk sahibi olup iyi derecede İngilizce bilmektedir.

Alaettin Şafak
Aras
Bağımsız YK
Üyesi

► 1961 yılında Ankara'da doğmuş olup **1984 yılında İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi'nden** mezun olmuştur. *PricewaterhouseCoopers* denetim firmasında 1985 ve 1990 yılları arasında denetim uzmanı ve müdürü olarak görev almıştır. Ego-Ferro A.Ş.'de 1990 ve 1991 yılları arasında mali işler müdürü olarak, 1991 ve 2003 yılları arasında *Wyath İlaçları A.Ş.*'de mali ve idari işler direktörü olarak görev almıştır. 2003 yılından itibaren sağlık alanında hizmet veren *Farmanet Sağlık Hizmetleri A.Ş.'nin kurucu ortağı* olarak görevine devam etmekte olup, aynı zamanda Escar'da bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak görev almaktadır.

Cengiz Arabacı
Bağımsız YK
Üyesi

► **1959** yılında Ankara'da doğmuş olup *Gazi Üniversitesi Kamu Yönetimi* bölümünden mezun olduktan sonra *Kelebek Mobilya'da* mağaza müdürü olarak başlamıştır. 1995 yılında çalışmaya başladığı *BP Petrolleri A.Ş.*'de satın alma, lojistik, planlama, kalite gibi bölümlerde yöneticilik yaparak birçok ülke bazlı ve uluslararası önemli projelerde görev almıştır. Cengiz Arabacı mevcut durum itibarıyla Escar'da bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak görev almaktadır.

FAALİYET ÖZETİ

Kuruluş	Filo	Ürünler & Müşteriler	Varlıkların.com
5 ana ortak 2001 yılında kuruldu Merkez: İstanbul 55 çalışan	2020 sonu itibarıyla 4.300 araç 3.513 araç kiralamada kontratlandırılmış durumda Ortalama kiralama süresi 3 yıl Yatırımlar 2018, 2019 ve 2020 yıllarında adet bazlı araç alımları sırasıyla 1.913, 908 ve 1.077 olarak kaydedilirken araç yatırım tutarları aynı dönemlerde sırasıyla 234,1 mn TL, 143,1 mn TL ve 251,8 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir.	B, C, D, E, MPV ve SUV segmenti 2020 şirket pazar payı %1,63	Online 2. el araç satış platformu 2014'te kuruldu, Kendi portföyü ve portföy dışı araçlar satılmakta Araç satışı için komisyon tasarrufu sağlanmakta Yeni ve karlı bir iş modeli Büyümeye açık alan Sektör 2018 yılında başlayan kur şoku ve 2019 sonlarına ortaya çıkan pandeminin etkisi sektörü olumsuz etkilemiş olup 2020 son çeyrek itibarıyla göstergelerin olumlu seviyeye döndüğü anlaşılmaktadır. 2020 itibarıyla 263 bin araç filo kiralamada yer almaktadır.
	Mali Veriler & Büyüklük		
	2019/12	2020/12	
	Net Satışlar	301 mTL	317 mTL
	EBİTDA	112 mTL	175 mTL
	Özkaynak	105 mTL	183 mTL
	Aktifler	564 mTL	668 mTL
	Net Kar	26 mTL	78 mTL

ESCAR

Müşteri & Tedarikçiler

Tahsilat riskinin pandemiye artması müşteri portföyünü şekillendirdi

2020 yılında pandemi nedeniyle müşteri yoğunluğunda görece artış yaşandı

Pandemi müşteri yoğunluğunu artırdı. Müşteri tipleri genel olarak Şirket kuruluşundan itibaren minimum 3 yılını doldurmuş ve kredi değerlendirmeye sonuçlarına göre çalışılmasında sorun görülmeyen firmalardan oluşmaktadır. Şirket'in satış ekibi 4 kişiden oluşmakta olup, çalışılması muhtemel olan müşteriler sektörel bazda taranıp elenerek soğuk arama yöntemi ile talep toplanarak kazanılabilmektedir. Son 3 yılda Şirket'in müşteri profiline bakıldığında ilk 10 müşterinin önemli bir kısmının farklı sektörlerde faaliyet gösteriyor olması gelirin çeşitlendirilmesi açısından önem arz etmektedir. Hem kiralama hem de ikinci el araç satışlarında 2020 yılında müşteri yoğunluğunda görece artış dikkat çekmektedir. Bu durumu pandemi nedeniyle yaşanan tahsilat riskine bağlamakta; Şirket'in bir strateji olarak riski düşük müşterilerde yoğunlaşma yolunu tercih ettiğini varsaymaktayız. Söz konusu strateji pandemi döneminde tahsilat riskini azaltmış görünmektedir.

İlk 10 tedarikçi tüm alımların önemli bir kısmını karşılamakta. Araç alım talepleri genel olarak distribütörler üzerinden görüşülerek finalize edilmekte ve en son aşamada alım yapılacak bayi üzerinden işlemler gerçekleştirilmektedir. Araç alımları için çalışılan bayiler her markanın genelde en çok satış yapan ve hizmet ağı en geniş olan bayileri arasından seçilmektedir. Hali hazırda çalışılan araç tedarikçileri gerek araç tedarik süreci gerek araç alım süreci gerekse de alım sonrası teslimat ve satış sonrası hizmet anlamında Şirket'in ihtiyaçlarını karşılar ve sürekli değişen ihtiyaçlara cevap verir niteliktedir. Tedarikçiler Türkiye'nin her bölgesine araç teslimatı yapabilen ve geniş servis ağı olan firmalardır.

Kiralama Müşteri Yoğunluğu (mTL)				Araç Satış Müşteri Yoğunluğu (mTL)			
İlk 10 Müşteri	2018	2019	2020	İlk 10 Müşteri	2018	2019	2020
Müşteri 1	11,5	10,4	12,6	Müşteri 1	9,9	5,3	19,7
Müşteri 2	7,9	8,3	12,4	Müşteri 2	9,0	3,7	9,8
Müşteri 3	7,2	7,9	9,9	Müşteri 3	7,3	3,4	7,0
Müşteri 4	4,6	7,1	9,7	Müşteri 4	6,5	3,4	6,9
Müşteri 5	4,6	6,9	8,3	Müşteri 5	6,4	3,2	5,8
Müşteri 6	3,6	6,2	7,5	Müşteri 6	5,4	3,2	6,3
Müşteri 7	3,3	3,9	6,7	Müşteri 7	5,2	3,0	2,6
Müşteri 8	3,1	3,8	4,5	Müşteri 8	4,9	3,0	2,6
Müşteri 9	2,9	3,4	3,1	Müşteri 9	4,8	2,8	2,5
Müşteri 10	2,9	3,4	2,7	Müşteri 10	4,8	2,6	2,5
Toplam	51,4	61,3	77,5	Toplam	64,2	33,6	64,5
Kiralama Net Satışları	141,2	144,0	162,6	2. El Araç Net Satışları	370,8	149,3	148,3
İlk 10 Müşteri Yoğunluğu	36,4%	42,6%	47,7%	İlk 10 Müşteri Yoğunluğu	17,3%	22,5%	43,5%

Kaynak: Şirket

ESCAR

Satışlar

2020'de 317,1 mn TL net satışlar

Kiralama gelir payı %53,2

Araç kiralama ve ikinci el araç satışları ana gelir kalemleri. Şirket'in ana faaliyet alanı filo kiralaması ve kiralamadan dönen araçların ikinci el piyasada satışlarıdır. Genel olarak 3 yıllık kontratlar ile araç kiralaması yapılmakta ve kira dönemi sonunda kiradan dönen araçlar satışa çıkarılmaktadır. Şirket'in 2018 yılındaki toplam geliri 521,9 mn TL iken net satışlar 2019 yılında 301,2 mn TL ve 2020 yılında 317,1 mn TL olarak gerçekleşmiştir.

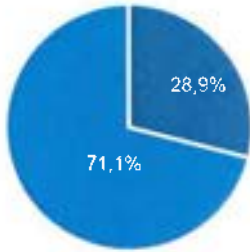
Kiralama gelirinin net satış payı artıyor. Günlük araç kiralama modeli kiraya verilen araçların 3-4 ayda bir satılıp yenilenmesi üzerine kurgulanmıştır. 2018 yılında günlük operasyona son verilmesi ile söz konusu filo elden çıkarılmış ve bu durum 2018 yılında ikinci el satış gelirini normalin üzerine çıkarmıştır. Bununla birlikte 2019 ve 2020 yıllarında günlük araç kiralama faaliyetlerinin olmaması nedeni ile araç turnover sıklığı azalmış ve bu nedenle de araç kiralama gelirinin toplam cirodaki ağırlığı 2018 yılındaki %28,9 seviyesinden 2019 yılında %50,4 seviyesine ve 2020 yılında %53,2 seviyesine yükselmiştir. 2020 yılında kiralama gelirinin 2019 yılına oranla net satışlardaki payının artmasının sebebi ise pandemi nedeniyle bazı kiralama kontratlarında araç kiralayan şirketlerin yeni araç yerine eski araçlar ile kiralama faaliyetine devam etmeleridir. Bu durum ikinci el araç satış adedinin azalmasını beraberinde getirmiş ve net satış payını etkilemiştir.

Grafik:

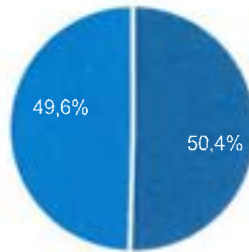
Gelir Kırılımı (2018)

Gelir Kırılımı (2019)

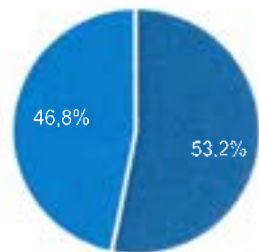
Gelir Kırılımı (2020)



■ Kiralama Gelirleri
■ Araç Satış Gelirleri



■ Kiralama Gelirleri
■ Araç Satış Gelirleri

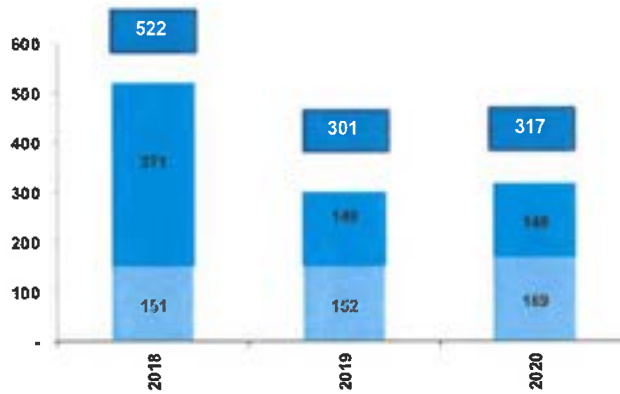


■ Kiralama Gelirleri
■ Araç Satış Gelirleri

Kaynak: Şirket

Net Satışlar (mTL)

■ Araç Kiralama Geliri ■ İkinci el Araç Satış Geliri



Kaynak: Şirket

ESCAR

Satışlar

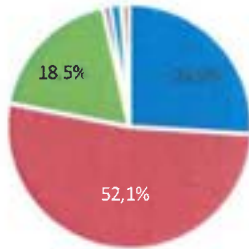
2020 yılında 1.122 araç satış
adedi

2020 yılında düşen faizler,
pandemi ve araç tedarikinde
yaşanan sorunlar araç başı geliri
artırdı

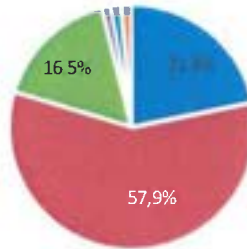
Pandemi satış adetlerini azalttı. Günlük kiralama operasyonlarının kurgusu kiralamaya konu araçların her 3-4 ayda bir yenilenmesi üzerine inşa edilmiştir. 2018 yılında günlük kiralama operasyonlarının da etkisi ile satış yapılan toplam araç adedi 4.683 olarak gerçekleşmiştir. Bu adedin 2.095 kadarı günlük kiralamadaki araçların satışından oluşmaktadır. Bununla beraber 2019 ve 2020 yıllarında söz konusu tek seferlik etki bulunmadığı için araç satış adedinde önemli bir düşüş gerçekleşmiştir. 2019 yılında satış gerçekleştirilen araç adedi 1.744 olurken, bu rakamın 46 tanesi 2018 yılında günlük kiralama için kullanılan araçların 2019 yılına sarkan satışından, geriye kalan rakam ise uzun dönem araç kiralama kontratları sona eren araçlardan oluşmaktadır. Söz konusu araç satış adedi 2020 yılında ise 1.122 adet olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamın tamamı kiralama kontratı biten araçların satışından oluşmaktadır. 2020 yılındaki araç satış rakamının bir önceki yıla göre azalmasının sebebi ise pandemi nedeni ile yaşanan ekonomik zorluklardan dolayı bazı kira kontratı sahiplerinin eski araçların kullanımına devam etmesidir.

Araç başı satış geliri arttı. 2018 yılında araç satışından araç başına elde edilen gelir yaklaşık 79 bin TL iken, bu rakam 2019 yılında 86 bin TL ve 2020 yılında ise 132 bin TL olarak kaydedilmiştir. Araç başına satış gelirinin artmasının sebepleri filodaki araçların segmentel dağılımında meydana gelen değişimler, kurlarda meydana gelen yükselişler, ÖTV'de yukarı yönlü güncelleme ve pandemik etkidir. 2018 yılında Euro/TL kuru ortalamada 5,66 olarak gerçekleşirken, 2019 yılında 6,35 ve 2020 yılında ise 8,05 seviyesine yükselmiştir. Bu rakamlar 2020 yılı için ortalamada %27'lik bir artışa işaret etmektedir. 2018 yılı itibari ile B segmentindeki araç sayısının filodaki oranı zamanla azalmış ve C segmentindeki araç oranı yükselmiştir. Söz konusu segmentteki araçların satış fiyatı B segmentine göre daha yüksektir.

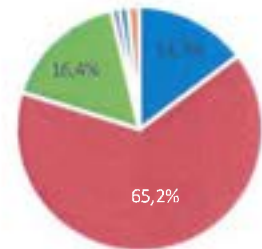
Grafik: Araç Segment Dağılımı (2018) Araç Segment Dağılımı (2019) Araç Segment Dağılımı (2020)



■ B ■ C ■ D ■ E ■ MPV ■ SUV



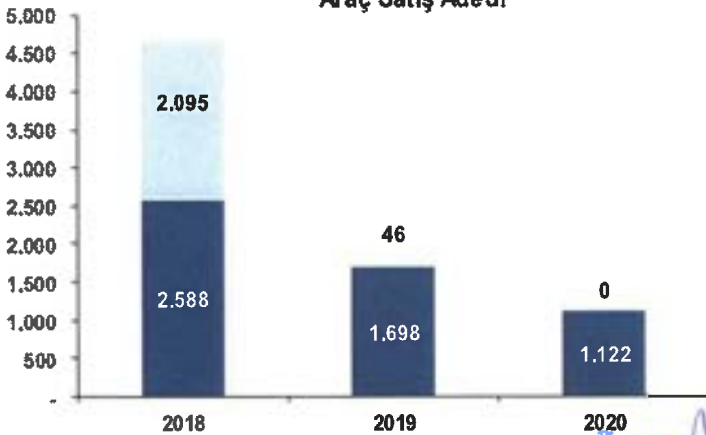
■ B ■ C ■ D ■ E ■ MPV ■ SUV



■ B ■ C ■ D ■ E ■ MPV ■ SUV

Kaynak: Şirket

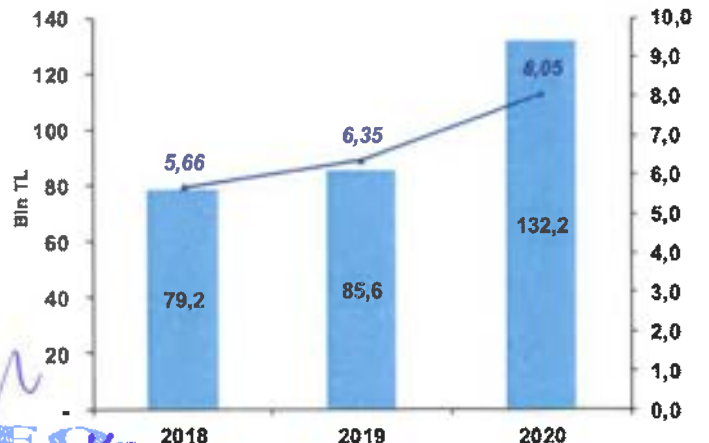
Araç Satış Adedi



■ Filo Kiralamadan Araç Satışı

■ Günlük Kiralamadan Araç Satışı

Araç Başına Satış Geliri & Eur/TL



■ Araç Başına Satış Fiyatı

— Eur/TL Kur

ESCAR

Satışlar

Kiralamaya konu araç sayısı azalırken araç başı kira geliri arttı

Filo kiralamasına konu araç sayısı 2020'de geriledi. 2018 yılında yaşanan kur şoku ve sonrasında Türk Lirası'nı koruma kanunu gereği kiralama sözleşmelerinin TL cinsinden yapılması zorunluluğunun doğması nedeniyle araç kiralama maliyetlerinin o dönem yaşanan kriz nedeniyle yükselmesi ve pandeminin etkisiyle ekonomide görülen sıkışma araç kiralama sektöründe daralmaya sebep olmuştur. Sektördeki daralma Escar'ı da negatif etkilemiş ve filo kiralamadaki araç sayısı (günlük kiralama operasyonları hariç) 2018 yılında 4.475 adetten 2019 yılında 3.781 adete ve 2020 yılında ise 3.513 adete gerilemiştir. 2018 yılındaki kanun değişikliği, kur şokları, pandemik etki sektörlerdeki son 3 yıllık daralmanın temel dinamikleridir.

Kira gelirleri filodaki daralmaya rağmen arttı

Araç başı kiralama geliri arttı. Filo kiralamadan kaynaklı gelir, günlük kiralama operasyonlarının sona ermesine ve filo kiralamadaki araç sayısındaki azalmaya rağmen kiralama kontratlarının TL'ye dönmesi, kiralanen araçlardaki C segmenti araçların payının artması ve kurlardaki artışlar nedeni 2019 ve 2020 yıllarında yükselmiştir. Araç başına kira geliri 2018 yılında 33,7 bin TL'den 2019 yılında 40,2 bin TL'ye; 2020 yılında ise 48 bin TL'ye ulaşmıştır. 2018 yılında araç başına kira gelirindeki düşüklüğün en önemli sebebi kar marjı düşük günlük kiralama etkisidir.

Uzun dönemli kiralamada kar marjı yüksek

Karlılığın temel değişkenleri. Günlük araç kiralamada her sene araçların ortalamada 3-4 kere satılıp yenilerinin alınıyor olmasından dolayı alınan her araç için trafik sigortası ve kasko gibi giderlerin yıllık olarak yapılması maliyetleri artırmaktadır. Diğer bir ifade ile ortalamada bir sene boyunca günlük olarak araç kiralayabilmek için uzun dönem finansal kiralamaya göre 3-4 kat fazla trafik sigortası ve kasko giderine katlanılmakta ve bu durum karlılığı aşağı çekmektedir. Araç başına kira gelirindeki artış ve ikinci el araç satış fiyatlarının yükselmesi ise karlılığa olumlu yansımaktadır. Kiralama operasyonlarının karlılığının ikinci el araç satışının karlılığından daha yüksek olmasının en önemli sebepleri araç bakım onarım, kasko gibi servis maliyetlerinin aracın satın alın maliyetine göre oldukça düşük seviyelerde yer alması ve kiralama dönemi boyunca düşük amortisman ayrılmasıdır. Diğer bir ifade ile düşük amortisman ayrılması nedeniyle araç alım maliyetinin tamamına yakını araç satıldığı zaman maliyete aktarıldığından ikinci el araç satışının kar marjı kiralama faaliyetine göre daha düşük kalmaktadır.

Filo kiralama kontratlarının önemli bir bölümü 36 ay ve daha uzun vadeli

Segment bazlı karlılık. 2018 yılında brüt kar tutarı 120 mn TL, 2019 yılında 122,5 mn TL ve 2020 yılında ise 185,6 mn TL olarak gerçekleşirken, filo kiralamadan kaynaklı brüt kar rakamı toplam brüt karın sırası ile %84,2'si, %91,6'sı ve %69,4'ü olarak kaydedilmiştir. İkinci el araç satış kar marjı uzun dönem kiralama brüt kar marjına göre daha düşüktür. Araç fiyatlarındaki artış ikinci el araçların maliyetini de yükseltirken kiralama gelirlerinin maliyetinde önemli bir etkiye sahip olmamaktadır. Nitekim 2020 yılında kurun önemli oranda artması ile filo kiralamanın brüt kar içindeki payında 2019 yılına göre bir miktar gevşeme gerçekleşmiştir. Ek olarak filo kiralamanın maliyetleri arasında yer alan araç sigorta giderleri, motorlu taşıt vergileri, bakım & onarım giderleri aracın maliyetinin oldukça düşük bir yüzdesini oluşturmaktadır. Bu nedenlerden dolayı filo kiralama brüt karı ve araç satışından gelen brüt kar rakamını toplu olarak değerlendirmek daha doğru bir yaklaşımdır.

Kontratlı gelir belirsizliği azaltmakta. Mevcut kontratların imzalandığı dönem itibarı ile büyük bir bölümünün vadesi 36 ay ve üzerindedir. %91 gibi yüksek kontrat yenileme oranının etkisi ile Şirket'in önümüzdeki üç yıl için önemli oranda kontratlı gelir üreteceği varsayılmaktadır.

ESCAR

Grafik: Kur şokları, kontratların TL yapıma zorunluluğu kiralama maliyetlerini yukarı çakerek sektörün daralmasına sebep oldu...



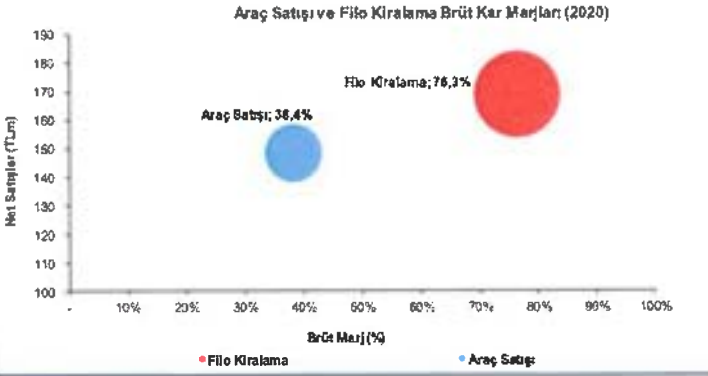
Kaynak: Şirket

Grafik: Satışların düşmesine rağmen toplam kiralama geliri ve araç başına kiralama gelir artıyor...



Kaynak: Şirket

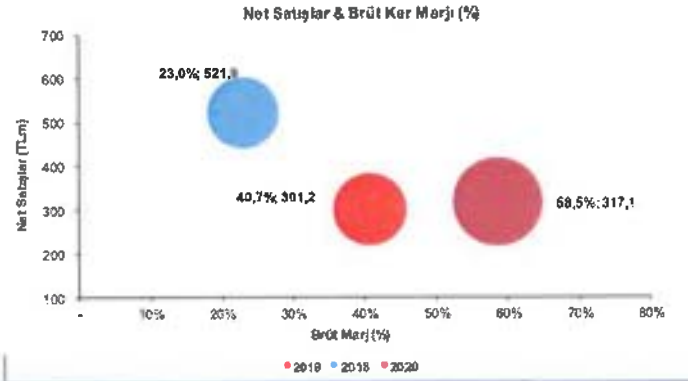
Grafik: Brüt karın önemli bir bölümü filo kiralama faaliyetinden elde edilmektedir...



Kaynak: Şirket

Balon hacmi brüt kar büyüklüğünü sembolize etmektedir.

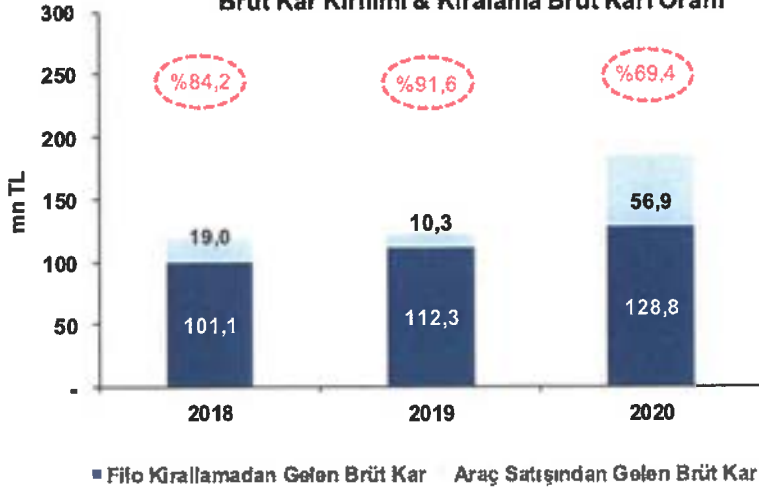
Grafik: Yıllar itibari ile brüt kar marjı artıyor...



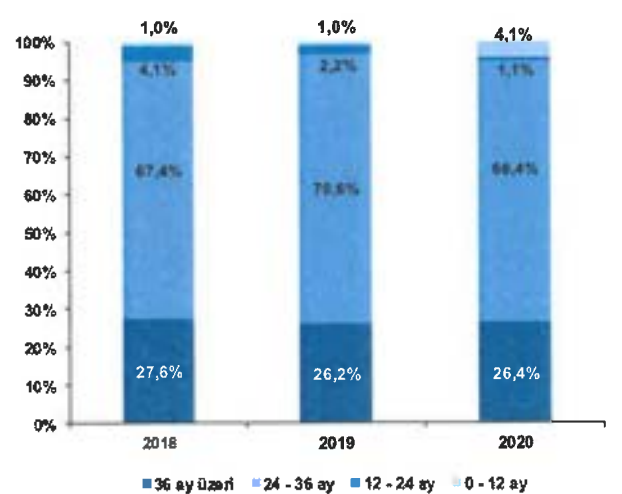
Kaynak: Şirket

Balon hacmi brüt kar büyüklüğünü sembolize etmektedir.

Brüt Kar Kırılımı & Kiralama Brüt Karı Oranı



Kontrat Vadelerinin Kırılımı



Satışlar

2021 yılı kiralama geliri bugünden belli

Şirket'in önemli bir müşteri yoğunluğu bulunmazken pandemi nedeniyle 2020'de tahsilat riskini azaltmak adına görece yoğunlaşma arttı

Mevcut kontratların büyüklüğü 293,5 mn TL. Şirket'in müşterilerinin önemli bir bölümü hizmet kalitesini fiyatın önünde tutan global firmalardan oluşmaktadır. Halî hazırda sahip olunan kiralama kontratları nedeniyle başka herhangi bir araç kiralaması yapılamayacak olması durumunda dahi Şirket'in 2021 yılı için elde etmeyi beklediği gelir 163,8 mn TL, 2022 yılı için 91,2 mn TL, 2023 yılı için 33,9 mn TL ve 2024 yılı için ise 4,5 mn TL'dir. Ek olarak kontrat sonunda Şirket araç satışlarından da gelir elde edecektir.

2021 yılında 163,8 mn TL kiralama geliri gerçekleşecek. 2020 yılı itibari ile gelecek yıllara ait kontratlı gelirlerinin 2020 yılı filo kiralama gelirin oranı yaklaşık %173'e tekabül etmektedir. Söz konusu tutar ve oran 2018 yılı için 195,1 mn TL ve %129, 2019 yılı için ise 193,8 mn TL ve %127'dir. Oranın 2020 yılında %173 seviyesine çıkıyor olması 2021 yılındaki beklenen gelir tutarının en az 2020 yılı kadar olacağını bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

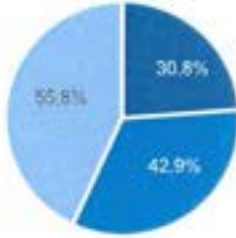
Pandemide görece müşteri yoğunluğu arttı. Filo kiralama kontratı imzalanmış ilk 10 müşterinin toplam kontratlar içindeki payı %50 olarak gerçekleşirken ilk 20 müşterinin payı ise %63'tür. Söz konusu oranlar önemli oranda çeşitlendirmeye işaret etmektedir. 2018 yılından 2020 yılına kadarki süreçte ilk 5, ilk 10 ve ilk 20 müşterinin toplam kontratlar içindeki payının bir miktar yükseldiği gözlemlenmektedir. Bu durumun sebebi Şirket'in kur şokları ve pandeminin ekonomide ve özellikle KOBİ niteliğindeki şirketlerde oluşturduğu olumsuz etkilerden kendini korumak ve riskleri minimize etmek için KOBİ niteliğindeki şirketlere karşı olan pozisyonlarını azaltmasıdır.

Grafik:

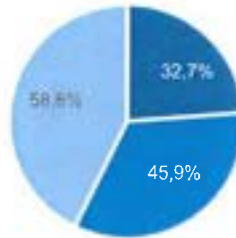
Kontrat Yoğunlaşması (2018)

Kontrat Yoğunlaşması (2019)

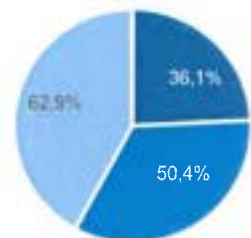
Kontrat Yoğunlaşması (2020)



■ İlk 5 Müşteri ■ İlk 10 Müşteri
■ İlk 20 Müşteri



■ İlk 5 Müşteri ■ İlk 10 Müşteri
■ İlk 20 Müşteri



■ İlk 5 Müşteri ■ İlk 10 Müşteri
■ İlk 20 Müşteri

Kaynak: Şirket

Grafik: Şirket'in 2020 yılı itibari ile sahip kontratlardan dolayı elde edeceği gelir toplamı önümüzdeki 4 yıl için 294 mn TL



Kaynak: Şirket

Maliyetler

Satışların maliyeti 2018-2020 döneminde yıllık bileşik %43 oranında gerilerken 2020 yılında 2019 yılına göre %26 azalmış ve 131 mn TL olarak kaydedilmiştir.

2020 yılında pandeminin etkisi, artan kur ve düşen faizlerle artan ikinci el araç satış fiyatları karlılığı destekledi

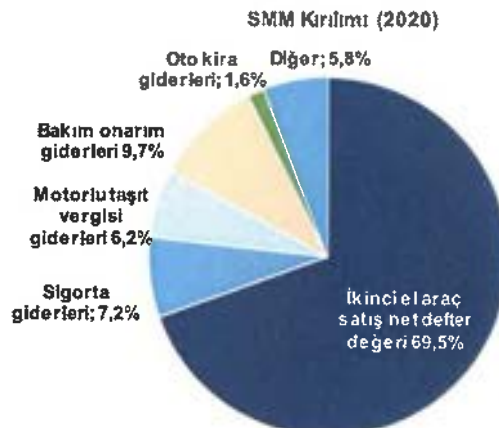
Pandemide önemli oranda maliyet tasarrufu sağlandı

En büyük maliyet kalemi ikinci el araçlar. Şirket 2018 yılında günlük araç kiralaması ve uzun dönemli araç kiralama faaliyetlerini eş anlı yürütmüştür. Tedarikçilerden satın alınan araçlar günlük ve uzun dönemli olarak müşterilere kiralanmıştır. Kiralama döneminde araçlar maddi duran varlıklarda kaydedilmektedirler. Kiralama dönemi sona eren araçlar amortisman etkisi sonrası defter değerinden stoklara alınmakta ve ikinci el araç olarak satılmaktadır. Ortalama kiralama süresi yaklaşık 3 yıldır. Tarihi ortalama Şirket'in iş modelinde araç kiralamasından elde edilen brüt kar marjı ikinci el araç satışından elde edilen brüt kar marjının üzerindedir. 2018 yılında 352 mn TL olan ikinci el araç satış maliyeti 2019 yılında 139 mn TL'ye gerilemiştir. 2020 yılında ikinci el araç geliri 2019 yılına yakın seyretmesine rağmen daha az araç daha yüksek fiyattan satıldığı için ikinci el araç satış maliyeti 91 mn TL'ye gerilemiştir. 2018 yılında 4.475 araç faaliyet kiralamasına konu olurken 2019 yılında söz konusu rakam 3.781 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında ise pandeminin etkisiyle uzun dönemli kiralamaya konu araç sayısı 3.513 adete gerilerken, adet bazlı daralma satışların maliyetinde yer alan kiralama kaynaklı maliyetlerde azalma ya da sınırlı artışlara neden olmuştur (MTV gideri ve bakım onarım giderleri vb.).

Maliyet kontrolü ve artan fiyatlar karlılığı olumlu etkiledi. 2019 yılında toplam maliyetlerin %77,8'i ikinci el araç maliyetinden kaynaklanırken, söz konusu oran 2020 yılında %69,5'e gerilemiştir. 2020 yılında satışların maliyetinden bakım onarım giderleri, sigorta giderleri ve motorlu taşıt vergisi giderleri sırasıyla %9,7, %7,2 ve %6,2 pay almıştır. Her ne kadar ikinci el araç satış gelir payı 2020 yılında toplam gelirler içerisinde azalsa bile ortalama 3 sene önce satın alınan araçlar kontrat dönemi sonunda 2020 yılında ikinci el araç satış geliri olarak elden çıkarılmıştır. 2020 yılında pandeminin etkisiyle ikinci el araçlarda talep artışı görülmüş ve bu durum ikinci el araç fiyatlarını artırmıştır. Artan kur ve düşen faizler otomotiv fiyatlarını yükseltmiş ve ortalama 3 sene önceki fiyatlardan satın alınan araçlar 2020 yılında yüksek fiyatlardan elden çıkarılmış ve karlılığı desteklemiştir. Pandemi nedeniyle personel, seyahat, temsil ağırlama ve diğer giderlerde sağlanan tasarruf da karlılığa 2020 yılında olumlu yansımıştır.

SMM Kırılımı (mTL)

Gider Kalemleri	2018	2019	2020	Değişim		Oran	
				2020/2019	YBBO 2020/2018	2020	2019
İkinci el araç satış net defter değeri	352	139	91	(34)%	(49,0)%	69,5%	77,8%
Sigorta giderleri	11	8	10	18%	(5,5)%	7,2%	4,5%
Motorlu taşıt vergisi giderleri	10	8	8	4%	(10,6)%	6,2%	4,4%
Amortisman giderleri	2	2	0	(100)%	(100,0)%	-	1,0%
Bakım onarım giderleri	13	14	13	(8)%	(2,3)%	9,7%	7,7%
Oto kira giderleri	6	2	2	7%	(40,5)%	1,6%	1,1%
Diğer	8	6	8	23%	(4,6)%	5,8%	3,5%
Toplam	402	179	131	(26)%	(43)%	100%	100,0%



ESCAR

Yatırımlar

Temel yatırım satın alınan sıfır araçlar

2020 yılında KDV dahil 251,7 mn TL araç yatırımı

Pandemi nedeniyle araç başı maliyetler önemli oranda arttı

Temel yatırım satın alınan araçlar. Şirket 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 1.913, 908 adet ve 1.077 adet araç alımı gerçekleştirmiştir. Satın alınan araç sayısındaki azalmanın sebepleri 2018 ve sonrasında yaşanan kur şokları, yukarı yönlü ÖTV güncellemeleri ve kiralama kontratlarının TL yapılması zorunluluğu nedeniyle kiralama maliyetlerinin artmasıdır. Kiralama maliyetlerin artması ve ekonomik yavaşlama nedeniyle bazı müşterilerin maliyetleri aşağı çekebilmek adına araçların yenilenmeden kira kontratlarının eski araçlar ile devam etmiş olması yıllara sari araç alım miktarını etkilemiştir.

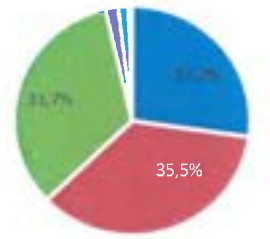
Yatırım maliyetleri yükseldi. Yükselen kurfar, araç tedarikinde yaşanan sıkıntılar, pandemi nedeniyle artan talep ve segmentel dağılımdaki değişimin etkisi ile daha az araç alınmasına rağmen 2020 araç yatırım maliyeti 2018'in üzerinde gerçekleşmiştir. 2018 yılında araç satın alımı için katlanılan maliyet KDV dahil 234 mn TL iken aynı rakam 2019 yılında 143 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında ise kurdaki artış oranının 2018 yılına göre yaklaşık %40 seviyesine gelmiş olması ve bazı segmentlerde ÖTV artışı nedeni ile satın alınan araç sayısı önemli oranda düşmesine rağmen KDV dahil 251,7 mn TL yatırım yapılmıştır.

Araç başı maliyet önemli oranda yükseldi. 2018 yılı için satın alınan araçlarda araç başına yatırım maliyetinin en düşük olduğu B segmenti araçlarının oranı %27 iken, 2019 ve 2020 yıllarında söz konusu oran yaklaşık %2 oranında gerçekleşmiştir. Araç başına yatırım maliyetinin B segmentine göre daha yüksek olduğu C segmentinde ise 2018 yılındaki yatırım oranı %35 iken, 2019 ve 2020 yıllarında sırası ile %76,8 ve %73,1 olarak gerçekleşmiştir. Segmentel dağılımın araç başına maliyetin daha yüksek olduğu segmentlere kayması, kur artışı, düşen faizler ve pandemik etki araç başına yatırım maliyetini artırmıştır. Araç başına yatırım maliyetinin artması 2020 yılında daha az sayıda araç satın alınmasına rağmen yatırım maliyetini son üç yılın en yüksek seviyesine çıkarmıştır.

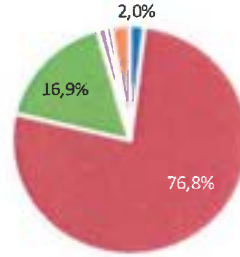
Grafik: Satın Alınan Araçların Dağılımı (2018)

Satın Alınan Araçların Segment (2019)

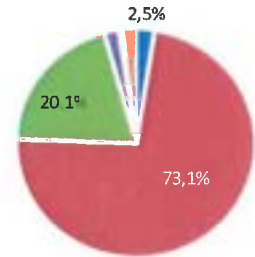
Satın Alınan Araç Dağılımı (2020)



■ B ■ C ■ D ■ E ■ MPV ■ SUV



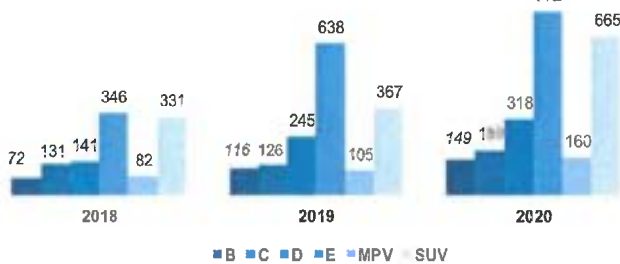
■ B ■ C ■ D ■ E ■ MPV ■ SUV



■ B ■ C ■ D ■ E ■ MPV ■ SUV

Kaynak: Şirket

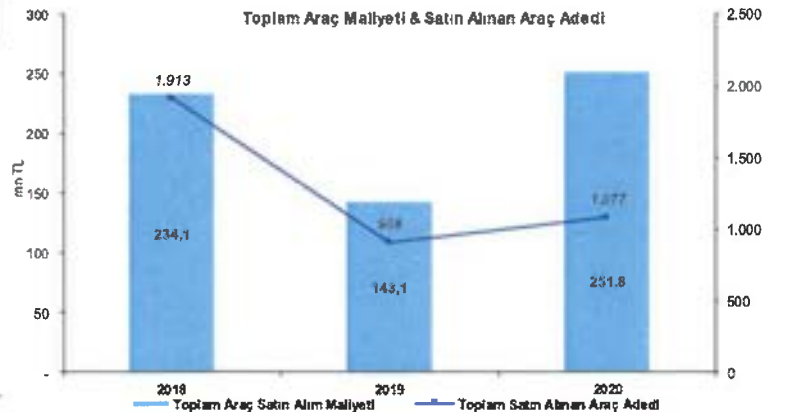
Grafik: Segmentlere, yıllara göre KDV dahil araç satın alma maliyeti (bn TL)



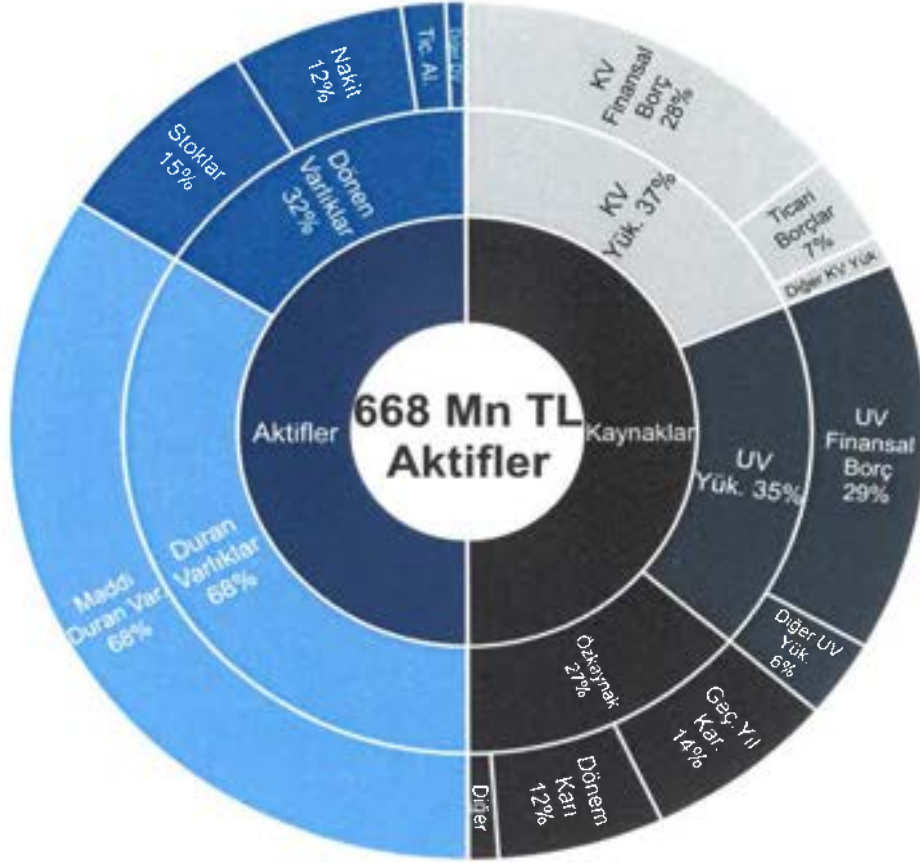
■ B ■ C ■ D ■ E ■ MPV ■ SUV

Kaynak: Şirket

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Kuştepe Mahallesi, Büyükdere Caddesi No: 14
Kat: 8-9 Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 270900 / Şişli / İstanbul
Tic. Sic. No: 270900 / Şişli / İstanbul
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 003 6747



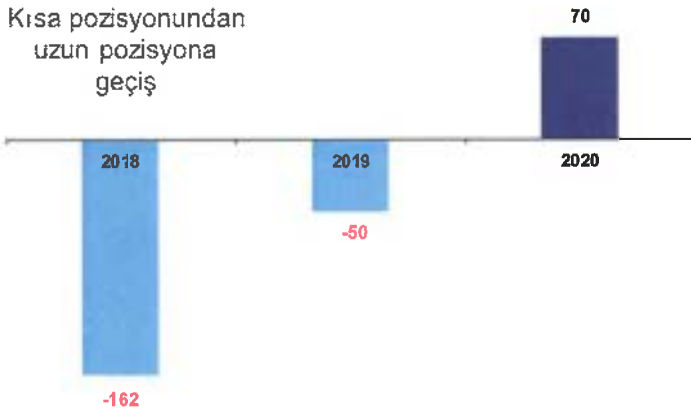
2020 Bilanço Dağılımı



Ticari Alacak Riski			
TLm	2018	2019	2020
Şüpheli Alacak Stoku	3,5	4,5	4,6
Son 3 yıl Kiralama Gelirleri	430,4	488,7	528,4
Risk Karşılığı	0,82%	0,92%	0,88%

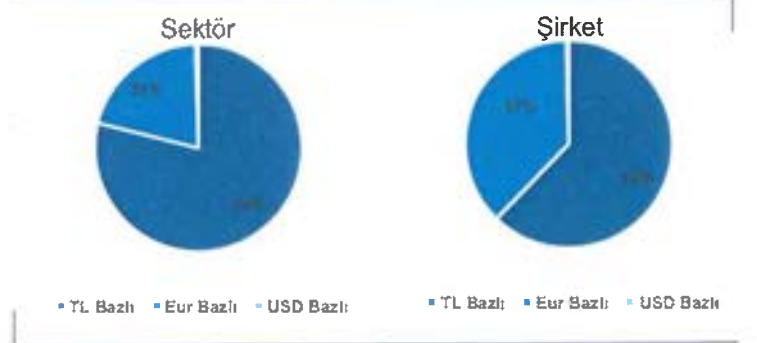
*Ticari alacaklarda KDV olması sebebiyle satışlara KDV dahil edilmiştir.
Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Döviz Pozisyonu (mTL)



Kaynak: Bağımsız Denetim

Grafik: Kontratların para birimi kırılımı (2020)



Kaynak: Şirket, TOKKDER (Tüm Oto Kiralama Kuruluşları Derneği)

Finansal Analiz

2020 yılında %58,5 brüt kar marjı

Kar marjı yüksek kiralama portföyünün satış payı artıyor

Gelecek 2 yılda düşük maliyetten stoklara giren ikinci el araç satışları mevcut fiyatların korunması halinde kar marjını destekleyecek

Pandemi döneminde faaliyet giderlerinde önemli tasarruf

Varmiarttiran.com Şirket'in ikinci el araç satışlarında komisyon giderlerini azaltmasının yanı sıra diğer müşterilerden ilave komisyon geliri yazmasına sebep olmaktadır

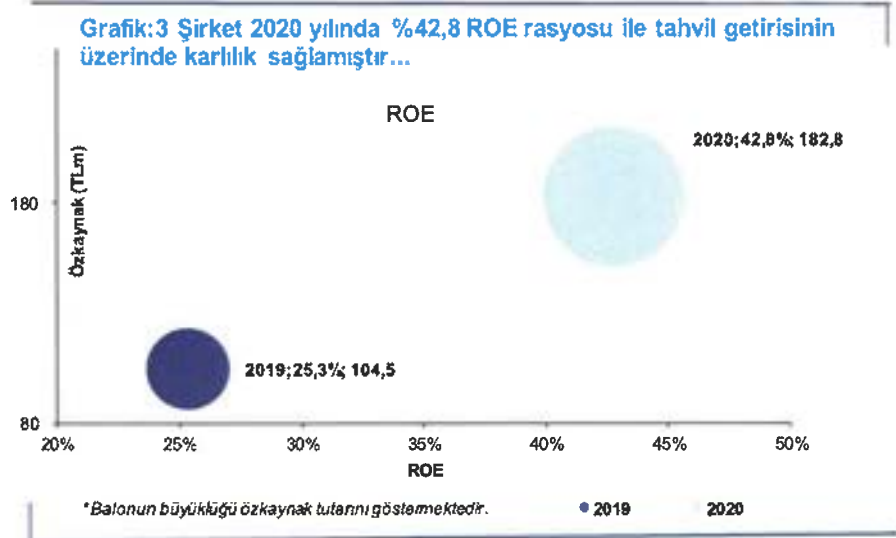
Satışlardaki büyüme, artan brüt kar marjı, faaliyet giderlerinde sağlanan tasarruf, varlık satışı ve yüksek nakit ile artan yatırım faaliyetlerden kar ve borçluluktaki stabiliteye paralel finansman giderlerinde önemli bir artış olmaması net dönem karını desteklemiştir. Bununla birlikte efektif vergi oranı 2020 yılında gerilemiştir.

Yüksek kar marjı dikkat çekiyor. 2018-2020 döneminde Şirket'in yıllara sari brüt kar marjının arttığı görülmektedir. Bu durumun temel nedeni günlük kiralama faaliyetlerinden çıkılması ile kar marjı yüksek uzun dönemli kira gelirinin net satış payındaki artıştır. Bununla birlikte her ne kadar ikinci el araç satış gelir payı 2020 yılında toplam gelirler içerisinde azalsa bile ortalamada 3 sene önce satın alınan araçlar kontrat dönemi sonunda 2020 yılında ikinci el araç satış geliri olarak elden çıkarılmıştır. 2020 yılında pandeminin etkisiyle ikinci el araçlarda talep artışı görülmüş ve bu durum ikinci el araç fiyatlarını artırmıştır. Bununla birlikte artan kur ve düşen faizler otomotiv fiyatlarını yükseltmiş ve ortalamada 3 sene önceki fiyatlardan satın alınan araçlar 2020 yılında yüksek fiyatlardan elden çıkarılmış ve brüt kar marjını desteklemiştir. Kar marjı yüksek kiralamanın satış portföyündeki ağırlığının artması, kar marjı düşük günlük kiralama faaliyetlerinden çıkılması, ikinci el araç fiyatlarının maliyetlerin oldukça üzerine çıkması, devam eden döviz kontratları nedeniyle artan kur etkisi ve 2020 yılında amortisman yazılmaması brüt kar marjını artıran faktörler olarak görülmektedir. 2018, 2019 ve 2020 yıllarında Şirket'in brüt kar marjı sırasıyla %23,0, %40,7 ve %58,5 olarak gerçekleşmiştir. Şirket yönetimi araç fiyatlarındaki mevcut şartların korunması halinde eideki stokun erileceği gelecek 2 yılda söz konusu kar marjının süreceğini beklemektedir. Bu dönemler içerisinde satın alınan araçlar her ne kadar yüksek fiyattan satın alınmış olsa bile gelecek 3 yıl içerisinde satılmayacak; kiralamaya konu olacaktır. Şirket'in gelecek 3 yılda kiralama portföyüne yönelik nakit akışının bugünden önemli oranda belirgin olması nedeniyle söz konusu taraftaki yüksek kar marjı da Şirket'in gelecek dönemdeki kar marjı beklentisini destekleyecektir.

Faaliyet giderlerinde önemli tasarruf. 2018 yılında 21,6 m TL olan genel yönetim giderlerinin 2019 yılında önemli bir daralmaya girdiği dikkat çekmektedir. 2018 yılı ortasında günlük kiralama operasyonundan çıkılması personel ve diğer giderlerde ciddi bir tasarrufa sebep olmuştur. 2018 yılında tek seferlik yazılan 4,2 m TL'lik yapılandırma gideri de bu durumda etkin olmuştur. 2020 yılında ise pandemi nedeniyle düşen ofis, kargo ve temsil ağırlama giderlerine ek olarak devletin sağladığı kısa çalışma ödeneği teşviklerinden yararlanılmış ve personel maliyetleri kısmen gerilemiştir. Bu durum toplamda genel yönetim giderlerinin %8,6 gerilemesini beraberinde getirmiştir. Benzer trend pazarlama giderlerinde de son 3 yılda yaşanmıştır. Günlük kiralamadan çıkılması 2019 yılında pazarlama giderlerini azaltırken 2020 yılında pandeminin etkisiyle azalan reklam ve seyahat giderleri ve devletin personel maliyetlerine sağladığı teşvikle toplam pazarlama giderleri 2019 yılına göre %19,8 gerilemiştir.

Yüksek nakit kaynaklı faiz gelirleri. Esas faaliyetlerden diğer gelirler, kaza yapan araçlarda ilgili sigortadan alınan net gelirler, varmiarttiran.com'da diğer kullanıcıların adına gerçekleştirilen araç alım satım işlemlerinden kaynaklı komisyon gelirleri ve sözleşmeyi fesheden müşterilerden kaynaklı erken fesih gelirleri oluşturmaktadır. 2020 yılında hasar gören araçların sigorta giderleri ve buna dair sigortadan alınan tutarların netinde artış yaşanmış ve esas faaliyet gelirleri bir önceki yıla göre söz konusu kalemin etkisiyle yükselmiştir. Esas faaliyetlerden diğer giderler ise sigorta giderleri, şüpheli alacak karşılığı, kredi komisyon giderleri ve diğer giderlerden oluşmaktadır. 2020 yılında nette sigortadan gider yazılmamasına rağmen artan şüpheli alacak ve komisyon giderleri ile söz konusu hesap 2019 yılına paralel seyretmiştir. Yatırım faaliyetlerden diğer gelirler Şirket'in yüksek nakit pozisyonu ile elde ettiği faiz gelirleri ve şirket için kullanılan araçların satış karından kaynaklanmaktadır. 2019 yılına göre cari dönemde söz konusu hesaptaki artışın temel nedeni ise varlık satış karıdır.

78,3 m TL net dönem karı. Cari dönemde 2018 yılına göre Şirket'in finansman giderlerinde önemli bir gerileme dikkat çekmektedir. Bu durumun temel nedeni 2018 yılında 382 m TL olan net borcun 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 298,3 m TL ve 303,7 m TL'ye gerilemesidir. 2018 Ekim ayında yasa gereği kiralama sözleşmelerinin TL'ye dönmesi ile yıllara sari döviz krediler TL'ye çevrilmiştir. Bu durum söz konusu dönemde dalgalanan kurun Şirket'e olan etkisini her geçen yıl azaltmış ve 2018 yılında 63,3 m TL olan kur farkı giderini 2020 yılında 9 m TL'ye geriletmiştir. 2020 yılı itibarıyla Şirket için hesaplanan faiz maliyeti kur farkı dahil %21,9 seviyesindedir. Sonuç olarak 2020 yılında vergi sonrası net dönem karı %195,7'lik artışla 78,3 m TL olarak kaydedilmiştir.



Kaynak: Şirket

Likidite Rasyoları	2020	2019	2018	Referans
Cari Oran	0,86	0,61	0,59	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,45	0,42	0,37	0,8-1,0
Borçluluk Oranları	2020	2019	2018	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	72,6%	81,5%	86,3%	<%40
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	103,5%	213,6%	296,0%	<100%
Faiz Karşılama Oranı	2,3	1,6	1,0	>3
Net Borç/EBITDA	1,7	2,7	3,8	<4
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	37,4%	48,7%	46,3%	Sektör
Uzun.Vad.Yab.Borç/Pasif	35,3%	32,8%	40,0%	Sektör
Özkaynak/Pasif	27,4%	18,5%	13,7%	>%60
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	265,3%	439,5%	629,9%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	79,5%	81,8%	88,7%	Sektör
Karlılık Oranları	2020	2019	2018	Referans
Brüt Marj	58,5%	40,7%	23,0%	Sektör
EBIT Marjı	54,0%	35,1%	18,4%	Sektör
EBITDA Marjı	55,2%	37,3%	19,1%	Sektör
Net Kar Marjı	24,7%	8,8%	0,0%	Sektör
ROE	42,8%	25,3%	-0,2%	>Piyasa Faizleri
ROA	25,7%	18,7%	16,9%	Sektör
Yatırım Rasyoları	2020	2019	2018	Referans
EVA-TL	71.531.256	29.789.635	12.839.125	>0
ROIC	32,6%	26,5%	21,9%	>AOSM
CRR	165,6%	132,6%	84,1%	<%100

Güçlü Finansal Rasyolar

- Borçlulukta azalış dikkat çekerken özkaynak finansmanı ön plana çıkıyor
- Kiralamanın satış portföyünde ağırlığının artması ve yükselen araç fiyatları kar marjlarını destekledi
- Her yıl üretilen ekonomik katma değer yükselirken piyasa faizlerinin üzerinde özkaynak getirisi

Kovid Etkisi

Pandemi döneminde yüksek nakit pozisyonu önemli bir avantaj

Pandemi araç fiyatlarını artırdı. Tüm dünyayı etkisi altına alan pandeminin (Koronavirüs) Şirket faaliyetlerine ve finansal durumuna olası etkileri, tüm açılardan titizlikle takip edilmekte ve Şirket yönetimi bu olaydan mümkün olan en az şekilde etkilenmesi için gerekli aksiyonları hızlıca almaktadır. Koronavirüs kaynaklı olarak gerek Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörde gerekse genel ekonomik aktivitede yaşanan gelişmeler/yavaşlama paralelinde Şirket'in faaliyet gösterdiği otomotiv sektöründe tedarik, üretim ve satış süreçlerinde aksamalar yaşanabilmektedir.

Kiralama pazarı daralırken son çeyrekte toparlanma başladı. Pandemi nedeniyle Türkiye'de üretici ve ithalatçı otomobil markaları planlanan arzın gerisinde kalmış; sektörde belirli bir süre arzla ilgili sıkıntı yaşanmış ve bu durum Şirket'in mevcut araçlarını ekonomik ömürleri geçmiş dahi olsa daha uzun süreler kullanmasına neden olmuştur. Pandemi ayrıca kiralama yapan firmaların geçici süreyle taleplerini ötelemesine veya kira sözleşmesi sona eren araçların kira sürelerini uzatmalarına neden olmuştur. Pazardaki olumsuz durum; kontrol edilebilir büyüme stratejisi ve müşteri ilişkileri nedeniyle Escar'ın yönetebildiği boyutlarda yaşanmıştır.

İkinci el pazarında fiyatlar arttı. Pazardaki küçülmeye paralel bir küçülme olduğundan pazar payları açısından önemli bir değişiklik yaşanmamıştır. Diğer taraftan salgın nedeniyle toplu taşıma kullanımının yerine bireysel araç kullanım alışkanlığı gelişmiş; söz konusu durum 2. el pazarındaki talebi ve fiyatları artırmıştır. Yükselen kurun ve 2020'de düşürülen faizlerin de etkisiyle ikinci el araç satışlarında önemli fiyat artışları elde edilmiş, karlılık bu durumdan olumlu etkilenmiştir.

Satış gelirlerinde kiralamaya ek olarak ikinci el satış kanalının olması pandemi risklerini normalize etti

Süreç belirsizliğini korumakta. Koronavirüs etkisinin dünya ve Türkiye'de ne kadar süre ile devam edeceği, ne kadar yayılabileceği henüz net olarak tahmin edilememekte olup; etkilerin şiddeti ve süresi netleştikçe orta ve uzun vade için daha belirgin ve sağlıklı bir değerlendirme yapma imkanı söz konusu olabilecektir. Bu kapsamda, salgının ekonomik etkilerinin belirsiz olması nedeniyle, Şirket'in operasyonları dolayısıyla finansal tabloları üzerindeki etkileri makul bir şekilde tahmin edilememektedir.

2021 beklentisi. 2020'nin ötelenen müşteri talepleri düşünüldüğünde 2021'de araç kiralama pazarının büyümesi yönetim tarafından öngörülmektedir. Escar'ın planladığı büyüme stratejileri kapsamında 2021 yılı sonunda Şirket yönetimi pazar payını yükseltmeyi hedeflemektedir.

Değerleme

Değerleme Yöntemleri

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

Pazar ve gelir yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

Güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayım dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

Piyasa Çarpanları Analizi. Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır.

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerlendirme yönteminde şirketin sektöründe sıkça kullanılan aşağıda belirtilen çarpanlar kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen net dönem karı ve EBITDA tutarları (01.01.2020-31.12.2020) esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

Firma Değeri /EBITDA (EV/EBITDA)

Piyasa Değeri/Net Kar (F/K)

EV/EBITDA & F/K çarpanları kullanılmıştır

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülerini ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

İşletme Sermayesi

2019-2020 döneminde ortalamada %10 olan işletme sermayesi/satış oranının projeksiyon döneminde geçerli olacağı varsayılmıştır

İşletme sermayesinden nakit üretilmekte

Filli nakit akış modellemesini gerçekleştirmek adına yıllık araç alımları yatırım olarak dikkate alındığı için stoklar işletme sermayesinde kullanılmamıştır

Stoklar yatırım olarak dikkate alındı. Şirket'in 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. Bu sadece bir muhasebe kaydı değişikliğidir. Gerçekte stoklardaki artış kadar bir işletme sermayesi ihtiyacı doğmamış ve bu artışın finanse edilmesi gerekmemiştir. Finansal modelde söz konusu yılda stoklara alınan araçlar alım yatırımı satın alındığı yıl yazıldığı için bu yatırım dikkate alınmış; tekrardan işletme sermayesi yatırımı olarak yazılmamıştır. Yani şirketin stokları aslında bir işletme sermayesi kalemi değil; yatırım kalemidir. Bu durum satış ve stok hareketinden de anlaşılmaktadır. Net satışları hızlı artan şirketlerde stoklar önemli bir artış sergilemektedir. Escar'da net satışların %5,3 arttığı 2020 yılında stoklar %98,5 yükselmiştir. Stok ve satış arasında doğrudan bir ilişki yoktur. Diğer bir bakış açısına göre birçok şirkette yatırımlar maddi ve maddi olmayan duran varlıklarda muhasebeleştirilir ve satılacakları zaman stoklara alınmazlar. Escar özelinde ise aslında araçlarda diğer şirketlerin makine, ekipman ve fabrikaları gibi maddi duran varlık olarak değerlendirilmeli ve satılacağı zamanda stok içerisine alınmasına rağmen işletme sermayesi ihtiyacı hesaplamasına dahil edilmemelidir. Zira bu hesap aslında bir maddi duran varlık hesabıdır ve sadece muhasebe kaydı gereği kontrat bitince maddi duran varlıklardan stoklara alınmıştır. İşletme sermayesi kalemleri dönen varlıklar ve kısa vadeli borçlardan oluşmaktadır. Söz konusu araçlar aslında dönen varlık değil 3 yıl önce satın alınmış duran varlıklardır. Bu yüzden işletme sermayesi kalemi olarak görülmemelidir. İlk yatırım döneminde kiralanen sıfır araçlar maddi duran varlıklarda sınıflanmaktadır. Sıradan şirketlerde maddi duran varlıklar satılmadığı için satılan malın maliyetinde sınıflanmaz. Ama Escar'da maddi duran varlık 3 yıl sonra satıldığı için satış öncesi stoklara alınmak zorundadır. Satın alınan araçlar fiili nakit akış tablosunda yatırım olarak dikkate alınırken muhasebe gereği kontrat döneminde maddi duran varlıklara alınmakta ve kontratı bitip ikinci elde satışa konu olan araçlar stoklarda kategorize edilmektedir. Buna göre araç satıldığında stok kalemi ise satışların maliyetine alınmaktadır. Araç alımından kaynaklı fiili nakit çıkışı ortalamada 3 yıl önce gerçekleşmesine rağmen gelir tablosuna söz konusu hesap satışların maliyeti olarak yaklaşık 3 yıl sonra yansımaktadır.

Ticari işletme sermayesinden nakit üretilmekte. Şirket'in son 3 yılda işletme sermayesinden nakit ürettiği dikkat çekmektedir. Şirket ticari alacak, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıklar gibi kısa vadeli yatırımları finanse etmek için ticari borçlar ve avans hesabı olarak görülebilecek müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler ve ertelenmiş gelirleri kullanmaktadır. Dönem karı vergi yükümlülüğünden doğan borçlar ve diğer kısa vadeli borçlar da Şirket'in işletme sermayesini finanse etmekte kullandığı enstrümanlardır. 2018 yılında işletme sermayesi fazlasının net satışlara oranı %2 olarak kaydedilmesine rağmen 2019 ile değişen 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 Şirket'in az da olsa işletme sermayesinden geçmişte olduğu gibi nakit üreteceği varsayılmıştır.

İşletme Sermayesi (mTL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacaklar	11,5	10,9	21,0								
Kıs. Vad. Peş. Öd. Gid.	4,0	4,0	4,1								
Diğer Dönen Varlıklar	0,0	2,9	4,2								
Ticari Borçlar	20,0	42,2	45,1								
Müş.Söz. Doğ. Yük	5,5	6,2	6,5								
Ertelenmiş Gelirler	1,3	1,3	0,2								
Dön. Karı Vergi Yük.	-	-	6,6								
Diğer Kısa Vad. Yük	0,6	0,7	0,8								
Satışlar	521,9	301,2	317,1	398,9	529,8	781,9	1.083,4	1.526,8	1.731,9	1.947,2	2.180,9
İşletme Sermayesi	- 11,9	- 32,6	- 39,0	- 49,9	- 52,7	- 76,3	- 189,9	- 184,9	- 173,7	- 197,5	- 231,2
Değişim		(20,7)	2,8	(19,5)	(13,3)	(25,4)	(30,6)	(15,0)	(20,8)	(21,8)	(33,7)
İşletme Sermayesi/Satış	-2%	-11%	-9%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%

İNA Varsayımları

Filonun 8.645 araca ulaşması hedeflenmekte

2021 yılında 258,9 mn TL sıfır araç yatırımı planlanmakta

Şirketin kaldıracı belirlenirken mevcut bilançodaki özkaynak ve finansal borçları kullanılmıştır. 10 yıllık devlet tahvilinin 200 günlük ortalaması risksiz getiride dikkate alınırken en iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile %18,1 AOSM belirlenmiştir

Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının yıl ortasında üretileceği varsayılırken uç değer büyüme oranı nominal ekonomik büyüme oranının altında tutulmuş ve %5 olarak alınmıştır. Uç değer büyüme oranına karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı ise 5,5x ile muhafazakar bir seviyeye işaret etmekte

Halka arz nedeniyle 2021-2025 yıllarında kurumlar vergisinde %2 indirim yapılırken projeksiyon dönemindeki ortalama vergi oranı AOSM hesaplamasında da dikkate alınmıştır.

Nakdi EBITDA'dan operasyonel vergiler, işletme sermayesi yatırımı, sabit sermaye yatırımı ve sıfır araç alım yatırımı çıkarılarak kaldıraçsız nakit akışına ulaşılmıştır

Temel Varsayımlar

Kiralama gelirleri. 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 gerçekleşen enflasyonun 500-600 baz puan üzerinde artmasına rağmen cari veriler doğrultusunda 2021 yılında beklenen enflasyona yakın artması varsayılırken sonraki yıllarda enflasyonun hafif üzerinde artacağı öngörülmüştür. Kiralama segmentinin temel maliyet kalemi olan servis maliyetlerinin filo büyümesine paralel artacağı varsayılırken araç başı servis maliyetlerinin geçmiş yıllardaki trende göre gelecek yıllarda gerçekleşeceği modellenmiştir. Buna göre projeksiyon döneminde kiralama segmentinde brüt kar marjının hafif artması beklenirken bu durumda en temel değişken geçmişte de gerçekleştiği gibi araç başı kiralama gelirinin araç başı servis maliyetinden daha hızlı artmasıdır.

İkinci el araç satışları. 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 gerçekleşen 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 gerçekleşeceği modelde varsayıldığından araç fiyatları maliyet fiyatlarına eşitlenmiştir. 2018-2019 yıllarında %5-7 bandında olan ikinci el araç brüt kar marjı 2020 yılında %38,4'e yakınsamıştır. 2021 ilk çeyreğinde ise söz konusu brüt kar marjı %43,9 olarak gerçekleşmiştir. 2012-2021/03 yıllarında ikinci el segmentinde hiçbir dönem brüt kar marjı negatif olarak gerçekleşmezken bu dönemde ortalama brüt kar marjı %15,5 olarak kaydedilmiştir. Söz konusu dönemde kar marjı düşük günlük kiralama operasyonunun da yer aldığı dikkate alınmalıdır. Muhafazakar tarafta kalmak adına finans modelimizde 2021 ve 2022 yıllarında ikinci el brüt kar marjının normalizasyon sürecine girerek sırasıyla %29,6 ve %12,9 olarak gerçekleşeceği beklenirken, 2023 ve sonrasında söz konusu segmentte brüt kar marjının sıfır olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Sonuç olarak 2020 yılında %58,5 olan kiralama + ikinci el toplam brüt kar marjının ikinci el tarafındaki normalizasyonla 2023 sonunda %43,7'ye genileyeceği öngörülmektedir.

Faaliyet giderleri ve yatırımlar. 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 varsayılmıştır. 2025 sonuna kadar önemli bir kısmı sabit giderlerden oluşan faaliyet giderlerinin filo büyümesini desteklemesi açısından enflasyonun üzerinde artacağı varsayılırken sonraki yıllarda enflasyona paralel bir artış modellenmiştir. 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 sergileneceği öngörülmüştür. Araç yatırımları dışında Şirket'in son 3 yıldaki ortalama sabit sermaye yatırımı kadar sabit kıymet yatırımı gerçekleştireceği ve bu tutarın yıllara sari enflasyona paralel yükseleceği öngörülmüştür. Buna göre 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla toplamda 262,6 mn TL, 548,5 mn TL ve 900,2 mn TL yatırım yapılması hedeflenmektedir. Sabit kıymet yatırımının ortalamada 10 yılda amorti edileceği varsayımıyla projeksiyon dönemindeki amortisman tahminleri gerçekleştirilmiştir

Nakdi EBITDA. Nakit akış modellemesinde fiili nakit akışını tahmin etmek için EBITDA rakamına her bir yıl için aynı dönemde satılan ikinci el araçların defter değeri eklenmiş ve nakdi EBITDA'ya ulaşılmıştır. Şirket sıfır araçları satın almakta, söz konusu araçları ortalamada 3 yıllığına müşterilere kiralamakta ve 3 yıl sonra satarak satışların maliyetinde muhasebeleştirilmektedir. Her ne kadar ortalamada kontrat vadesi 3 yıl olsa da bazı kontratlar 3 yıldan daha kısa vadeli. Ayrıca kurda meydana gelen ani yükselişler araç alım satımında kar fırsatı doğurduğu için vadesi kısa olup dolan kontratlar nedeniyle satılan araçlar da bulunabilmektedir. Yani 3 yıl önce satın alınan araç sayısı 3 yıl sonra satılan araç sayısına eşit olmayabilir.

ESCAR

Finansal Model

Nakit Akışı Modeli	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış Hacmi									
Kiralama Gelirleri									
Kıradaki Araç Sayısı (Adet Ort.)	3.513	3.600	4.410	5.760	7.020	8.645	8.645	8.645	8.645
<i>Değişim</i>		2,5%	22,5%	30,6%	21,9%	23,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Araç Başına Ort. Kira Geliri (Bin TL)	48,1	56,2	65,8	76,3	87,8	100,1	113,1	126,6	141,8
<i>Değişim</i>		17%	17%	16%	15%	14%	13%	12%	12%
Kiralama Geliri (mTL)	168,8	202,4	290,1	439,6	616,1	865,0	977,4	1.094,7	1.226,1
<i>Değişim</i>		19,9%	43,3%	51,5%	40,2%	40,4%	13,0%	12,0%	12,0%
İkinci El Araç Satış Gelirleri									
Satılan Araç Sayısı (Adet Ort.)	1.122	1.080	1.323	1.728	2.106	2.594	2.594	2.594	2.594
<i>Değişim</i>		-3,7%	22,5%	30,6%	21,9%	23,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Satılan Araç Başına Gelir (bin TL)	132,2	181,9	181,2	198,1	221,9	255,2	290,9	328,7	368,1
<i>Değişim</i>		37,7%	-0,4%	9,4%	12,0%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%
İkinci El Araç Satış Gelirleri (mTL)	148,3	196,5	239,7	342,3	467,3	661,8	754,4	852,5	954,8
<i>Değişim</i>		32,5%	22,0%	42,8%	36,5%	41,6%	14,0%	13,0%	12,0%
Net Satışlar (mTL)	317,1	398,9	529,8	781,9	1.083,4	1.526,8	1.731,9	1.947,2	2.180,9
<i>Değişim</i>		25,8%	32,8%	47,6%	38,6%	40,9%	13,4%	12,4%	12,0%
Maliyetler (mTL)	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Servis Maliyetleri	40,1	47,2	65,9	98,1	135,2	186,4	206,9	227,6	250,4
<i>Büyüme</i>		17,8%	39,7%	48,9%	37,7%	37,9%	11,0%	10,0%	10,0%
Satılan Araç Net Defter Değeri	91,4	138,3	208,8	342,3	467,3	661,8	754,4	852,5	954,8
<i>Büyüme</i>		51,3%	51,0%	64,0%	36,5%	41,6%	14,0%	13,0%	12,0%
Faaliyet Gid. (Amortisman Hariç)	10,8	15,5	18,0	21,1	24,6	28,7	31,8	35,0	38,5
<i>Büyüme</i>		46,1%	16,1%	16,9%	16,8%	16,6%	11,0%	10,0%	10,0%
Amortisman	2,4	2,8	3,2	3,7	4,2	4,9	5,5	6,3	6,3
Toplam Giderler	144,5	203,8	295,9	465,3	631,3	881,8	998,7	1.121,5	1.250,0
<i>Değişim</i>		41,0%	45,2%	57,2%	35,7%	39,7%	13,3%	12,3%	11,5%
Yatırımlar	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satın Alınan Araç Sayısı	1.077	1.167	2.133	3.078	3.366	4.219	2.594	2.594	2.594
<i>Büyüme</i>		8,4%	82,8%	44,3%	9,4%	25,3%	-38,5%	0,0%	0,0%
Ort. Araç Bedeli (Bin TL)	198	222	255	291	329	368	409	450	494
<i>Büyüme</i>		12,0%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	10,0%
Araç Yatırım Bedeli (mTL)	213	259	544	895	1.106	1.553	1.060	1.166	1.282
Sabit Kıymet Yatırımı	6,6	3,7	4,3	4,9	5,5	6,2	6,8	7,5	8,3
<i>Değişim</i>		-43,6%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	10,0%
Toplam Yatırımlar (mTL)	220,0	262,7	548,5	900,2	1.111,9	1.559,2	1.066,7	1.173,3	1.290,7
Satış Payı	69,4%	65,8%	103,5%	115,1%	102,6%	102,1%	61,6%	60,3%	59,2%
Makro Tahminler	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
TL Enflasyon	14,6%	17,0%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	10,0%
USD Enflasyon	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Euro Enflasyon	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
GSYH %	1,8%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Kaynak: Bloomberg & Şirket Tahminleri

ESCAR

Net Borç

303,8 mn TL Net Borç ile 1,7x Net Borç/EBITDA

Finansal borçlar yıllara sari TL'ye döndürüldü

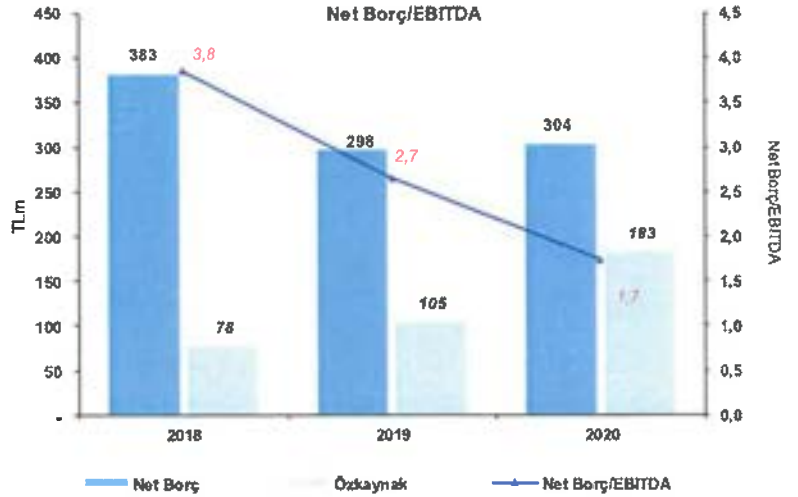
Borçluluk. Şirket ihtiyat akçesi olarak her dönem yüksek nakit tutmayı bir politika olarak belirlemiştir. 2018 yılında 53,5 mn TL olan nakit ve benzerlerinin yıllara sari olarak 2020 yılında 81,9 mn TL olduğu görülmektedir. Şirket'in nakit pozisyonu artarken yıllara sari finansal borçlarının azaldığı dikkat çekmektedir. Bu durum 2018 yılında 382,8 mn TL olan net borç rakamının 2020 yılında 303,8 mn TL'ye gerilemesindeki en büyük etkidir. Mevcut net borç rakamının derecesini ölçmek adına Net Borç/EBITDA ve Faiz Karşılama rasyoları kullanılmaktadır. Net Borç/EBITDA için 4x seviyesinin üzeri riskli alan olarak tanımlanırken faiz karşılama oranında 3x seviyesi ve üzeri ideal sınır olarak görülmektedir. Şirket'in borçluluk seviyesi kritik seviyenin altında seyrederken faiz karşılama oranı her ne kadar önceki yıllara göre iyileşme gösterse de henüz ideal seviyeye ulaşamamıştır. Bu durum borçlanma maliyetinin yüksekliğine işaret etmektedir.

Döviz fazlası oluştu. 2018 Ekim ayında çıkan yasa ile tüm yeni kiralama sözleşmeleri TL cinsinden yapıldığı için Şirket de borçlanmalarını TL cinsinden yapmış ve döviz kredilerini yıllara sari kapatmıştır. Her ne kadar söz konusu uygulama sektörü negatif etkileyen bir dinamik olarak algılanmış ise de Şirket'in kur riskini önemli oranda ortadan kaldırmış ve döviz açık pozisyonunu döviz fazlasına çevirmiştir. Söz konusu dönemdeki kur artışlarını dikkate aldığımızda bu uygulama önemli bir kur farkı giderinden Şirket'i korumuştur. 2018 döneminde iflas eden filo kiralama şirketlerinin temel özellikleri yüksek döviz açık pozisyon risklerine karşılık yaşanan bir kur şokunda filolarındaki araçları satamayıp dövizli kredilerini ödeyememeleri olarak tanımlanmaktadır.

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TLm	2018	2019	2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	53,5	77,6	81,9
Kısa Vadeli Borçlanmalar	97,7	143,5	59,2
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kis.	133,5	79,8	130,1
Uzun Vadeli Finansal Borç	205,1	152,6	196,3
Net Borç	382,8	298,3	303,8
Özkaynak	78,1	104,5	182,8
Net Borç/Özkaynak	490,0%	285,4%	166,2%
Net Borç/EBITDA	3,8	2,7	1,7
EBITDA	99,6	112,4	175,0

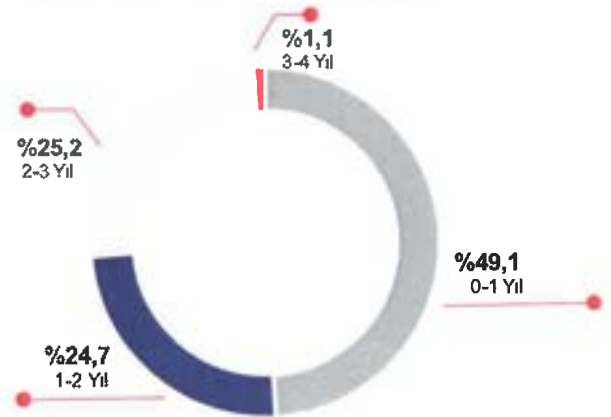
Kaynak: İlahtimsiz İnenim Raporu



Kur bazlı Borç Dağılımı (2020/12)



Finansal Borçların Vade Kırılımı (2020)



ESCAR

Piyasa Çarpanları Uluslararası Çarpanlar

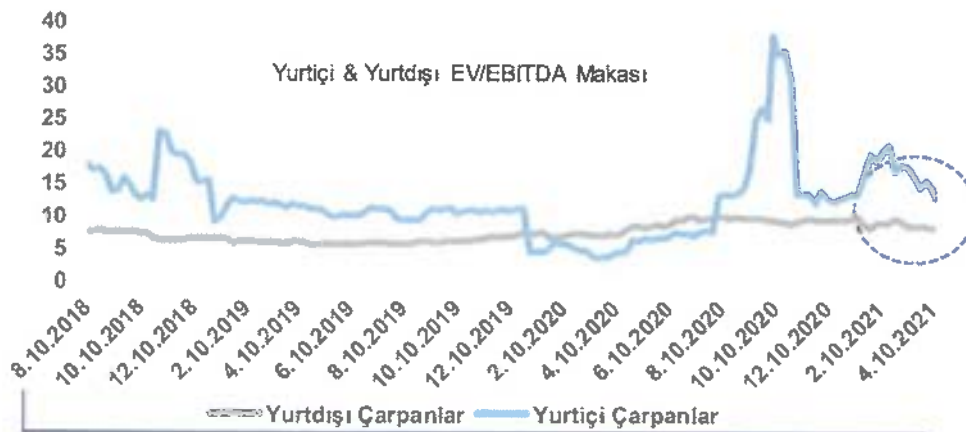
**Yurtdışı benzer şirket çarpanları
1.004 mn TL piyasa değerine işaret
etmekte**

12 uluslararası firma örneğinde kullanılmıştır. Yurtiçinde Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren halka açık firma sayısının az olması nedeni ile değerlemede Şirket'in bulunduğu sektörün dinamiklerini daha iyi yansıtabilmesi adına Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 15.06.2021 tarihidir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 15x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanları değerlemede dikkate alınmış ve %50'şer ağırlık verilmiştir.

Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örnekleme Şirketleri

Şirket	Ülke	Açıklama
Motus Holdings Ltd.	Güney Afrika	Motus Ltd, araç kiralama sektörü ile araç finansmanı sektöründe faaliyet göstermektedir.
Europcar Mobility Group	Fransa	Europcar Mobility Group, yolcu mobilite araçları kiralama hizmetleri sunmaktadır. Şirket, hafif ticari araç kiralama ve paylaşımı, araç çağırma ve diğer mobilite çözümlerini sunmaktadır.
Sixt SE	Almanya	Sixt SE, uluslararası bir mobilite hizmeti sağlayıcısıdır. Şirket, araç kiralama, araç paylaşımı ve abonelik, şoför tedariki ve diğer hizmetler alanlarında mobilite hizmeti sunmaktadır.
Companhia De Locacao Das Ame	Brezilya	Companhia De Locacao Das Ame bir araba kiralama şirkettir. Şirket, işletmeler için özelleştirilmiş araç kiralama filolarının yanı sıra ekonomik arabalar, yöneticiler için özel tasarlanmış araçlar ve ticari araçlar dahil olmak üzere eksiksiz bir araç yelpazesinde uzmanlaşmıştır.
Car Inc	Çin	Car Inc, araba kiralama işi ve ikinci el araba satışı yapmaktadır. Şirket, kısa ve uzun vadeli araç kiralama ve finansal kiralama hizmetleri sunmaktadır. Araba ayrıca kaza kapsama paketi, yol yardımı hizmetleri de vermektedir.
Redde Northgate Plc	İngiltere	Redde Northgate Plc ticari araç kiralama hizmetleri sunmaktadır. Şirket, işletmelere esnek ve vadeli bir temelde hafif ticari araçların yanı sıra kaza yönetimi, olay yönetimi ve yasal hizmetler de sunmaktadır.
Synergistic Auto Performance	Tayland	Synergistic Auto Performance, bir araç kiralama şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, kurumsal firmalara, ailelere araç kiralama hizmeti sunmanın yanı sıra otomobillerin onarım ve bakımı hizmetini vermektedir. Şirket Tayland'da faaliyet göstermektedir.
Krungthai Car Rent & Lease	Tayland	Şirket araç kiralama hizmeti sunmaktadır.
Autoriders International Ltd	Hindistan	Şirket, araç kiralama hizmeti vermektedir. Şirket, kiralık araç, şoför ve havaalanı transfer hizmetleri sunmaktadır. Şirket Hindistan'daki müşterilere hizmet vermektedir.
Beijing Changju	Çin	Şirket araç kiralama hizmeti sunmaktadır.
Carmax Inc	Amerika	Şirket araç ve tir kiralama hizmeti vermektedir. Ek olarak kullanılan otomobil ve tir alım satım faaliyetinde de bulunmaktadır.
United International Transpo	Suudi Arabistan	Şirket araç kiralama hizmeti sunmaktadır.

Grafik: 5 Yurtiçindeki benzer şirketler yurtdışındakilere göre ortalamada daha yüksek EV/EBITDA çarpanı ile işlem görüyor...



Kaynak: Bloomberg, Fintel

Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları				15 Haziran	Son 12 Ay				Net Satış Artışı		EBITDA Artışı	EBITDA Marjı	Son 12 Ay	Carl
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 21T	2018/03-2021/03 YBBO (%)	2018/03-2021/03 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Asya-Pasifik Gelişmekte Olan	Car Inc	689 HK	Çin	1.091	N.A	N.A	N.A	1,8	N.A	-5,7%	-6,0%	N.A	N.A	0,8
	Synergetic Auto Performance	ASAP TB	Tayland	61	6,5	3,4	N.A	1,5	N.A	0,0%	0,0%	52,4%	5,3	7,6
	Krungthai Car Rent & Lease	KCAR TB	Tayland	68	3,8	2,1	10,1	1,0	3,5	1,7%	1,3%	55,3%	1,9	1,0
	Autoriders International Ltd	ASHA IN	Hindistan	0	1,3	0,2	0,5	0,1	N.A	1,8%	5,4%	N.A	1,1	0,7
	Beijing Changjia Logistics	603569 CH	Çin	681	N.A	1,2	22,6	1,8	N.A	3,1%	0,0%	N.A	N.A	0,4
	Ortalama			380	6,5	1,7	10,1	1,2	A.D	0,2%	0,1%	53,9%	2,8	2,1
	Medyan			68	6,5	1,7	10,1	1,5	A.D	1,7%	0,0%	53,9%	1,9	0,8
	Minimum			0	1,3	0,2	0,5	0,1	3,5	-5,7%	-6,0%	52,4%	1,1	0,4
	Maksimum			1.091	6,5	3,4	22,6	1,8	3,5	3,1%	5,4%	55,3%	5,3	7,6
	Bölge	Europcar Mobility Group	EUCAR FP	Fransa	2.591	60,3	2,5	N.A	1,3	35,0	-3,2%	0,0%	-4,7%	(36,2)
Sixt SE		SIX2 GR	Almanya	5.853	18,1	4,9	N.A	4,0	9,6	-9,3%	-10,9%	27,2%	4,0	1,1
Redde Northgate Plc		REDD LN	İngiltere	1.329	3,3	1,0	515,8	1,1	4,2	12,2%	2,4%	N.A	1,9	0,8
Camax Inc		KMX US	Amerika	18.539	16,3	1,1	26,2	4,2	12,5	6,9%	4,2%	6,9%	11,9	3,6
Ortalama				6.960	9,7	2,7	A.D	2,7	8,8	0,1%	-1,2%	17,2%	(2,3)	(7,5)
Medyan				5.853	9,7	2,5	A.D	2,7	9,6	-3,2%	0,0%	17,0%	4,0	1,1
Minimum				1.329	3,3	1,0	26,2	1,1	4,2	-9,3%	-10,9%	-4,7%	(36,2)	(44,5)
Maksimum			18.539	60,3	4,9	515,8	4,2	35,0	12,2%	4,2%	39,4%	11,9	3,6	
Bölge	Companhia De Locacao Das Ar	LCAM3 BZ	Brezilya	2.808	10,8	2,8	27,1	3,2	9,3	56,9%	54,2%	26,2%	2,7	102%
	United International Transpo	BUDGET AB	Suudi Arab	816	4,8	3,1	15,4	2,3	4,2	1,9%	-4,3%	63,9%	(0,4)	-16%
	Motus Holdings Ltd	MTH SJ	Güney Afri	1.317	3,4	0,2	31,4	1,4	4,1	0,0%	0,0%	N.A	0,9	25%
	Ortalama			3.007	11,0	2,0	A.D	2,3	5,9	19,6%	16,6%	45,1%	1,1	37%
	Medyan			1.317	11,0	2,8	A.D	2,3	4,2	1,9%	0,0%	45,1%	0,9	25%
Minimum			421	3,4	0,2	15,4	1,4	4,1	0,0%	-4,3%	26,2%	(0,4)	-16%	
Maksimum			8.673	11,1	5,1	37,4	7,5	16,7	56,9%	54,2%	63,9%	2,7	102%	
Global	Ortalama			2.930	8,7	2,0	10,1	2,0	6,8	5,5%	3,9%	32,5%	-0,7	156%
	Medyan			1.204	8,7	2,1	10,1	1,6	4,2	1,8%	0,0%	27,2%	1,9	92%
	Minimum			0	1,3	0,2	0,5	0,1	3,5	-9,3%	-10,9%	-4,7%	-36,2	-16%
	Maksimum			18.539	60,3	4,9	515,8	4,2	35,0	56,9%	54,2%	63,9%	11,9	764%
	ESCAR			1.984	8,7	4,1	10,1	5,5	N.A	-22,1%	32,6%	55,2%	1,7	1,7
	ESCAR			1.984	8,7	4,1	10,1	5,5	N.A	-22,1%	32,6%	55,2%	1,7	1,7

Kaynak: Bloomberg, RasyoneL

ESCAR

Piyasa Çarpanları

BİST Hizmet Endeksi & Yurtiçi Benzerler & Yıldız Pazar

Yurtiçi Benzerler, Yıldız Pazar Endeksi ve BİST Hizmet Endeksi çarpanlarından sırasıyla 975 mn TL, 961 mn TL ve 997 mn TL piyasa değerlerine ulaşılmıştır

EV/EBITDA ve F/K'dan değer tespiti, Escar'ın faaliyet alanının araç kiralama olması ve BİST'te doğrudan araç kiralama sektörüne yönelik bir endeks olmaması nedeni ile BİST'te işlem gören şirketlerin faaliyet alanları incelenerek Escar ile benzer olan şirketler tespit edilmiş ve "Yurtiçi Benzerler" başlığı ile değerleme kullanılmıştır. Yapılan inceleme sonucunda Doğu Otomotiv, Beyaz Filo ve Tureks'in Escar'ın ana faaliyetine en yakın alanda faaliyet gösteren şirketler olduğu sonucuna varılmıştır. Şirket halka arz büyüklüğü, finansal verilerin öçeği ve piyasa değeri açısından yıldız pazar şirketlerine benzemektedir. Ayrıca 15 Haziran itibari ile ana pazarda yer alan şirketlerin ortalama çarpanları yıldız pazarda yer alan şirketlerin çarpanlarından daha yüksektir. Dolayısıyla her ne kadar halka arz sonrası şirket ana pazarda işlem görecektir olsa da hem nitelik itibari ile yıldız Pazar şirketlerine benzemesi hem de muhafazakar tarafta kalmak adına değerleme yıldız pazar şirketlerinin çarpanları dikkate alınmıştır. Şirket faaliyet alanı itibari ile hizmet sektöründe yer alacak olması nedeniyle BİST Hizmet şirketlerinin çarpanları da değerleme göz önünde bulundurulmuştur. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 15x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Değerleme sadece EV/EBITDA ve F/K çarpanları ağırlıklandırılarak gerçekleştirilmiş ve söz konusu çarpanlara %50'şer ağırlık verilmiştir.

Yurtiçi Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları							Net Satış Arzı	EBITDA Arzı	2020	2020	2020
Şirket	BİST Kodu	PD (Milyon TL)	EV/ EBITDA20	EV/ Satışlar20	F/K20	PD/DD20	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Doğu Otomotiv	DOAS	5.368	3,9	0,3	4,1	2,6	49,7%	88,2%	8,8%	1,1	99%
Beyaz Filo	BEYAZ	983	20,5	0,7	27,4	6,3	A.D	A.D	3,2%	-1,4	-39%
Tureks Turizm	TUREX	1.103	11,9	2,5	18,3	5,1	12,0%	34,1%	21,1%	0,7	34%
Ortalama		2.485	7,9	1,2	11,2	3,8	30,8%	61,2%	11,0%	0,2	31%
Medyan		1.103	7,9	0,7	11,2	3,8	30,8%	61,2%	8,8%	0,7	34%
Minimum		983	3,9	0,3	4,1	2,6	12,0%	34,1%	3,2%	(1,4)	-39%
Maksimum		5.368	20,5	2,5	27,4	6,3	49,7%	88,2%	21,1%	1,1	99%
Escar		975	7,9	4,0	11,2	5,3	-22,1%	32,6%	55,2%	1,7	1,7

Yıldız Pazar Şirketleri Piyasa Çarpanları							Net Satış Arzı	EBITDA Arzı	EBITDA Marjı	2020	2020
Şirket		PD (Milyon TL)	EV/ EBITDA20	EV/ Satışlar20	F/K20	PD/DD20	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO(%)	2020	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Ortalama		7.961	8,9	1,7	9,5	2,3	24,2%	35,8%	21,1%	1,8	1,5
Medyan		3.357	8,5	1,4	9,4	2,1	20,6%	29,1%	19,4%	0,8	0,3
Minimum		508	(1,9)	(1,0)	(324,7)	(15,1)	-32,6%	-66,5%	2,7%	(58,6)	(18,8)
Maksimum		66.255	362,0	15,1	10.522,1	177,1	330,3%	463,3%	78,0%	96,6	105,5
Escar		961	8,5	4,0	9,4	5,3	-22,1%	32,6%	55,2%	1,7	1,7

BİST Hizmet Sektörü Piyasa Çarpanları							Net Satış Arzı	EBITDA Arzı	EBITDA Marjı	2020	2020
Şirket		PD (Milyon TL)	EV/ EBITDA20	EV/ Satışlar20	F/K20	PD/DD20	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO(%)	2020	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Ortalama		5.005	8,9	1,9	10,2	2,1	6,2%	21,8%	-0,8%	2,2	3,0
Medyan		1.103	8,6	1,6	10,0	1,9	5,8%	12,7%	21,0%	1,4	0,6
Minimum		138	(334,2)	0,1	(1.494,8)	(8,5)	-84,7%	-66,5%	-1133,4%	(124,3)	(11,2)
Maksimum		48.384	989,3	3.787,6	609,5	176,5	335,0%	372,8%	78,0%	96,6	105,5
Escar		997	8,6	4,1	10,0	5,5	-22,1%	32,6%	55,2%	1,7	1,7

*Yıldız Pazar şirketlerinin çarpanları hesaplanırken bankalar, aracı kurumlar, leasing, faktöring ve sigorta şirketleri gibi finansal sektörde yer alan hisseler ile spor hisseleri, GYO, GSYO ve holdingler elemine edildi. Yıldız Pazar şirketlerinin çarpanları hesaplanırken EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 15x üzeri ve 5x altında olanlar, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarından 5x'den büyük olanlar ortalama ve medyan hesabında göz önünde bulundurulmamıştır.

ESCAR

Çarpan Değerlemesi

Çarpan analizi ve ekonometrik model ile değer tespit edilmiştir

EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır. Tüm bölümlerde Şirket'in 2020 sonu yıllık EBITDA ve net kar verilerine göre çarpan değerlendirilmiştir ve her 2 yaklaşıma da %50'şer ağırlık verilmiştir. Info Ekonometrik model ürettiği 9,9x hedef EV/EBITDA çarpanı ile değer tespiti yapılırken söz konusu değerlendirme nihai değerde dikkate alınmamıştır.

Mn TL	Değer
Escar EBITDA 2020	175,0
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	7,87
Yurtiçi Benzer Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.378
Escar Net Borç 2020/12	304
Yurtiçi Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.075
Mn TL	Değer
Escar Net Kar 2020	78,3
Yurtiçi Seçilmiş Şirketler Medyan F/K (x)	11,18
Yurtiçi Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	876
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	975

Mn TL	Değer
Escar EBITDA 2020	175,0
BIST Hizmet Sektörü Medyan EV/EBITDA (x)	8,65
BIST Hizmet Sektörü EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.513
Escar Net Borç 2020/12	304
BIST Hizmet Sektörü EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.210
Mn TL	Değer
Escar Net Kar 2020	78,3
BIST Hizmet Sektörü Medyan F/K (x)	10,02
BIST Hizmet Sektörü F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	785
BIST Hizmet Sektöründen Gelen Nihai Piyasa Değeri	997

Mn TL	Değer
Escar EBITDA 2020	175,0
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	8,67
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.517
Escar Net Borç 2020/12	304
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.213
Mn TL	Değer
Escar Net Kar 2020	78,3
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	10,14
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	794
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.004

ESCAR

Mn TL	Değer
Escar EBITDA 2020	175,0
Seçilmiş BIST Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	8,63
Seçilmiş BIST Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.511
Escar Net Borç 2020/12	304
Seçilmiş BIST Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.207
MnTL	Değer
Escar Net Kar 2020	78,3
Seçilmiş BIST Şirketleri Medyan F/K (x)	9,08
Seçilmiş BIST Şirketleri F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	711
Seçilmiş BIST Şirketler Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	959

Mn TL	Değer
Escar EBITDA 2020	175,0
Yıldız Pazar Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	8,53
Yıldız Pazar Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.493
Escar Net Borç 2020/12	304
Yıldız Pazar Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.190
MnTL	Değer
Escar Net Kar 2020	78,3
Yıldız Pazar Şirketleri Medyan F/K (x)	9,36
Yıldız Pazar Şirketleri F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	733
Yıldız Pazar Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	961

Mn TL	Değer
Escar EBITDA 2020	175,0
Ekonometrik Model Hedef EV/EBITDA (x)	9,9
Ekonometrik Model Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.729
Escar Net Borç 2020/12	304
Ekonometrik Model Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.425
Ekonometrik Model Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	1.425

Nihai Değer

682 mn TL iskonto sonrası halka arz piyasa değeri

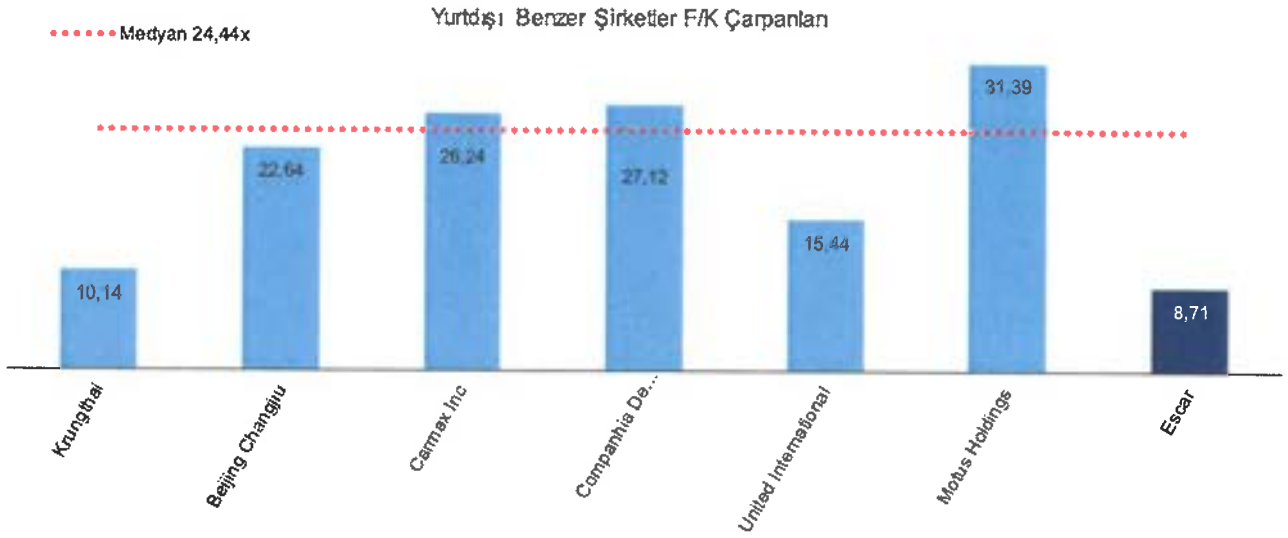
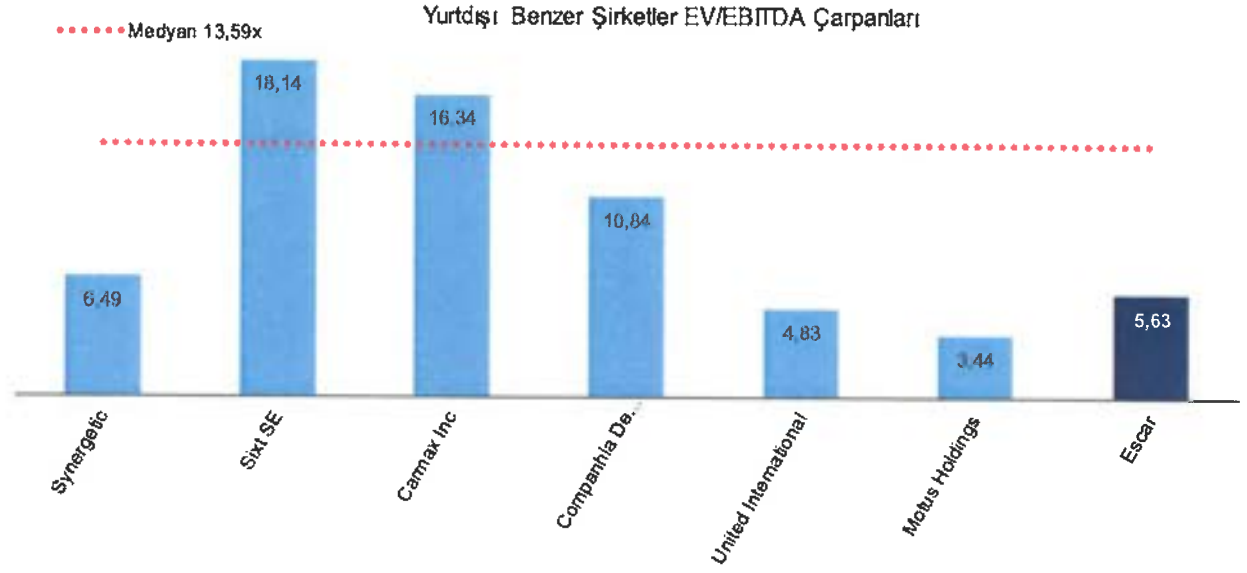
EV/EBITDA ya da diğer çarpanların hangi değişkenlerden ne kadar etkilendiğine yönelik literatürde önemli sayıda çalışma mevcuttur

5,63x 2020 EV/EBITDA. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %23,4 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Halka arz iskonto öncesi 891 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken iskonto sonrası 682 mn TL değere ulaşılmıştır. Halka arz piyasa değeri 2020 gerçekleşen EBITDA'ya göre 5,63x EV/EBITDA çarpanına işaret etmektedir. İNA modeli ile değerlendirme gerçekleştirilirken yurtiçinde tam benzer şirket sayısının az olması nedeniyle yurtdışı şirketlere çarpan metodolojisinde en yüksek ağırlık verilmiştir. Diğer piyasa çarpanlarına ise eşit ağırlık verilmiştir. İNA ve çarpanlardan elde edilen değere %50-50 ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir.

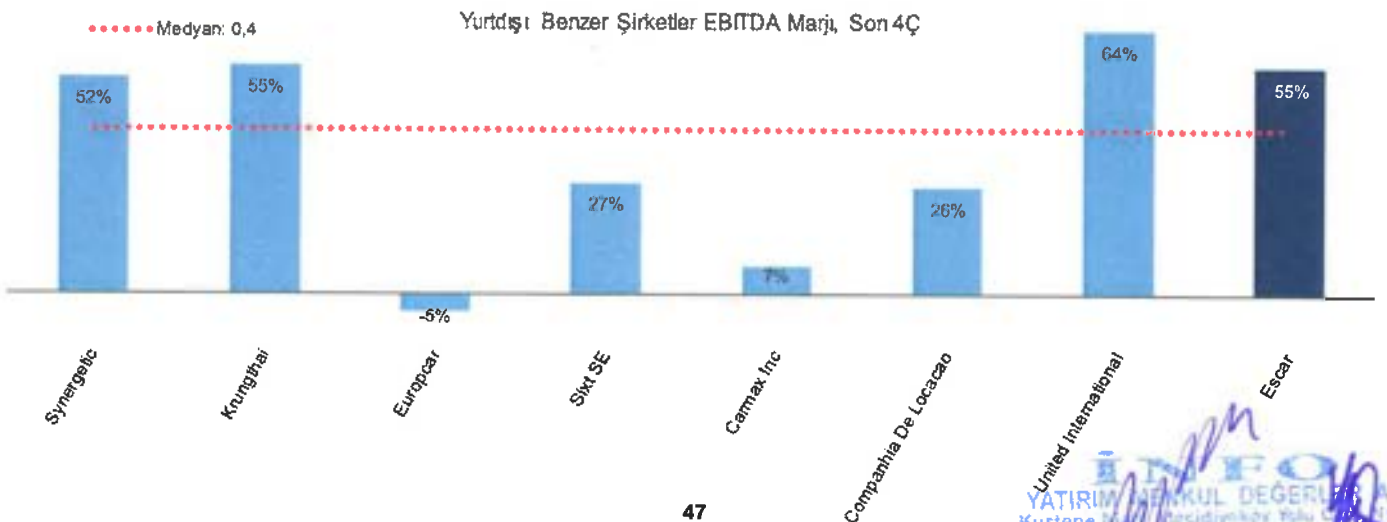
İno Ekonometrik model 9,9x EV/EBITDA çarpanına işaret ediyor. Çarpan değerlemesinde geleneksel metotlara ek olarak 200 BİST şirketinin 3.924 finansal verisi kullanılarak oluşturduğumuz ekonometrik model ile de değer tespiti yapılmış olmakla birlikte nihai değer hesaplamasında söz konusu yaklaşıma ağırlık verilmemiştir. Ekonometrik modelde EV/EBITDA'yı etkilediği düşünülen şirket büyüklüğü, yatırım harcamaları, kaldıraç oranı ve bir finansal güçlülük ölçüsü olan Z skor gibi bazı finansal değişkenler arasında regresyon yapılarak EV/EBITDA çarpanının hangi değişken tarafından ne kadar etkilendiği tespit edilmiştir. Tespit edilen regresyon denkleminde incelemeye konu şirketin finansalları konularak Escar için hedef EV/EBITDA çarpanı belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	796	50,00%	17,5
Yurtiçi Benzerler	975	7,50%	21,4
Yurtdışı Benzerler	1.004	20,00%	22,1
Seçilmiş BİST Şirketleri	959	7,50%	21,1
BİST Hizmet Endeksi	997	7,50%	21,9
Yıldız Pazar	961	7,50%	21,1
Ekonometrik Model	1.425	0,00%	31,3
Hedef Değer (TL)	891		19,6
Halka Arz İskontosu	-23,4%		
Adil Değer (TL)	682		15,00
Değer Çarpanları			
			2020
EV/EBITDA			5,63
F/K			8,71
EV/Net Satış			3,11
PD/DD			3,73

$$EV/EBITDA = -3,63 + 0,67 \cdot \text{Log}(\text{Aktifler}) + 0,49 \cdot \text{Z Skor} + 8,32 \cdot \text{Kaldıraç Oranı} - 0,01 \cdot (\text{İşletme Sermayesi/Satış}) + 0,08 \cdot \text{Yatırım/Amortisman} - 0,11 \cdot \text{Vergil Oranı} + 0,43 \cdot \text{ROE}$$



* F/K ve EV/EBITDA için değerlendirme çarpanları belirlenirken 15x üstü ve 5x altı çarpanlar elenmiştir. Bununla birlikte grafikte gösterim yapılırken ifade edilen koşullardaki verilerin elenmesi durumunda gösterim için yeterli sayıda şirket kalmamasından dolayı 15x üstü ve 5x altı şirketlerde grafikte gösterilmeye çalışılmıştır. Bununla beraber değerlemeye kullanılacak çarpanlarda ifade edilen çarpanlar kriter gereği değerlemeye alınmamıştır.



ESCAR

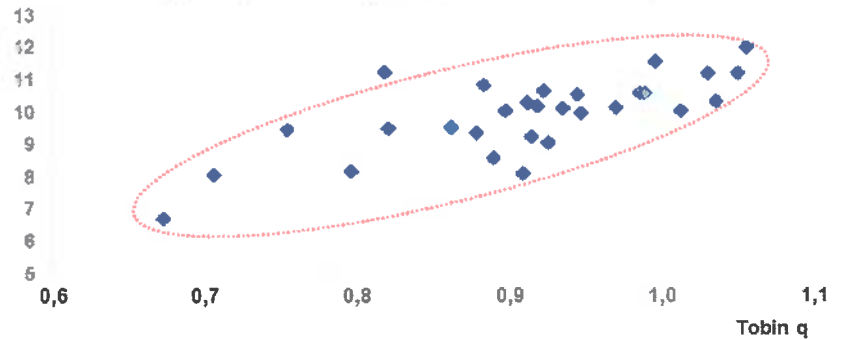
Çarpanların Dinamiği

Barnes denklemine göre Escar yıldız pazar şirketlerinden (-) 0,3x, seçilmiş BİST şirketlerinden (-) 0,3x, BİST hizmet sektörü şirketlerinden (-) 0,2x kadar daha düşük EV/EBITDA çarpanı ile işlem görmelidir.

Barnes denklemi. Çarpan metodunda Escar'a benzer kıyaslanabilir şirketlerin çarpanları oldukça önem kazanmaktadır. Uluslararası benzer şirketler Escar ile benzer faaliyet alanında yer alsada her şirketin kendine has dinamikleri bulunmaktadır. Bu yüzden Şirket'in kendi dinamikleri ile piyasada Şirket için oluşabilecek hedef çarpanın belirlenmesine yönelik bir çalışma yapılması önem kazanmaktadır. 2001 yılında Ronnie Barnes tarafından yapılmış çalışmanın temel varsayımlarının Türk piyasası için de geçerli olacağı varsayılmıştır. Ronnie Barnes "Karlılık Oynaklığı ve Piyasa Değeri" adlı makalesinde şirketlerin piyasada fiyatlanan Tobin q seviyelerinin bazı değişkenlerle ilişkili olduğunu tespit etmiştir. James Tobin tarafından geliştirilen Tobin q, şirketlerin stratejik varlıklarının fiyatlanması, aktiflerin verimliliğinin ölçülmesi, yatırım fırsatları ve borçlanma kapasitelerinin tespitinde kullanılan finans dünyasında oldukça yaygın bir rasyodur.

7 parametre belirlenmeli. Karlılık Oynaklığı değişkeni şirketlerin son 8 çeyrekteki yıllıklandırılmış EBITDA'larının ortalama değerlerine düşen standart sapma olarak hesaplanmıştır (Coefficient of Variation). Nakit Akışı Oynaklığı değişkeni, EBITDA-İşletme Sermayesi Değişimi olarak tanımlanmış ve oynaklığı ilk değişkendeki metodolojiye göre hesaplanmıştır. Aktiflerin, yüksek rakamlardan oluşması nedeniyle 2020 sonu verilerinin doğal logaritması alınmış ve tüm şirketlerin "Büyük Etkisi" denkleme dahil edilmiştir. Kaldıraç değişkeni, şirketlerin 2020 sonu itibarıyla net finansal borçlarının Firma Değerlerine oranlanması ile bulunmuştur. Karlılık değişkeni, şirketlerin yılsonu verilerine göre EBITDA'larının aktiflerine oranlanması ile tespit edilmiştir. Yatırım değişkeni, şirketlerin yıl içerisindeki toplam yatırımlarının aktiflerine oranlanması ile belirlenmiştir. Satış Büyümesi değişkeni ise şirketlerin son 2 yıldaki kümülatif net satış büyümesi olarak hesaplanmış ve doğal logaritması alınmıştır. Ortaya çıkan sonuçlar piyasada karşılaştığımız verilerle oldukça uyumludur. Tobin q rasyosu, EV/EBITDA rasyosu ile ilişkilidir. Seçilmiş şirketlerin tarihi q rasyoları ile EV/EBITDA rasyolarının korelasyonuna baktığımızda yaklaşık 0,73x gibi bir rakama ulaşılmıştır. İstatistik olarak 0,5x'in üzerindeki korelasyon oldukça anlamlı kabul edilmektedir. Tespit edilen yüksek korelasyon nedeniyle denkleme q rasyosunu etkileyen tüm parametrelerin EV/EBITDA rasyosunu da benzer oranda etkileyeceği varsayılmıştır. Buna göre denklem Şirket'in içinde bulunduğu ömrele verileri ile çalıştırılmış ve aynı çalışma Escar için de yapılmıştır.

EV/EBITDA & Tobin Q Korelasyonu (0,73x)



$$q_{it} = 1,45 - 0,5\text{Karlılık Oynaklığı}_{it} - 0,21\text{Nakit Akışı Oynaklığı}_{it} + 0,06 \ln(\text{Aktif}_{it}) - 1,39\text{Kaldıraç}_{it} + 0,20\text{Karlılık}_{it} + 1,37\text{Yatırım}_{it} + 0,22 \ln(\text{Satış Büyümesi}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Kaynak: Earning Volatility and Market Valuation: An Empirical Investigation, Ronnie Barnes

ESCAR

Çarpanların Dinamiği

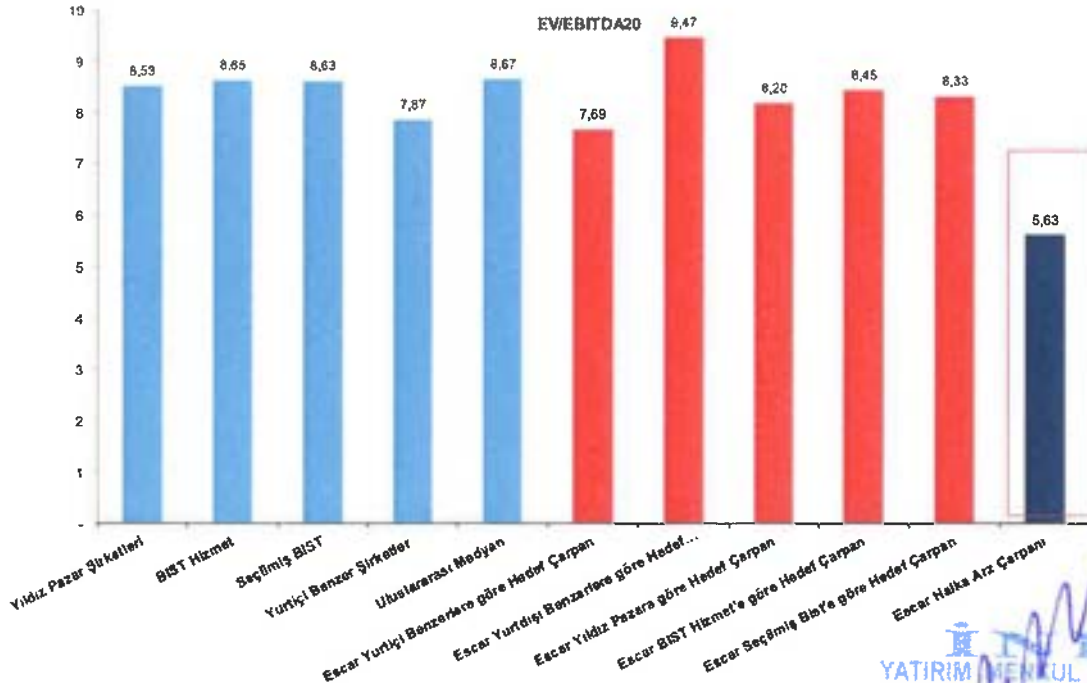
Barnes denklemine göre Escar yurtiçi benzerlerinden (-) 0,2x daha düşük, yurtdışı benzerlerinden ise 0,8x daha yüksek EV/EBITDA çarpanı ile işlem görmelidir

Hedef EV/EBITDA'nın belirlenmesi. Escar'ın 2018-2020 arasındaki yıllara ait mali tablolarında yer alan EBITDA, işletme sermayesi ihtiyacı ve aktif tutarları kullanılarak Karlılık Oynaklığı ve Nakit Akışı Oynaklığı verileri hesaplanmıştır. Şirket'in 2020 yılı sonu itibarı ile EBITDA ve aktif rakamları kullanılarak karlılık oranları hesaplanmış, 2020 sonu itibarı ile 2020 bilançolarındaki kalemlerden tespit edilen net borç, 2020 aktif tutarlarına bölünerek kaldıraç oranları belirlenmiştir. Satış büyümesi ve sonrasında doğal logaritmasının hesaplanması ile tespit edilmiştir. Yatırım harcamaları ise maddi ve maddi olmayan duran varlıklardaki değişime ayrılan amortismanlar eklenerek hesaplanmıştır.

Yurtdışı rakiplerine göre güçlü mali veriler çarpanları yukarı çekmekte. Yurtdışı benzer şirketler ile karşılaştırıldığında Escar'ın karlılık oynaklığı ile nakit akışı oynaklığı daha iyi seviyelerde olmasına rağmen karlılık oranının daha düşük olması ve son yıllarda araç kiralama sektöründe görülen daralma ile günlük kiralama operasyonlarının sona erdirilmesi nedeni ile azalan ciro Barnes denkleminde göre Escar'ın EV/EBITDA çarpanı benzer şirketlere kıyasla daha düşük seviyelere çekmektedir. Bununla beraber günlük operasyonların sona ermesi ile artan nominal brüt kar rakamını, marjını ve sektörün toparlamaya başlamasını Barnes denkleminin gelecek beklentisini denkleme değişken olarak kullanmadığı için yakalayamıyor olması denklemin bir eksikliği iyileştirilmesi gereken bir tarafı olarak karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu etkinin yakalanabilmesi durumunda Escar'ın çarpanlarının benzerlerine göre daha yüksek seviyede yer alabilecek olması da göz önünde bulundurulmalıdır. Şirket yurt dışı şirketlere göre daha yüksek karlılık oynaklığına sahipken, karlılık ve yatırım gibi faaliyetlerin sürdürülebilirliği için önemli göstergeler olan finansal verilerde çok daha iyi bir durumdadır. Bu nedenlerden dolayı Barnes denkleminde göre Şirket'in yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarından daha yüksek seviyede işlem görmesi gerekmektedir.

Çarpanların Dinamiği

Değişkenler	Uluslararası Şirketler Ort.	Yıldız Pazar Şirketleri Ort.	BIST Hizmet	Seçilmiş BIST	Yurtiçi Benzer Şirketler Ort.	Escar	Escar-Yıldız Pazar Şirketleri Farkı	Escar-BIST Hizmet Şirketleri Farkı	Escar-Seçilmiş BIST Şirketleri Farkı	Escar-Yurtiçi Benzer Şirketler Farkı	Escar-Yurtdışı Farkı
Karlılık Oynaklığı*	12,2%	26,8%	29,7%	23,3%	70,9%	25,6%	-1,3%	-4,1%	2,2%	-45,4%	13,3%
Nakit Akış Oynaklığı**	88,7%	44,3%	64,0%	54,0%	46,9%	24,1%	-20,1%	-39,9%	-29,8%	-22,8%	-64,6%
İn(Akış)	4,3	9,4	8,9	9,3	9,2	8,8	-0,61	-0,64	-0,46	-0,37	4,50
Kaldıraç	57,6%	11,8%	12,0%	11,4%	15,3%	28,6%	16,8%	16,6%	17,2%	13,3%	-29,0%
Karlılık	12,6%	15,2%	10,5%	13,4%	19,4%	26,2%	11,0%	16,7%	12,8%	6,8%	13,6%
Yatırım	0,6%	6,7%	5,7%	5,5%	4,2%	10,4%	3,7%	4,7%	4,8%	6,2%	9,8%
Satış Büyümesi	0,04	0,45	0,33	0,41	1,19	-0,39	-84,4%	-72,4%	-79,9%	-157,8%	-42,9%
Net EV/EBITDA Farkı							(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	0,1



Sektör

Turizm ve İş dünyasındaki hareketliliğin azalması günlük araç kiralamalarına olan talebi minimum seviyelere çekmiştir

2020 4. Çeyrekte kiralanan araç sayısının artmaya başlamış olması ve diğer tüm göstergelerin 2010 yılından bu yana tarihi dip seviyelerinde yer alıyor olması sektörün en kötüye gördüğü ve dipten dönüş yapmaya başladığı olarak yorumlanabilir.

İstanbul sektörün kalbi. Araç kiralama sektöründe talep genel olarak turizm ve iş faaliyetlerinden kaynaklanmakla beraber artan orta sınıf ve alım gücü de günlük kiralamaya olan talebi artırarak sektörü beslemektedir. Sektördeki kiralamaların büyük bir bölümü İstanbul'da gerçekleşmektedir. Araç kiralamada öne çıkan ilk üç şehir İstanbul, İzmir ve Ankara'dır. Yaz aylarında ise artan turizm faaliyetlerinin etkisi ile araç kiralama sayısındaki artışın Antalya, Muğla ve Bodrum gibi yazlık beldelere kaydığı gözlemlenmektedir.

2018 kur şoku ve pandemi sektörü olumsuz etkiledi. 2018 yılında yaşanan kur şoku ve hemen akabinde gerçekleşen, hala etkileri devam eden pandemi Türk ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Kur artışının etkisi ile TL faizlerde meydana gelen artış ve salgın ekonomik aktivite de yavaşlamaya sebep olurken, bu durum kendisini araç kiralama sektöründe daralma olarak hissettirmiştir. Daralmanın etkisi ile sektörde araç alım adetleri 2017'deki 148 bin adet seviyesinden 2020 yılında 58 bin adete kadar gerilemiştir. Araç alımındaki azalma kiralamadaki toplam araç sayısını da aşağı çekmiştir. 2014 yılında araç kiralama sektöründeki araç sayısı 237 bin adetten 2017 yılında 366 bin adete yükselmiş olmakla birlikte kur şoku ve Covid 19 etkisi ile sektör 2018-2020 arasında %28,1 daralarak 2020 yılında 263 bin adet araç seviyesine gerilemiştir. Söz konusu daralmanın en önemli sebeplerinden bir tanesi günlük kiralama hacminde meydana gelen kayıptır. Günlük araç kiralamalarındaki talebin en önemli bileşeni turizm ve iş dünyasının faaliyetleridir. Pandemi nedeni ile tüm dünyanın karantinaya girmesi uçuşların %90-95 arasında azalmasına sebep olarak turizm ve iş dünyası faaliyetlerini önemli oranda azaltmıştır.

Kiralanan araç sayısı 2017 yılından bu yana gerilemekte. Kiralama amaçlı alım yapılan araç sayısının alınan toplam binek otomobil sayısına oranı 2010 yılından bugüne en düşük seviye olan %9,4 oranlarına kadar gevşediği görülmektedir. Ek olarak sektörde toplam araç satış adedi 2014 yılı seviyelerine inerken müşteri başına düşen araç adedi de tarihi ortalamalarının en dip noktasına kadar gevşemiştir. Türkiye'de kiralanan araç sayısında son iki yılda düşüş olmasına rağmen çeyreklik verilere bakıldığında araç sayısının 2020'nin 4. çeyreği ile beraber artışa geçtiği görülmektedir.

Grafik: Kur şoku ve pandeminin etkisi ile son üç senedir sektörde daralma görülüyor...



Kaynak: TOKKDER (Tüm Oto Kiralama Kuruluşları Derneği)

Grafik: Son üç senedir sektör daralmasına rağmen 2020 yılında araç alım sayısında artış göze çarpıyor...



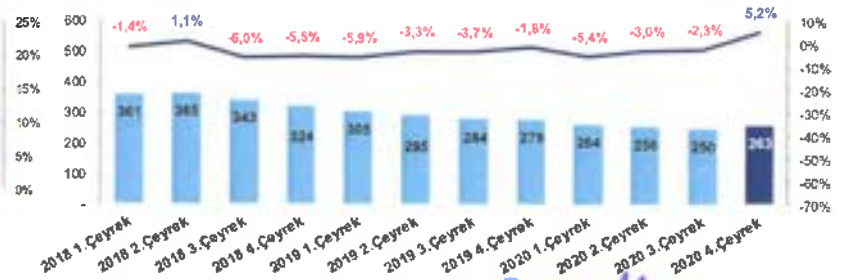
Kaynak: TOKKDER (Tüm Oto Kiralama Kuruluşları Derneği)

Grafik: Kiralama için alınan araçların toplam araç içerisindeki payı 2020 yılında en dip seviyesinde...



Kaynak: TOKKDER (Tüm Oto Kiralama Kuruluşları Derneği)

Grafik: 2020 4. çeyrekte kiralanan araç sayısı son iki senedir ilk defa yükselişe geçti...



Kaynak: TOKKDER (Tüm Oto Kiralama Kuruluşları Derneği)

