



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

# ESCAR

## KISALTMALAR

### Kısaltma

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

# ESCAR

## RAPOR ÖZETİ

### Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Escar Turizm Taahhüt Ticaret A.Ş. (Şirket) arasında 14 Nisan 2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerli 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 alabilmek 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 bas-retik bir şekilde yürütülmüştür.

Müşlerinin taleplerini yenne getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket edmiştir.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözlemektir yenne getirmiştir.

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.

Raporunda kullanılan bilgiler talebiniz uzanne 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-Rasyonel ven tabanına ve talebiniz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve karzını 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 güvnlü ve beklenmedik herhangi bir durum veya engel olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basireti hareket etliği 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 verilerde 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 bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazanaşız 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 İhtisatlık büteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uygulanacak Esaslar Bağlılığının F Maddesinin B. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelere uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgileri 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 yapılan 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, B şirketin halka arz projesi, 2 şirketin de özel sektör bono ihracı projelerinde görev almıştır. Bununla birlikte halka arz konsorsiyum üyeliği, sermaye artırımı, pay alım teklifi ve ayırma 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 artırımı, pay alım teklifi & ayırma hakkı ve değerlendirme projelerini yürütmüş olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansına sahiptir.





# ESCAR

## Temel Yatırım Unsurları

*Şirket finansal verileri, 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*

*Varmilartiran.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 muhasebeleştiği araçları araç piyasasındaki mevcut şartların sürmesi halinde yüksek kar ile elden çıkarabilecektir*

**Değerleme görüştü.** Şirket, finansalları, istikrarlı EBITDA büyümesi, özkaynakların verimli kullanımı (yüksek ROE) ile finansal anlamda güçlü durumdadır. Hem kiralama geliri hem de ikinci el araç satışı ve net satışlarda oynaklık azaltılınca, düşük fiyatlardan son 3 yılda stoklara giran 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 korunmalı bir emtia alışu değerlendirme görüşünü olumlu etkileyen temel göstergelerdir.

**Finansallar.** Şirket son 3 yılda sürdürülebilir bir şekilde EBITDA büyümesi sağlarken, 2020 yılında 175,0 mtl TL EBITDA ve 78.3 mtl TL net dönem karı üretilmiştir. 2020 yılında 667,9 mtl TL aktif ve 162,6 mtl TL özkaynak ile çöpek etkisi dikkat çekerken, Şirket son 3 yılda aktiflerinin önemli bir oranında nakit üretilmiştir. 2020 sonunda 81,8 mtl 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.

**Yılıara 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 katkılı yüksek uzun dönem kiralama gelirlerinin satış payındaki artış etkilidir. Bununla birlikte 2020 yılında pandeminin etkisi ve düşük faizler nedeniyle araç fiyatlarındaki artış yukarıdaki kar marjını desteklemiştir. 2018 yılında kar marjı düşük günlük kiralama operasyonlarının sona erdirilmesi de artan kar marjında önemli bir dinamizm 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 da farklı bir piyasaya temas edilmektedir. Bu durum gelir çeşitliliği sağlarken, satışlarda sürdürülebilirliğe 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. Şirketi sadece kiralama firması ya da araç satış firması olarak görmek yanlış bir yaklaşımdır olacaktır.

**Varmilartiran.com.** Şirket araç satışlarını varmilartiran.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 satımında 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 korunmalı bir emtidedir. 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 yalınları 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 filolunda düşük defter değerinden yer alan araçların gelecek 2 yılda sektörde mevcut şartların korunması halinde önemli ikinci el araç satışları kanı üretilmesi 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 tutan kiralama geliri'nin %1'inin altında katdışına 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 pozitif değer beklenmektedir. Başka bir deyişle stok ve alacak karşılığı Şirket için ciddi bir risk olarak görülmemektedir.

## Nakit akış 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 artırmakla 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 mln TL'dir. Kiralamaya ek olarak gelecek 2 yılda düşük stok maliyetlerinden kaydedilen (2018 ve 2019 yılında satın alınan araçlar) olden 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 belirsizlikten daha düşük bir döneme işaret etmektedir.

## Şirket'in müşterileri ile olan ilişkisi uzun yıllara dayanmaktadır.

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

## 70 mln 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 çoku şirketlerin kiralama faaliyetlerinin azalmasına sebep olurken, talebin gerilemesi ile kurun artması 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 kredilerinin yıllara sarfi TL'ye döndürmüştür. Son 2 yılda kunda yaşanan çoklar Şirket'in finansman giderlerinde önemli bir etki yaratırken geçmiş yıllarda döviz açık pozisyonunda olan Escar, 2020 sonunda 70 mln 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 adimleri sırasıyla 1.913, 908 ve 1.077 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemlerde araç yatırım tutarları ise sırasıyla KDV dahil 234,1 mln TL, 143,1 mln TL ve 251,8 mln TL olarak kaydedilmiştir. Araçların bankalar nezdinde likit olması finansmanı kolaylaştırırken, ikinci el araç satışları ile eşit araç yatırımları için gerekli tutarın önemli bir kısmı elde edilmekte olan kalan kısmı ise banka kredileri ile karşılanmaktadır.

## 2020'nin son çeyreğinde sektörde kıpırdanma başladı

Sektör. Artan kurlar, yükselen faizler, pandemi ve yavaşlayan ekonomik kiralamaya konu araç sayısını sektörde 2017 yılından bu yana daraltmaktadır. 2020'nin son çeyreğinde kiralanılan araç sayısında dipten dönüşün yaşandığı görülmektedir. Bununla birlikte 2018 Ekim'de çıkan yasa sonrası sektörün döviz riski büyük ölçüde ortadan kalkmış ve bu durumu sektöre son 2 yılda dövizde yaşanan çoklara karşı daha direnç katmıştır.

Yönetim. Şirket yönetimi eğitim seviyesi yüksek bireylerden oluşmakta olup, Şirket ve üst yönetimi 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 kontratlarda olmaktadır. Söz konusu kontrol 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 yüksek 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.

Yerli rakipler, Araçların bankalar için likit bir teminat olarak görülmesi düşük sermaye ile filo kiralamaya iş modelini mümkün kılmaktadır. Bu durum yerli 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

İNA modeli ile değerlendirilirken yurtdışında 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 mn TL ve 931 mn TL bandında hareket etmektedir

## Değerleme Özeti

%23,4 halka arz iskontosunu, 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 Bağı Değer (TL)
<b>Metodolojiler</b>			
İNA	796	50,00%	17,5
Yurtdışı 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%		
<b>Adil Değer (TL)</b>	<b>682</b>		<b>15,00</b>
<b>Değer Çarpanları</b>			<b>2020</b>
EV/EBITDA			5,63
P/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; değerler oynaklığı ortaya konulmuştur. Tüm değer senaryoları 554 mn TL ve 931 mn TL bandında hareket ederken Şirket için tespit edilen halka arz değeri değer aralığının tabanına daha yakındır.

Grafik: 7 Duyarlılık Analizi



# ESCAR

## Şirket Profili

*Günlük araç kiralama operasyonundan çıkmıştır*

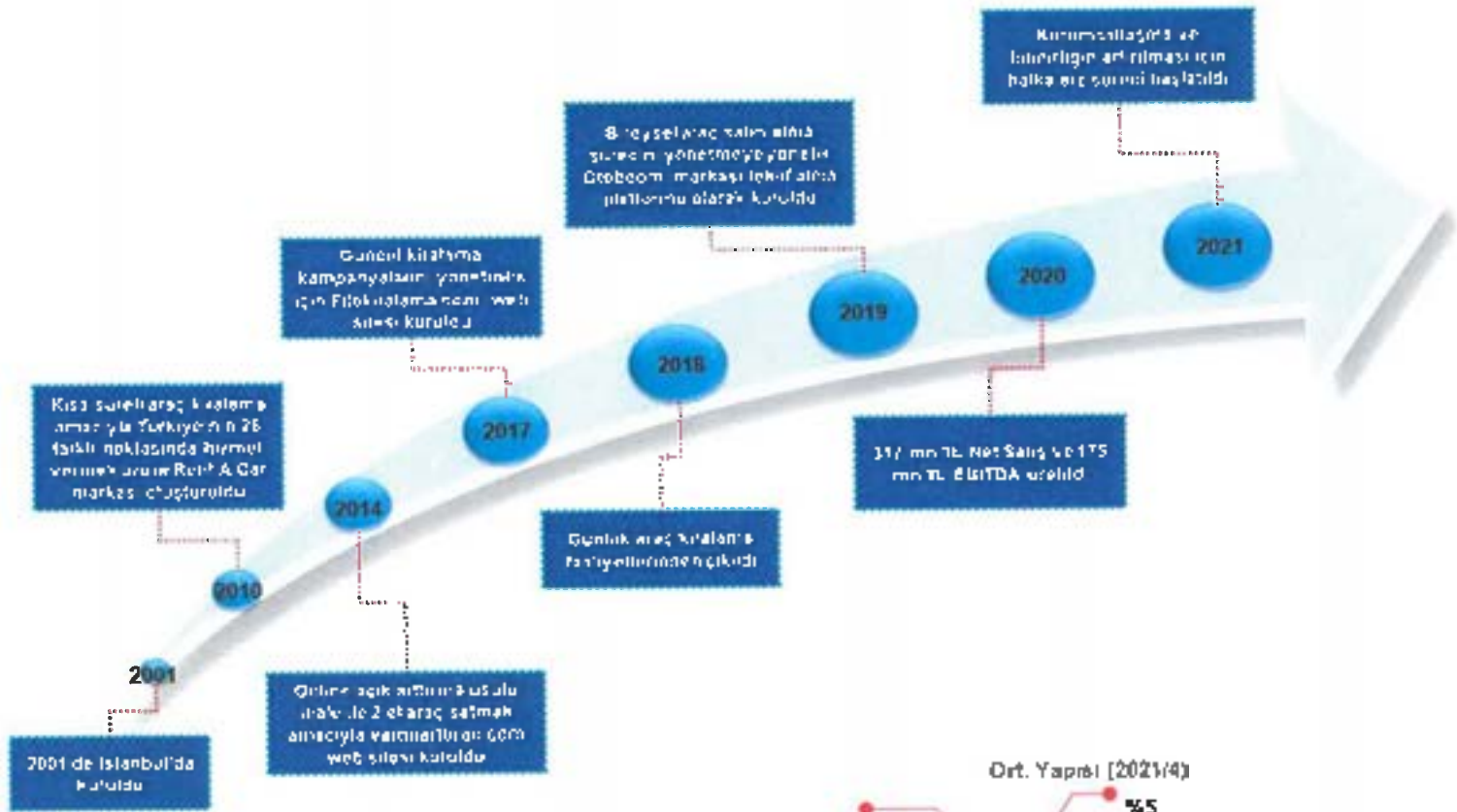
*3.513 araç kiralama portföyünde*

*5 ana ortak*

2001 yılında kuruldu. Escar, 2001 yılında filo kiralama sektöründe faaliyet göstermek üzere şirkete 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.

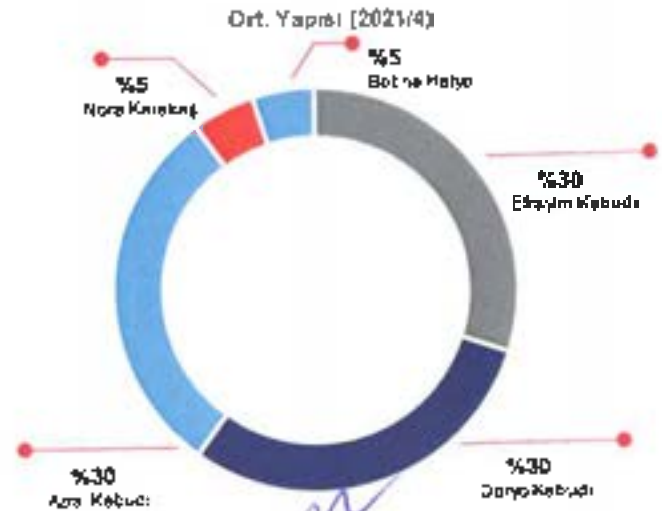
4.300 araçlık filo, 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla Şirket toplam 4.300 araca sahip olup, faaliyet kiralamasında kullanılan araçların sayısı 3.513 adettir. Günlük kiralamada kullanılan araç bulunmamaktadır. Şirket'in genel merkezi İstanbul'da olup 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla 55 personeli bulunmaktadır.

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



### Ortaklık Yapısı (TL) 2021/04

Ortaklar	Nominal	Oran
Deryo Kebudi	13.644.000	30,0%
Ebrayim Kebudi	13.644.000	30,0%
Azra Kebudi	13.644.000	30,0%
Nora Karakaş	2.274.000	5,0%
Belina Haljo	2.274.000	5,0%
Toplam	45.480.000	100%



**INFO**  
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Kuşçesazı, Mecidiyeköy Yolu, Kat: 11  
Kat: B-1, Mecidiyeköy - Şişli / İSTANBUL  
Tel: 0212 339 26 00 Fax: 0212 339 26 26  
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 001 6787  
Mersis No: 0478 0036 7870 0011

# ESCAR

## Şirket Profili

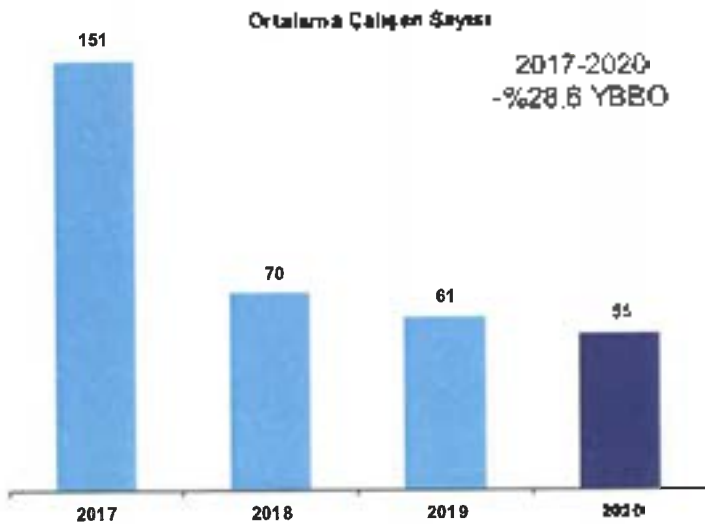
Müşterilerle uzun yıllar süren ilişki

Kiralama segmentinde ilk 10 müşteri global firmalardan oluşmakta

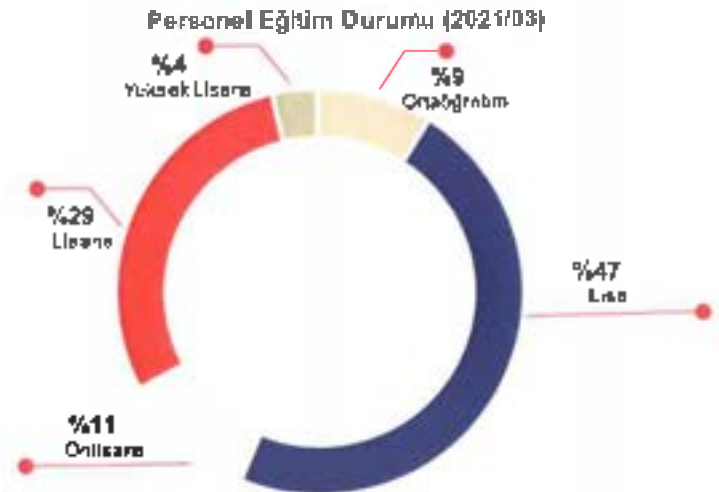
Günlük kiralama operasyonundan çıkılması personel sayısındaki gerilemenin temel nedenidir

**Müşteri portföyü.** Escar'ın sektörde yakalamış olduğu büyüme trendi, mali yönden sektörde ciddi yatırımların yapılmış olması ve yapılan işe diğer kiralama büyüklüğe müşterilerle iş ortaklıklarının yapılması kaynaklı olmuştur. F16 kiralama sektöründe faaliyet gösteren firmalara bakıldığında verilen servisler birbirinden çok farklı olmamakla birlikte Escar rakiplerinden ayrılarak, servisin kalitesini ve hızını en yüksek düzeyde tutmak için çalışmalar yürütmekte olup, Türkiye'nin her yerinde kaza yapan araçlar için Escar önünde geçici araç organize edip müşteriye teslim etmeyi hedeflemekte, yüksek limitli kasko poliçelerinin yanı sıra müşterilerine İhtiyar Mali Mesuliyet kapsamında ilave teminatlar ve operasyonun aksamaması için 24 saat süreyle çalışmalarını sağlayacak "geçici merkez" 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, kapıda kapıya hizmetler sunmaktadır. Müşteriler açısından ulaşılabilir olma özelliği ile rakiplerinden ayrışmayı hedefleyen Şirketin 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 vermiş ve büyük havalimanlarında yer alan şubeler de dahil olmak üzere toplam 25 şubeye 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 etkiye 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 sistemine sadece Escar tarafından ledantı edilen araçlarla ve tüm ofislerde eşit ve aynı hizmet standartlarıyla faaliyetlere devam edilmiştir. 2018 yılında sektördeki bozulma nedeniyle günlük kiralama operasyonundan çıkmıştır. Bu durum Şirketin maliyetlerinde ciddi bir tasarrufu beraberinde getirmiş ve 2017 yılında 151 olan personel sayısının gerilemesine sebep olmuştur. Şirketin 2018 yılında günlük kiralama operasyonlarından çıkması ise bir dönüm noktası olarak görülmektedir. Bu durum Şirketin operasyonel yükünü hafiflettiği personel ve diğer maliyetlerde önemli bir azalışı beraberinde getirmiştir. Bununla birlikte günlük kiralama operasyonu devam ederken Şirket araç bayiiinden daha ucuz araçları alabilirken bu durum sonraki yıllarda görece gerilemiştir.



Kaynak: Başlangıç Ücretleri & Şirket



**Şirket Profili**

*Ortalama personel çalışma süresi 7 yıl*

*Varmıarttiran.com gelecekte ayrı bir iş modeli olarak önemli potansiyelli bünyesinde taşımakta*

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

55 çalışan. Personelin tamamı Şirket merkez olan İstanbul'da istihdam edilmektedir. Günlük kiralama operasyonunun salıncasıyla birlikte Rent a Car tarafında görev alan ofis ve merkez ofis çalışanları kısmı bulunma yapılan şirkete devredilmiştir. Bu doğrultuda 2017 yılında 151 olan personel sayısı 2018 yılında %53.6 düşüşle 70'e, 2019 yılında %12.8 düşüşle 61'e, 2020 sonu itibarıyla ise %9.8 düşüşle 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, yüksek personel değerlendirme süreçleri ile personel adyeliğini güçlendirmeye çalışmaktadır. Yönetim'e göre sektör genelinde personel değişimi sıklıkla görülmesine rağmen, personelin ortalama çalışma süresi Escar'da 7 yılı yaklaşmaktadır.

Varmıarttiran önemli bir potansiyelli Escar gerek günlük kiralamadan dönen düşük kilometreli araçların gerekse uzun süreli kiradan dönen araçların 2. elde satışını gerçekleştirmek amacıyla, 2014 yılında Varmıarttiran markası ile (www.varmiarttiran.com) bir ihale platformu geliştirmiş ve kiralamadan dönen araçlarını internet sitesi üzerinden online ihale yoluyla bu platformda satmaya başlamıştır. Satışa Dye olan hem bireysel hem de 2. el araç ticareti ile ilgili eden firmaların katılımı ile Şirket'in araç dönüş potansiyeline uygun olarak planlanan ve duyurulan günlerde yapılan ihalelerde geçmiş yıllarda yıllık 5-400 adet aralığında çıkan satışlar yapılmıştır. Kısa sürede söz konusu model 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, başarılı süre içinde ödemesini yapmayan veya satın alınmayan vazgeçen katılımcıların ödemiş oldukları depozito bedelleri ise ceza bedeli olarak faturalandırılmaktadır.

İşletme sermayesi güçlenmekte. Varmıarttiran üzerinden 2019 yılında yapılan 4.542 araç satışının 2.095 adedi günlük kiralamada kullanılan, 2.070 adedi ise kiralamada kullanılan araçlardan, 347 adedi ise başka firmaların araçlarından oluşmaktadır. 2019 yılında günlük kiralama bölümünün satılması neticesinde günlük kiralamadan dönen 2. el araçlardaki düşüş nedeniyle 2019 yılında toplam 1.534 adet araç satışı gerçekleştirilmiştir. 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

Ebru Yılmaz  
YK Başkanı

► 1951 yılında Antalya’da doğmuş olup 1985’te İstanbul’da Etiler Kurumcağız kurucu ortakları Escar Yönetim Kurulu Başkanı olup faaliyetleri için Etiler Kurumcağız’da çalışmıştır. Evli ve 3 çocuk babasıdır.

Duygu Kılıcı  
YK Başkan Vekili

► 1975 yılında Antalya’da doğmuş olup 1997 yılında Marmara Üniversitesi İktisat Fakültesinden mezun oldu. Bu dönem Fatma Kurumcağız’da çalıştı ve kurucu ortaklarından olduğu Escar’da uzun süre Genel Müdürlük yaptı. 2011 yılından bu yana şirketin yönetici ortakları olarak çalışmaktadır. Evli ve 3 çocuk babası olup şu dönemde İngilizce bilmektedir.

Azra Kobud  
YK Üyesi

► 1974 yılında Antalya’da doğmuş olup 1996 yılında Marmara Üniversitesi İktisat Fakültesinden mezun oldu. Etiler Kurumcağız’da İktisat ve İktisadi Bilimler Fakültesinde çalıştı. Kurucu ortaklarından olduğu Escar’da yönetici ortakları görevinde devam etmektedir. 1 kız çocuğu babası olup şu dönemde İngilizce bilmektedir.

Nora Karakas  
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 görevinde devam etmektedir. TÜRKİYE’de 2 yıl Yönetim Kurulu Üyesi, TURKISH Rent A Car kurulusunda ise 3 yıl başkan yardımcılığı yaptı. Akmer FTO Ziraatçılık Kurumu başkan yardımcılığına devam etmektedir. Evli ve 2 çocuk sahibi olup şu dönemde İngilizce bilmektedir.

Belma Hülya  
YK Üyesi

► 1981 yılında Antalya’da doğmuş olup 2005 yılında Yeditepe Üniversitesi Uluslararası Ticaret bölümünden mezun oldu. İş hayatına ilk şirketi olan Etiler Kurumcağız’da başlamış olup Escar’da Satış Yöneticisi olarak çalıştı. Evli ve 2 çocuk sahibi olup şu dönemde İngilizce bilmektedir.

Ahmetin Şahin  
Aras  
Bağımsız YK  
Üyesi

► 1951 yılında Ankara’da doğmuş olup 1984 yılında İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesinden mezun olmuştur. PricewaterhouseCoopers danışman firmasında 1985 ve 1990 yılları arasında dernek uzmanı ve müdürü olarak görev almıştır. Ege-Feris A.Ş. de 1990 ve 1991 yılları arasında mali işler müdürü olarak, 1991 ve 2003 yılları arasında Wiyeth Başkent A.Ş.’de arazi ve inşaat işleri direktörü olarak görev almıştır. 2003 yılından itibaren satış alanında hizmet veren Ferimanel Sağlık Hizmetleri A.Ş.’nin kurucu ortakları olarak görevinde devam etmektedir. Aynı zamanda Escar’da bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak görev almaktadır.

Cengiz Arabacı  
Bağımsız YK  
Üyesi

► 1963 yılında Ankara’da doğmuş olup Gazi Üniversitesi Kamu Yönetimi bölümünden mezun olduktan sonra Kalkınma Bakanlığı’na danışman olarak görev almıştır. 1995 yılında çalışmaya başladı. BP Petroleri A.Ş.’de satın alma, lojistik, planlama, kalite gibi bölümlerde yöneticilik yaparak birçok ülke bazlı ve uluslararası önemli projelerde görev almıştır. Cengiz Arabacı Yatırım Yatırım Kurumu Escar’da bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak görev almaktadır.

## FAALİYET ÖZETİ

Kuruluş	Filo	Örünler & Müşteriler	Varlıkların.com
5 ana araç 2007 yılında kuruldu Müşteri: İstanbul 58 çalışan	2020 sonu itibarıyla 4.200 araç 3.517 araç veriminde korumalı/otomatik durumdaki Ortalama kiralama süresi 3 yıl  <b>Yatırımlar</b>  2018, 2019 ve 2020 yıllarında edeli birli araç satışları toplamı 7.812, 848 ve 1.077 olarak kayıp/bozulan araç yatırımları haricinde aynı dönemlerde satışları 234, 1.000 TL, 142, 1.000 TL ve 281,8 m TL seviyesinde gerçekleşmiştir.	B, C, D, E, MPV ve SUV segmenti  2020 yılın net satış payı: 161,87	Orta ve alt araç satış platformu 2014’te kuruldu. Kendi portföyü ve portföy dışı araçları satılmakta Araç satışları için komisyon tasarımı sağlanmakta Yeni ve farklı bir iş modeli Büyümeye açık alan  <b>Beklenen</b>  2018 yılında değerlendirilerek kurucu ve 2019 sonlarına ortaya çıkan pandemiye global verileri dikkate alınarak edilecek olan 2020 son çeyrek 1 banyo gösterge için önemli seviyeye çıktığı anlaşılacaktır. 2020 itibarıyla 283 bin araç filo Rafetlemeyle yer almaktadır
	<b>Max. Yeniliği &amp; Dayanıklılık</b>	<b>2019-12</b>	<b>2020-12</b>
	Net Satışlar	391 mTL	317 mTL
	ESG’DA	112 mTL	175 mTL
	Özkaynak	180 mTL	183 mTL
	Aktifler	564 mTL	646 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 değerlendirme sonuçlarına göre çalışılmasında sorun görülmeyen firmalardan oluşmaktadır. Şirketin satış ekibi 4 kişiden oluşmakta olup, çalışılması muhtemel olan müşteriler sektörel bazda taranıp elenerek soğuk arama yönlü ile talep toplanarak kazanılabilmektedir. Son 3 yılda Şirketin 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; Şirketin 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 analize edilmekte ve ön 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 tedarikçiler 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)

İlk 10 Müşteri	2018	2019	2020
Müşteri 1	11,5	10,4	12,6
Müşteri 2	7,9	8,3	12,4
Müşteri 3	7,2	7,9	9,9
Müşteri 4	4,6	7,1	9,7
Müşteri 5	4,6	6,9	8,3
Müşteri 6	3,8	6,2	7,5
Müşteri 7	3,3	3,9	6,7
Müşteri 8	3,1	3,8	4,5
Müşteri 9	2,9	3,4	3,1
Müşteri 10	2,9	3,4	2,7
<b>Toplam</b>	<b>51,4</b>	<b>61,3</b>	<b>77,5</b>
<b>Kiralama Net Satışları</b>	<b>141,2</b>	<b>144,0</b>	<b>162,6</b>
<b>İlk 10 Müşteri Yoğunluğu</b>	<b>36,4%</b>	<b>42,6%</b>	<b>47,7%</b>

Kaynak: Şirket

### Araç Satış Müşteri Yoğunluğu (mTL)

İlk 10 Müşteri	2018	2019	2020
Müşteri 1	9,9	5,3	18,7
Müşteri 2	9,0	3,7	8,8
Müşteri 3	7,3	3,4	7,0
Müşteri 4	6,5	3,4	8,9
Müşteri 5	6,4	3,2	5,8
Müşteri 6	5,4	3,2	5,3
Müşteri 7	5,2	3,0	2,6
Müşteri 8	4,9	3,0	2,6
Müşteri 9	4,8	2,8	2,5
Müşteri 10	4,8	2,6	2,5
<b>Toplam</b>	<b>64,2</b>	<b>33,6</b>	<b>64,5</b>
<b>2. El Araç Net Satışları</b>	<b>370,6</b>	<b>149,3</b>	<b>146,3</b>
<b>İlk 10 Müşteri Yoğunluğu</b>	<b>17,3%</b>	<b>22,5%</b>	<b>43,5%</b>

## Satışlar

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

2020'de 317,1 mın TL net satışlar

Kiralama gelir payı %53,2

Kiralama gelirinin net satış payı artıyor. Günlük araç kiralama modeli kiraya verilen araçların 3-4 ayda bir sabit 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 kıyasla 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.

Grifik:

Gelir Karımı (2018)

Gelir Karımı (2019)

Gelir Karımı (2020)



■ Kiralama Gelirleri  
■ Araç Satış Gelirleri



■ Kiralama Gelirleri  
■ Araç Satış Gelirleri

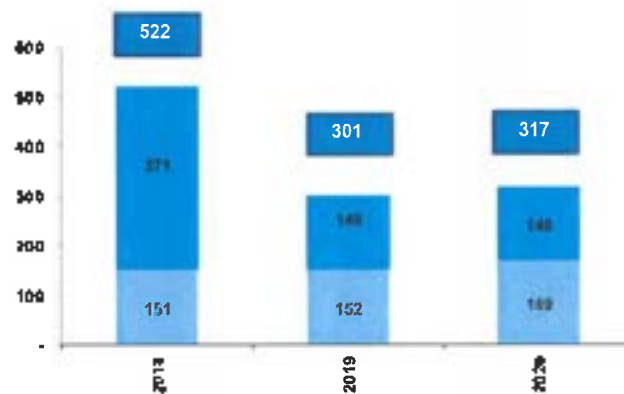


■ Kiralama Gelirleri  
■ Araç Satış Gelirleri

Kaynak: Şirket

## Net Satışlar (mTL)

■ Araç Kiralama Geliri ■ İkinci el Araç Satış Geliri



Kaynak: Şirket

## ESCAR

## Satışlar

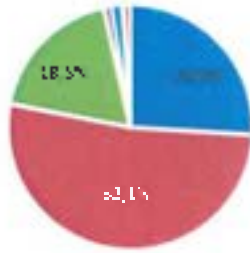
2020 yılında 1.122 araç satış  
adedi

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

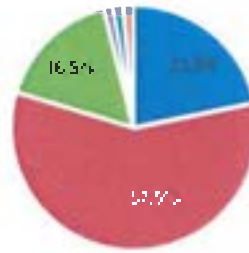
Pandemi satış adedlerini azalttı, Günlük kiralama operasyonlarının kurgusu kiralamaya konu araçların her 3-4 ayda bir yenilenmesi üzerinde inşa edilmiştir. 2018 yılında günlük kiralama operasyonlarının da etkisi ile satış yapılan toplam araç sayısı 4.683 olarak gerçekleşmiştir. Bu sayının 2.095 kadari günlük kiralamadaki araçların satışından oluşmaktadır. Bununla beraber 2019 ve 2020 yıllarında söz konusu tek seferlik ettiği bulunmadığı için araç satış adedinde önemli bir düşüş gerçekleşmiştir. 2019 yılında satış gerçekleştirilen araç sayısı 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 kontratları 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 geliminin 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 ortalama 5,66 olarak gerçekleşirken, 2019 yılında 6,35 ve 2020 yılında ise 8,05 seviyesine yükselmiştir. Bu rakamlar 2020 yılı için ortalama %27'lik bir artışa işaret etmektedir. 2018 yılı itiban 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.

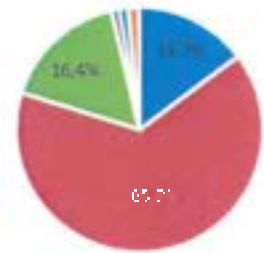
Grafik: Araç Segment Dağılımı (2018) Araç Segment Dağılımı (2019) Araç Segment Dağılımı (2020)



B C D E M3V SUV



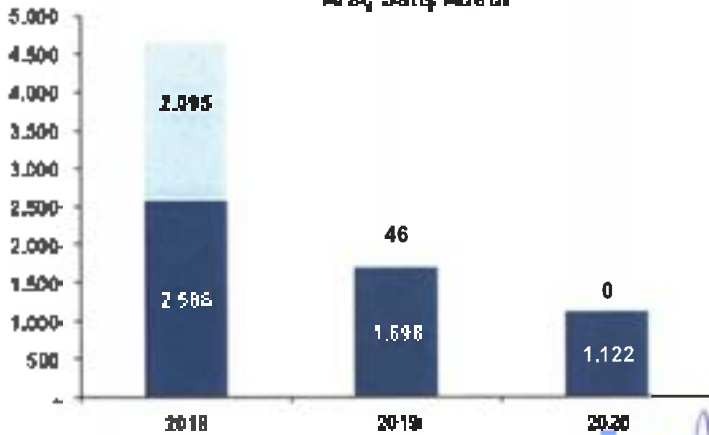
B C D E M3V SUV



B C D E M3V SUV

Kaynak: Şirket

Araç Satış Adedi



■ Filo Kiralamadan Araç Satışı

■ Günlük Kiralamadan Araç Satışı

Araç Başına Satış Geliri &amp; Eur/TL



■ Araç Başına Satış Geliri

— Eur/TL Kur



# ESCAR

Grafik: Kur çökmesi, kontratların TL yapılma zorunluluğu kiralama maliyetlerini yulara çakarak selodün daralmasına sebep oldu...



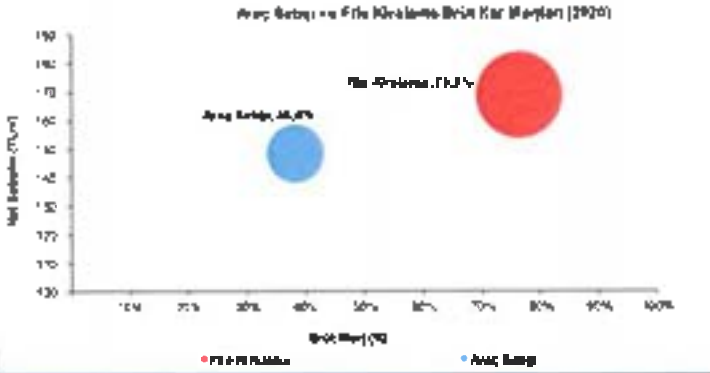
Kaynak: Şirket

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



Kaynak: Şirket

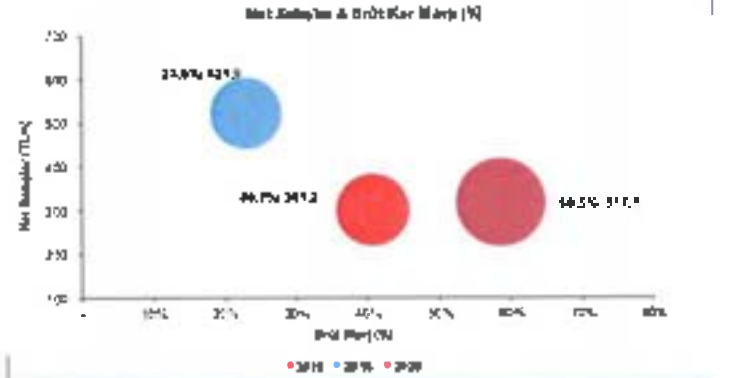
Grafik: Brüt karın önemli bir bölümü FİO kiralama faaliyetlerinden elde edilmektedir...



Kaynak: Şirket

Bu oranların brüt kar (Güç) ölçümü anlamına gelmemektedir.

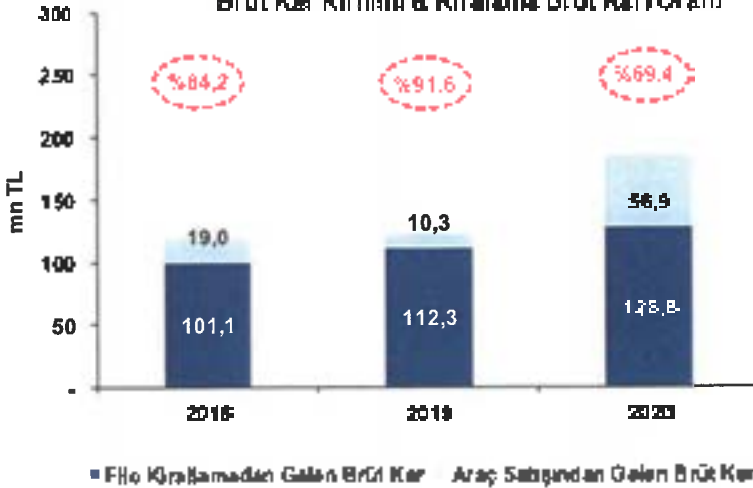
Grafik: Yıllar itibarı ile brüt kar marjı artıyor...



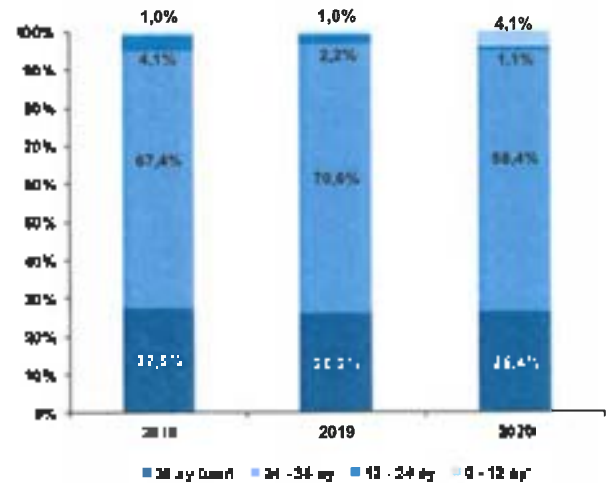
Kaynak: Şirket

Bu oranların brüt kar (Güç) ölçümü anlamına gelmemektedir.

## Brüt Kar Kırılımı & Kiralama Brüt Karı Oranı



## Kontrat Yedeklerinin Kırılımı



İnfo Yatırım Menkul Değerler  
Kuştepe Mahallesi Çiftlikköy Yolu Cad. No: 11  
Kat: 8-0 Beşiktaş / İstanbul - Şişli / 34398  
Tel: 0212 349 00 00 Fax: 0212 349 00 00  
Boğaziçi Kurumlar M.D. 478 003 6787  
Mersis No: 0878 0036 9870 0111

## Satışlar

2021 yılı kiralama geliri  
bugünden belli

Şirket'in önemli bir müşteri  
yoğunluğu bulunmazken  
pandemi nedeniyle 2020'de  
tehsilat 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. Hali hazırda sahip olunan kiralama kontratları nedeniyle başka herhangi bir araç kiralaması yapılamayacak olması durumunda da Şirket'in 2021 yılı için elde etmeye 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 kontrat gelirlerinin 2020 yılı filo kiralama gelirinine 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.

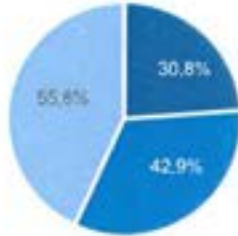
Pandemide görece müşteri yoğunluğu arttı. Fito kiralama kontratı imzalanmış ilk 10 müşterinin toplam kontratlar içindeki payı %50 olarak gerçekleşirken ilk 20 müşterinin payı ise %63'tür. Söz konusu oranlar önemli oranda çeşitlendirmeye işaret etmektedir. 2018 yılından 2020 yılına kadarki süreçte ilk 5, ilk 10 ve ilk 20 müşterinin toplam kontratlar içindeki payının bir miktar yükseldiği gözlemlenmektedir. Bu durumun sebebi Şirket'in kur çöklere 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:

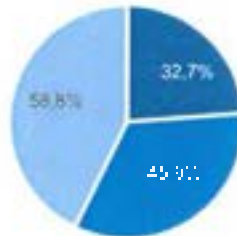
Kontrat Yoğunlaşması (2018)

Kontrat Yoğunlaşması (2019)

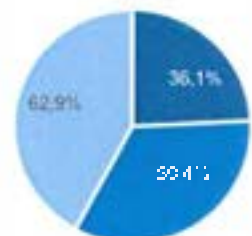
Kontrat Yoğunlaşması (2020)



• İlk 5 Müşteri  
• İlk 10 Müşteri  
• İlk 20 Müşteri



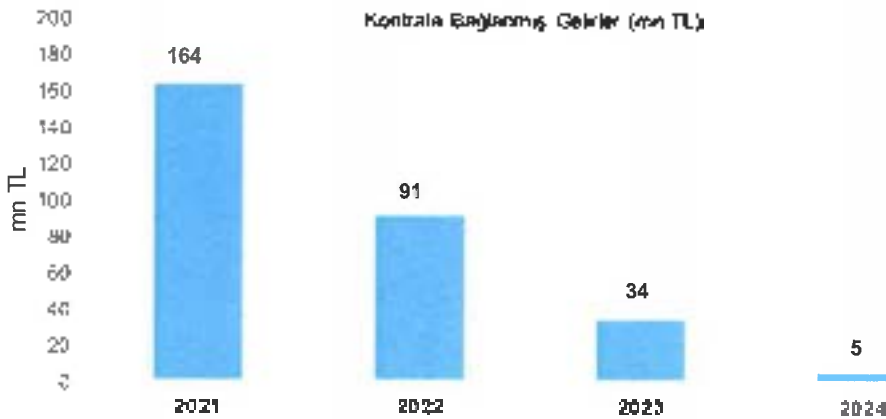
• İlk 5 Müşteri  
• İlk 10 Müşteri  
• İlk 20 Müşteri



• 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 m TL olarak kaydedilmiştir.*

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

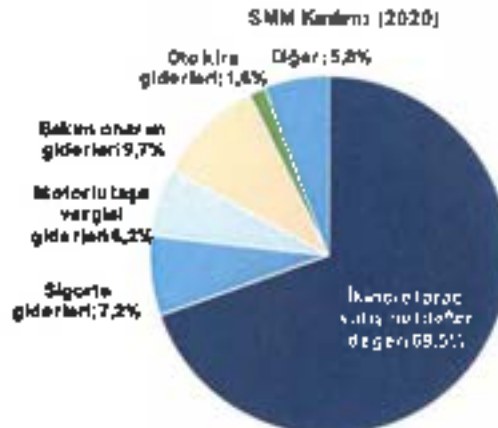
*Pandemide önemli oranda maliyet tasarrufu sağlandı*

En büyük maliyet kalemi ikinci el araçlar. Şirket 2018 yılında günlük araç kiralama 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 ortalamada şirketin iş modelinde araç kiralamasından elde edilen brüt kar marjı ikinci el araç sabahından elde edilen brüt kar marjının üzerindedir. 2018 yılında 352 m TL olan ikinci el araç satış maliyeti 2019 yılında 139 m 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 m TL'ye gerilemiştir. 2018 yılında 4.475 araç faaliyet kiralamasına konu olurken 2019 yılında söz konusu rakamın 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 (MATV 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 geliri payı 2020 yılında toplam gelir karşısında 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. Artan kur ve düşen faizler otomobil fiyatlarını yükseltmiş ve ortalamada 3 sene önceki fiyatlardan satın alınan araçlar 2020 yılında yüksek fiyatlardan elden çıkarılmış ve karlılığı desteklemiştir. Pandemi nedeniyle personel, seyahat, temsil eğitimi ve diğer giderlerde sağlanan tasarrufla birlikte 2020 yılında olumlu yansımıştır.

## SMM Kırılımı (mTL)

Gider Kalemleri	2018	2019	2020	Değişim		Oran	
				2020/2019	YEBİS 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	16%	(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%
<b>Toplam</b>	<b>402</b>	<b>179</b>	<b>131</b>	<b>(28)%</b>	<b>(43)%</b>	<b>100%</b>	<b>100,0%</b>



# ESCAR

## Yatırımlar

### Temel yatırım satın alınan sıfır araçlar

Temel yatırım satın alınan araçlar, Şirket 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 1.913, 906 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 maliyetlerinin artması ve ekonomik yavaşlama nedeniyle bazı müşterilerin maliyetleri aşağı çekebilmek adına araçların yenilenmeden kira kontratlarının eski araçlar ile devam ettirilmesi yıllara göre araç alım miktarını etkilemiştir.

### 2020 yılında KDV dahil 251,7 mtl TL araç yatırımı

Yatırım maliyetleri yüksekti. Yüksek kur, 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 katılan ilk maliyet KDV dahil 234 mtl TL iken aynı rakam 2019 yılında 143 mtl 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 mtl TL yatırım yapılmıştır.

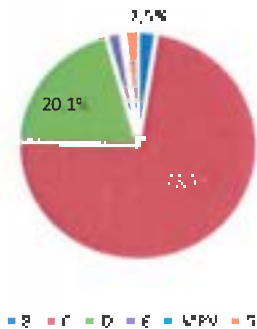
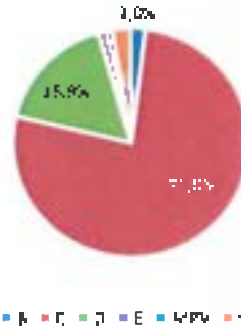
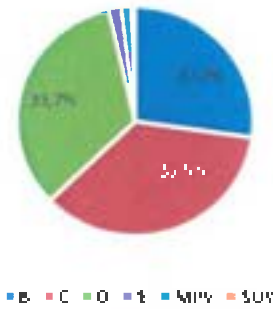
### Pandemi nedeniyle araç başı maliyetler önemli oranda arttı

Araç başı maliyet önemli oranda yüksekti. 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)

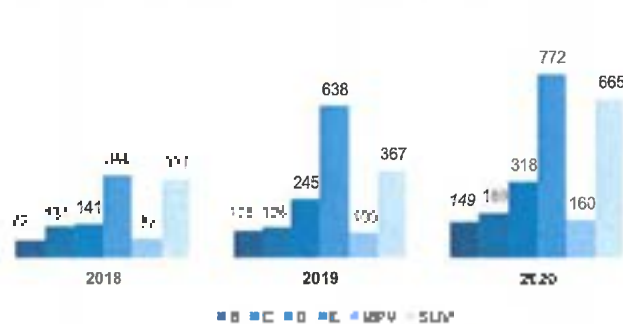
Grafik: Satın Alınan Araçların Segmenti (2019)

Grafik: Satın Alınan Araç Dağılımı (2020)



Kaynak: Şirket

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



Kaynak: Şirket



YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Kuşçesme Mahallesi, Çekirgeköy Yolu, Çarşı No: 1  
Kat: B-9, Beşiktaş - Şişli - İstanbul  
Tel: 0212 330 20 00 Fax: 0212 330 54 36  
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 003 6781









## 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**

**Varmiaritiran.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 borçlulukteki 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 san brüt kar marjının arttığı görülmektedir. Bu durumun temel nedeni günlük kiralama faaliyetlerinden çıkılması ile kar marjı yüksek uzun dönemli kira gelisinin net satış payındaki artışıdır. 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 pandemiyin 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 elde edilecek 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 mtl 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 mtl TL'lik yapılandırma gideri de bu dönemde etkin olmuştur. 2020 yılında ise pandemi nedeniyle düşen ofis, kargo ve temsil 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 pandemiyin etkisiyle azalan reklam ve seyahat giderleri ve devletin personel maliyetlerine sağladığı teşvikte 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, varmiaritiran.com'da diğer kullanıcıların adına gerçekleştirilen araç alım satım işlemlerinden kaynaklı komisyon gelirleri ve sözleşmeye fesheden müşterilerden kaynaklı erken teslim geliri oluşmaktadır. 2020 yılında hasar gören araçların sipariş giderleri ve buna der 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 netto sigortadan gider yazılmamasına rağmen artan şüpheli alacak ve komisyon giderleri ile söz konusu hesap 2019 yılına paralel seyretmiştir. Yatırım faaliyetlerinden 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 satışlarıdır.

78,3 mtl 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 mtl TL olan net borcun 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 298,3 mtl TL ve 303,7 mtl TL'ye gerilemesidir. 2018 Ekim ayında yasa gereği kiralama sözleşmelerinin TL'ye dönmesi ile yıllara satıl döviz krediler TL'ye çevrilmiştir. Bu durum söz konusu dönemde dalgalanan kurum Şirket'e olan etkisini her geçen yıl azaltmış ve 2018 yılında 63,3 mtl TL olan kur farkı giderini 2020 yılında 9 mtl TL'ye gerilemiştir. 2020 yılı itibarıyla Şirket için hesaplanan faiz maliyetli kur farkı dahil %21,9 seviyesindedir. Sonuç olarak 2020 yılında vergi sonrası net dönem karı %195,7'lik artışla 78,3 mtl TL olarak kaydedilmiştir.

## Finansal Analiz

**EBITDA son 3 yılda yıllık bileşik %32,6 büyüdü**

**Z, H ve S skorda pozitif görünüm**

175 mn TL EBITDA, 2018 yılında 99,5 mn TL olan EBITDA yıllık bileşik %32,6'lık büyüme ile 2020 yılında 175 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in EBITDA rakamı her geçen yıl düzenli olarak büyümektedir. 2020 yılında sınırlı da olsa gelir artışı sağlanması, yükselen brüt kar marjına ek olarak faaliyet giderlerinde ekde edilen tasarruflar EBITDA'daki artışı desteklemiştir ve 2019 yılına göre %55,8'lik büyüme yakalanabilmektedir. Söz konusu rakam %55,2'lik EBITDA marjına karşılık gelirken, yıllara sarf EBITDA marjını brüt kar marjındaki artış ve faaliyet giderlerindeki satış rasyosundaki azalış desteklemiştir.

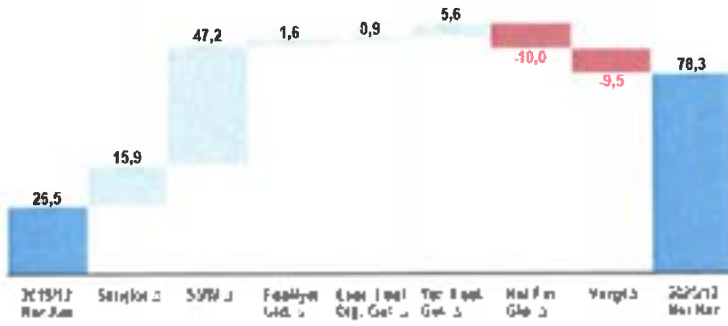
Finansal tabloları, Şirket'in bilanço ve gelir tablosunu iflas skordan ile değerlendirilmek ve mali verilere bir kama vermek gerekirse 2020 yılı için temel finansal güç testleri olan Z, H ve S skorda Şirket'in başarılı sonuçlar ürettiği görülmektedir. Söz konusu skorların ayrıntısına bakıldığında ise Şirket'in 2020 yılında esas faaliyet karlılığındaki yüksek büyüme, borçluluk rasyosunun gerilemesi ve dönen varlıkların aktif payının yükselmesi temel etkiler olarak sıralanabilir. Bununla birlikte yükselen aktifler ve kar yedekleri stoku Şirket'i risklere karşı daha dirençli kılmaktadır.

## Gelir Tablosu

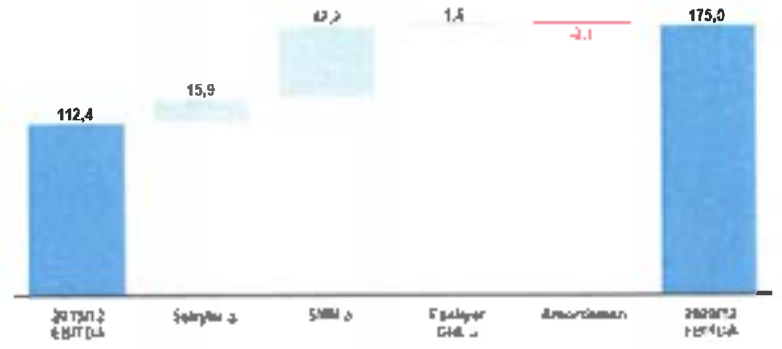
31 Aralık, TL Escar	2018		2019		2020		2018-2020 YÖBO (%)
	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş		
<b>Net Satışlar</b>	<b>621.920.162</b>	<b>301.167.218</b>		<b>317.127.652</b>		<b>-22,1%</b>	
Değişim		+92,3%		5,2%			
Satışların Maliyeti	(401.866.225)	(178.839.419)		(131.459.663)		<b>-42,8%</b>	
<b>Brüt Kar</b>	<b>120.063.947</b>	<b>122.547.800</b>		<b>188.668.189</b>		<b>24,4%</b>	
Brüt Marj	23,0%	40,7%		58,5%			
Genel Yönetim Giderleri	(21.620.196)	(11.641.060)		(10.644.786)		<b>-29,8%</b>	
Değişim		-46,2%		-6,6%			
Satış-Pazarlama Dağ. Giderleri	(3.249.507)	(2.983.851)		(2.392.104)		<b>-14,2%</b>	
Değişim		-8,2%		-19,8%			
<b>EBITDA</b>	<b>99.555.783</b>	<b>112.384.003</b>		<b>175.041.848</b>		<b>32,6%</b>	
Değişim		12,9%		55,8%			
EBITDA Marj	19,1%	37,3%		55,2%			
Amanisman	(4.361.529)	(4.461.114)		(2.410.645)		<b>-25,7%</b>	
<b>EBIT</b>	<b>96.240.545</b>	<b>105.690.118</b>		<b>171.333.336</b>		<b>33,4%</b>	
Değişim		9,8%		52,1%			
EBIT Marj	18,4%	35,1%		54,0%			
Esas Faaliyet Dış Gel	2.908.640	1.815.708		2.461.048		<b>-7,6%</b>	
Esas Faaliyet Dış Gid	(1.862.349)	(3.848.481)		(3.779.013)		<b>42,4%</b>	
Yat. Faal. Gel. Net	3.568.492	2.439.568		8.098.575		<b>50,3%</b>	
Fin. G.d.	(98.594.884)	(73.718.135)		(83.719.128)		<b>7,9%</b>	
Veri. Öncesi Kar	1.232.153	34.433.549		96.712.783		<b>781,4%</b>	
Veri.	-	-		(10.253.192)			
E-talonma vergi geliri / (gideri)	(1.398.837)	(7.956.903)		(7.170.259)			
<b>Net Kar</b>	<b>(166.884)</b>	<b>26.476.650</b>		<b>78.299.332</b>		<b>a.d.</b>	
Değişim		a.d.		195,7%			
Net Marj	0,0%	8,8%		24,7%			

# ESCAR

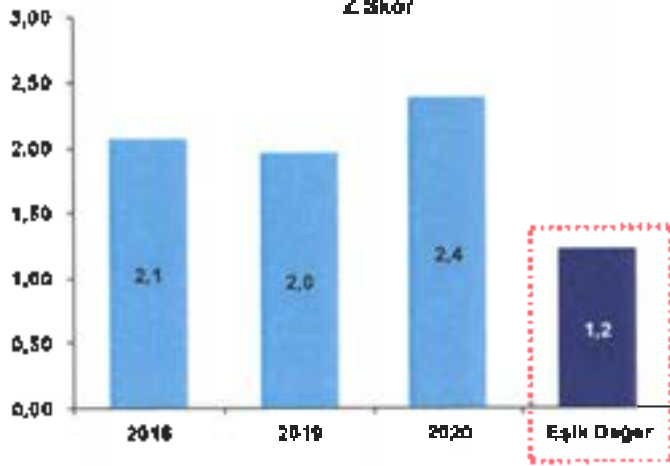
Net Kar Kopyrusu (mTL)



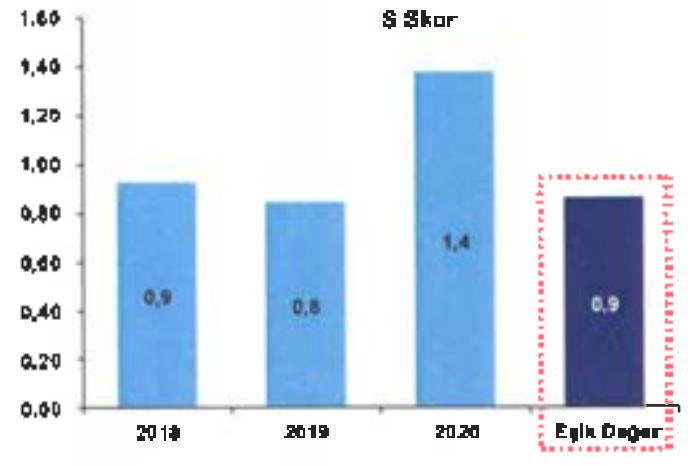
EBITDA Kopyrusu (mTL)



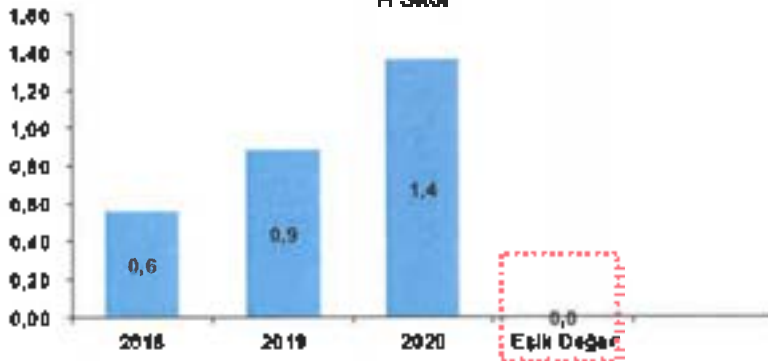
Z Skor



S Skor



H Skor

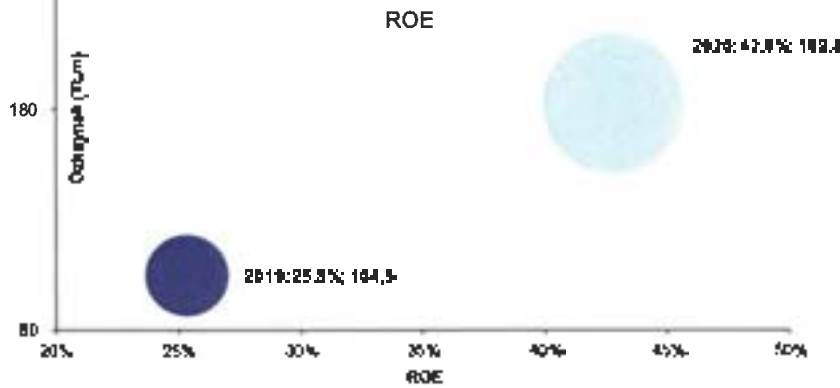


**Temel finansal güçlük testleri olan Z, H ve S Skor'da 2020 yılında önemli başarı**

Not: H skoru 0 seviyesinin, Z skoru 1,73 seviyesinin ve S skoru 0,9 seviyesinin aşması güçlü finansal başarıyı gösterir.

Kaynak: İşbirlikçi Topraklı Dışarı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarı ve Risk Durumunun Tahmini adlı rapor, Ömer Haluk Özlü, İTİF Dergi'si, 2020, Fatma Akayır

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



\*Balonun büyüklüğü özkaynak miktarını göstermektedir.

• 2019 • 2020

Kaynak: Şirket

Likidite Rasyoları	2020	2019	2018	Referans
Carli Oran	0,88	0,61	0,69	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,45	0,42	0,37	0,5-1,0
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%	<180%
Faiz Karşılama Oranı	2,3	1,5	1,0	>3
Net Borç/EBITDA	1,7	2,7	3,8	<4
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	37,4%	46,7%	46,3%	Sektör
Uzun Vad. Yab. Borç/Pasif	35,3%	32,8%	40,0%	Sektör
Özkaynak/Pasif	27,4%	18,8%	13,7%	>%60
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	266,3%	438,5%	629,9%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	78,5%	81,8%	60,7%	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%	18,9%	Sektör
Yatırım Rasyoları	2020	2019	2018	Referans
EVA-TL	71.531.286	29.789.635	12.839.125	>0
ROIC	32,6%	26,5%	21,9%	>A05M
CRR	185,6%	132,6%	84,1%	<%100

### Guçlü Finansal Rasyolar

- Borçlulukta azaltık ölçekler çekenken özkaynak finansmanı ön plana çekiyor
- Kiralamaları satıp portföyünde ağırlığın artması ve yükselen araç fiyatları kar marjlarını destekledi
- Her yıl sürekli ekonomik katma değer yükselirken piyasa faizlerinin üzerinde özkaynak getirisini sağlıyor

## Kovid Etkisi

*Pandemi döneminde yüksek nakit pozisyonu önemli bir avantaj*

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

Pandemi araç fiyatlarını artırdı. Tüm dünyayı etkisi altına alan pandeminin (Koronavirüs) Şirket faaliyetlerine ve finansal durumuna olası etkileri, tüm açılardan izlenildi ve 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 altyapıda 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 Üresicl ve ihaleci otomobil markaları plantanan arzin gansında kaınımış; sektörde belirli bir süre arzta ilgili sıkıntı yaşanmış ve bu durum Şirket'in mevcut araçlarını ekonomik ömürleri geçmiş dahil olsa daha uzun süreler kullanmasına neden olmuştur. Pandemi ayrıca kiralama yapan firmaların geçici süreyle taleplerini ötelemesine veya kira sözleşmesi sona eren araçların kira sürelerine uzatmalarına neden olmuştur. Pazardaki olumsuz durum; kontrol edilebilir büyüme stratejisi ve müşteri ilişkileri nedeniyle Escar'ın yönetilebilir 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 kullanımı alışkanlığı gelişmiş; söz konusu durum 2. el pazarındaki talep 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.

Süreç belirsizliğini korumakta. Koronavirüs etkisinin dünya ve Türkiye'de ne kadar süre ile devam edeceği, ne kadar yayılabilirliği henüz net olarak tahmin edilememekte olup; etkilerin şiddeti ve süresi netleştiğinde orta ve uzun vadede 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 yönelimi 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 iktihata 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 yaralanması 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 riskten de belirli bir çerçevede bahseder. 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 açıldıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirket benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarıdır.

**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 (P/K)**

*EV/EBITDA & P/K çarpanları kullanılmıştır*

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

-Şirketin faaliyetlerini diğer anlamda etkileyecek uzatılmada yer alan risklerin şirketin geçmişinde tekrarlanma lürde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de şirketin sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kıltı personel kadrosunda faaliyetlere katkı edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, şirketin öngörütleri 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*

## Değerleme Metodolojileri

## INA

**%18,1 AOSM belirlenirken Şirket'in projeksiyon dönemindeki ortalama vergi oranı modellemeye dikkate alınmıştır**

**%19,8 ortalama kurumlar vergisi AOSM hesaplamasında kullanılmıştır.** 10 yıllık devlet tahvilinin 200 günlük ortalaması daha düşük seviyede yer almasına rağmen %16 risksiz getiri olarak alınırken en iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımına ise %18,1 AOSM belirlenmiştir. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemiştir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldıracağı befaletirken mevcut bilançodaki finansal borç-öz kaynak dengesi kullanılmıştır. Market betası 1x kabul edilerek AOSM modellemesi gerçekleştirilmiştir.

## Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

TL		
<b>Varlıklar</b>		
Riskiz Fakt Örneği	16,0%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 200 günlük ortalaması baz alındı
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır
İşlem Görmüş Aktif Beta	0,0%	Market betası alınmıştır
Borç/Öz kaynak	210,9%	Mevcut bilançodaki finansal borç/öz kaynak oranı olarak alındı
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	67,8%	Mevcut bilançodaki (finansal borç/öz kaynak + finansal borç) oranı olarak alındı
Belirlenen Kurumlar Vergisi Oranı	19,8%	Projeksiyon dönemindeki ortalama kurumlar vergisi oranı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım ortamını yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır
<b>İşlem Görmüş Aktif Beta</b>		
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Market betası alınmıştır.
<b>Özsermaye Fiyatlandırma Modeli</b>		
Riskiz Fakt Örneği	16,0%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 200 günlük ortalaması baz alındı
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Market betası alınmıştır.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım ortamını yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır
Özsermaye Maliyeti	21,5%	Riskiz faktör oranı + (özsermaye piyasa risk primi) + İşlem görmüş aktif beta + Şirkete özgü risk getirisi
<b>AOSM</b>		
Özsermaye Maliyeti	21,5%	Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	20,5%	Uzun vadede risksiz getiri = %4,0
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	67,8%	Mevcut bilançodaki (finansal borç/öz kaynak + finansal borç) oranı olarak alındı
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	32,2%	1 - toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	19,8%	Projeksiyon dönemindeki ortalama kurumlar vergisi oranı
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	19,1%	(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)

## İşletme Sermayesi

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

İşletme sermayesinden nakit üretilmekte

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

Stoklar yatırım olarak dikkate alındı. Şirket'in ticari İşletme sermayesi hesaplanırken dönen varlık ve kısa vadeli borçlardaki ilgili kalemler alınmış ve stoklar İşletme sermayesine hesabına dahil edilmemiştir. Kiralamadan dönen araçlar satılana kadar maddi duran varlıklardan stoklara alınmaktadır. Ancak söz konusu araçların stoklara alınması filil bir nakit çıkışı olarak İşlenmemektedir. Araçlar ortalamada üç sene önce alınmış ve kontrat vadesinin sona ermesi ile stoklarda sınıflandırılmıştır. Bu sadece bir muhasebe kaydı değişikliğidir. Gerçekle stoklardaki artış kadar bir İşletme sermayesi ihtiyacı doğmamış ve bu artışın finanse edilmesi gerekmemiştir. Finansal modelde söz konusu yılda stoklara alınan araçlar aynı yatırımı satın alındığı yıl yazıldığı için bu yatırım dikkate alınmış; tekrardan İşletme sermayesi yatırımı olarak yazılmamıştır. Yani şirketin stokları esasında bir İşletme sermayesi kalemi değil; yatırım kalemidir. Bu durum satış ve stok hareketinden de anlaşılmaktadır. Net satışları hızlı artan şirketlerde stoklar önemli bir artış sorgulanmaktadır. 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 şirketle yatırımın maddi ve maddi olmayan duran varlıklarda muhasebeleştirilir ve satışçıları zaman stoklara alınmazlar. Eşcar özelinde işe esasında araçlarda diğer şirketlerin makine, ekipman ve fabrikaları gibi maddi duran varlık olarak değerlendirilmeli ve sabitlaçta zamanda stok içerisine alınmasına rağmen İşletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmasına dahil edilmemelidir. Zira bu hesap esasında 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 esasında dönen varlık değil 3 yıl önce satın alınmış duran varlıklardır. Bu yüzden İşletme sermayesi kalemi olarak görünmemelidir. İlk yatırım döneminde kiralanılan sıfır araçlar maddi duran varlıklarda sınıflanmaktadır. Sıradan şirketlerde maddi duran varlıklar satılmadığı için satılan malın maliyetinde sınıflanmaz. Ama Eşcar'da maddi duran varlık 3 yıl sonra satıldığı için satış öncesi stoklara alınmak zorundadır. Satın alınan araçlar filil nakit akış tablosunda yatırım olarak dikkate alınırken muhasebe gereği kontrat döneminde maddi duran varlıklar olarak alınmakta ve kontratı bitip ikinci elde satışa konu olan araçlar stoklarda kategorize edilmektedir. Buna göre araç satıldığında stok kalemi işe satışların maliyetine alınmaktadır. Araç alımından kaynaklı filil nakit çıkışı ortalamada 3 yıl önce gerçekleşmesine rağmen gelir tablosuna söz konusu hesap satışların maliyet olarak yaklaşık 3 yıl sonra yansımaktadır.

Ticari İşletme sermayesinden nakit üretilmekte Şirket'in son 3 yılda İşletme sermayesinden nakit üretimi 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 müşteriler sözleşmelerinden doğan yükümlülükler ve ötelenmiş gelirleri kullanmaktadır. Dönem kan vergi yükümlülüğünden doğan borçlar ve diğer kısa vadeli borçlar da Şirket'in İşletme sermayesini finanse etmekte kullandığı enstrümanlardır. 2018 yılında İşletme sermayesi fazlasının net satışlara oranı %2 olarak kaydedilmesine rağmen 2018 ile değişen iş modeli nedeniyle gelecek yıllardaki İşletme sermayesi fazlasını tahmin edebilmek için 2019-2020 İşletme sermayesi net satış oranı dikkate alınmıştır. Son 2 yılın ortalaması olan %10'un gelecek yıllarda da devam edeceği ve Şirket'in az da olsa İşletme 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								
Ks. Vad. Paç. Od. 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.Öde. Doğ. Yük.	5,5	5,2	6,5								
Enelennmiş Gelirler	1,3	1,3	0,2								
Dön. Kan Vergi Yük.	-	-	5,6								
Diğer Kısa Vad. Yük.	0,6	0,7	0,8								
<b>Satışlar</b>	<b>521,9</b>	<b>301,2</b>	<b>317,1</b>	<b>388,8</b>	<b>529,8</b>	<b>781,9</b>	<b>1.083,4</b>	<b>1.626,8</b>	<b>1.731,9</b>	<b>1.947,2</b>	<b>2.180,6</b>
<b>İşletme Sermayesi</b>	<b>- 11,9</b>	<b>- 32,6</b>	<b>- 39,0</b>	<b>- 40,5</b>	<b>- 53,7</b>	<b>- 79,3</b>	<b>- 109,9</b>	<b>- 154,9</b>	<b>- 173,7</b>	<b>- 197,5</b>	<b>- 221,2</b>
<b>Değişim</b>		<b>(20,7)</b>	<b>2,6</b>	<b>(19,5)</b>	<b>(13,2)</b>	<b>(25,8)</b>	<b>(30,6)</b>	<b>(45,0)</b>	<b>(20,8)</b>	<b>(21,8)</b>	<b>(23,7)</b>
<b>İşletme Sermayesi/Satış</b>	<b>-2%</b>	<b>-11%</b>	<b>-9%</b>	<b>-10%</b>	<b>-10%</b>	<b>-10%</b>	<b>-10%</b>	<b>-10%</b>	<b>-10%</b>	<b>-10%</b>	<b>-10%</b>

# ESCAR

## Nakit Akışı

**İNA modeli 796 mn TL değere işaret etmekte**

**Nakdi EBITDA nakit akışında dikkate alınmalı**

**Şirket 2021-2025 arasında 3.513 olan filo hacmini 8.645 edede yükselttiği için ilgili dönemde yatırım harcaması gerçekleşirecek ve söz konusu nakit akımının finansmanı için halka arz geliri ve banka kredisini kullanacaktır**

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi hisse başı 17,49 TL değer. 2021-2028 arası dönemde Şirket yönetiminin beklediği nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. Yönetimden alınan bilgilere göre Şirket 2025 sonuna kadar filo hacmini artırmaya devam edecektir. Filo yatırımının ortalamada 3 yıl kiralanması ve kontrol dönemi sonunda satılması gerektiği için 2025 sonunda yapılan yatırımın da normalize döneme tamamlaması adına nakit akışları 2028 sonuna kadar tahmin edilmiştir. 2028 sonunda dip nakit akımındaki büyümenin normalize olması için 3 yıl nakit akışları büyütülmüş ve normalize yıl sonrası %5 devam eden değer büyümesi uygulanırken uç değere karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı seviyesi 5,5x olarak hesaplanmıştır. Ekde edilen İNA değeri Test Modülleri ile test edilmektedir. Şirket'in normalize EBITDA rakamı ikinci el araç defter değeri rakamı kadar artırılarak nakdi EBITDA rakamına ulaşılmıştır. Nakdi EBITDA rakamından vergi, işletme sermayesi yatırımı ve toplam yatırımlar düşülerek kaldıraçsız nakit akımı elde edilmiştir. Nakit akış tablosunda EBITDA yerine nakdi EBITDA rakamının kullanılma gereğince ise fiili nakit akımına ulaşılmıştır. Bağımsız denetimde EBITDA rakamına ulaşmak için satışların maliyetinde yer alan ikinci el araç satış defter değeri (e) olarak nakdi bir çıkış değeridir. Söz konusu rakam ortalamada 3 yıl önce araç yatırımı yapıldığında nakit akışından çıkış ve amortisman ayrılmış hal ile satışların maliyetine 3 yıl sonra gider olarak yazılmıştır. Finans modelimizde araç alımları fiili olarak gerçekleştiği yıl nakit çıkışı olarak yer aldığı için ikinci el araç satış defter değerini EBITDA hesaplamak üzere çift etkili yaratılacaktır.

İNA (mTL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Uç değer			
Net Satışlar	472	301	317	399	530	742	1.083	1.527	1.732	1.947	2.181				
Değişim		-42%	5%	26%	33%	45%	39%	41%	12%	12%	12%				
EBITDA	100	112	175	190	237	320	456	630	739	832	937				
Değişim		19%	56%	13%	20%	35%	47%	42%	14%	13%	13%				
EBITDA/Marj	21,1%	37,3%	55,2%	49,6%	44,7%	47,0%	42,1%	42,6%	42,7%	42,7%	43,0%				
Ekim Faaliyet Karı	85	104	173	195	234	317	452	646	733	826	931				
Değişim		23%	60%	17%	20%	35%	43%	43%	14%	13%	13%				
Yerli	22,0%	22,0%	22,0%	21,0%	21,0%	18,0%	18,0%	18,0%	20,0%	20,0%	20,0%				
İkinci El Araç Defter Değeri	252	139	91	138	209	342	487	682	754	852	955				
Nakdi EBITDA	461	251	266	336	446	667	924	1.212	1.493	1.883	1.992				
Operasyonel Vergiler	(21)	(24)	(38)	(45)	(49)	(57)	(55)	(116)	(147)	(145)	(184)				
Amortisman	(4)	(4)	(2)	(3)	(3)	(4)	(4)	(7)	(6)	(6)	(6)				
Net Yatırım Ödemeleri	(199)	(125)	(220)	(243)	(349)	(300)	(1.312)	(1.558)	(1.067)	(1.373)	(1.291)				
Yatırım/Güçü	20,7%	41,5%	69,4%	63,0%	70,5%	115,3%	107,6%	107,1%	67,6%	60,3%	59,2%				
İşletme Sermayesi Değeri		23	(3)	10	13	28	31	45	31	22	24				
Kaldıraçsız Nakit Akışı				39	-138	-269	-279	-319	301	268	439	519	585	644	6170
Değişim					%-453,7	%-24,2	%-11,1	%-33,3	%104,2	%-27,4	%10,3	%12,0	%14,0	%19,0	%5,0
AGSM	18,1%	14,1%	14,1%	18,9%	18,1%	18,1%	18,9%	18,9%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%

İndirgenmiş Nakit Akışı	
Firma Değeri	1.099
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	5,5
Net Borç	304
Physis Değeri	796
Hisse Sayısı	45
Hisse Fiyatı	17,49

## İNA Test Modülü

Mali Veriler (mTL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
EBITDA	100	112	175	190	237	320	456	630	739	832	937
Özkaynak	78	105	163	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Normalize Net Kar	s.d.	26	79	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.

Hedef Çarpanlar	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Hedef PD/DD	10,2	7,5	4,4	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
ROE	s.d.	25,3%	42,8%	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Hedef F/K	s.d.	30,1	10,2	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Hedef EV/EBITDA	11,0	9,8	6,3	5,8	4,8	3,4	2,4	1,1	1,3	1,3	1,2

## ESCAR

## İNA Varsayımları

*Filonun 8.645 araca ulaşması hedeflenmektedir*

*2021 yılında 258,9 mtl TL sıfır araç yatırımı planlanmaktadır*

*Şirketin kaldıraçlı bilançosu mevcut bilançodaki özkaynak ve finansal borçları kullanılmıştır. 10 yıllık devlet tahvilinin 200 günlük ortalaması risksiz getiriye 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 getirileri, 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 \$00-\$00 baz puanı 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 maliyetlerinden 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 ven ve Yönelim 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 arttırılarak 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 yükselmiştir. 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 modelinde 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 gireceği öngörülmektedir.

**Faaliyet giderleri ve yatırımlar.** Filo ve net satış büyümesini desteklemek adına amortisman harç toplamı faaliyet giderlerinin yeniden yapılanmanın etkisiyle 2021 yılında %48,1 artması beklenmektedir. Ayrıca pandemi nedeniyle sağlanan devlet teşviklerinin ortadan kalkacağı varsayılmıştır. 2025 sonuna kadar önemli bir kıtayı 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 gerçekleşecektir. 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 1.167, 2.133 ve 3.076 sıfır araç alımı hedeflenmektedir. 2021 yılında mevcut veriler ve yönetimle beklenen ile sıfır araç maliyetinin %12 artacağı ve sonraki yıllarda enflasyona paralel bir artış sergileneceği öngörülmüştür. Araç yatırımları dışında şirketin son 3 yıldaki ortalama sabit sermaye yatırımları kadar sabit kıymet yatırımı gerçekleştirileceği ve bu tutarın yıllara sadı enflasyona paralel yükseleceği öngörülmüştür. Buna göre 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla toplamda 262,6 mtl TL, 548,5 mtl TL ve 900,2 mtl TL yatırım yapılması hedeflenmektedir. Sabit kıymet yatırımının ortalama 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 ortalama 3 yılına müşterilere kiralamakta ve 3 yıl sonra satarak satışların maliyetinde muhasebeleştirilmektedir. Her ne kadar ortalama kontrat vadesi 3 yıl olsa da bazı kontratlar 3 yıldan daha kısa vadedir. Ayrıca kurda meydana gelen arı yükselişler araç alım safınında 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

## Net Borç

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

Finansal borçlar yıllara sıralı TL'ye döndürüldü

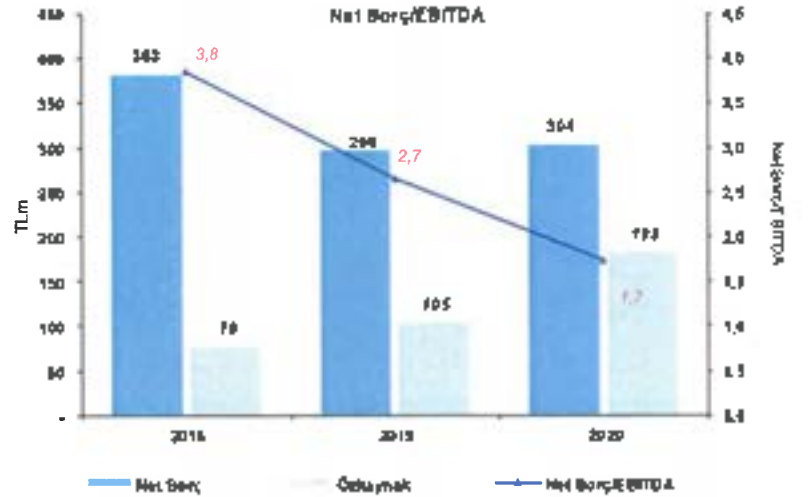
**Borçluluk.** Şirket ihtiyat akışı olarak her dönem yüksek nakit tutmayı bir politika olarak benimsemiştir. 2018 yılında 53,5 mn TL olan nakit ve benzerlerinin yıllara sıralı olarak 2020 yılında 81,9 mn TL olduğu görülmektedir. Şirket'in nakit pozisyonu artarken yıllara sıralı finansal borçlarının azaldığı 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 yükseliğine işaret etmektedir.

**Döviz fazlası oluştu.** 2018 Ekim ayında çıkan yasa ile lümi yeni kira sözleşmeleri TL cinsinden yapıldığı için Şirket de borçlanmalarını TL cinsinden yapmış ve döviz kredilerini yıllara sıralı 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 Şirketi korumuştur. 2018 döneminde iflas eden filo kiratara şirketlerinin temel özellikleri yüksek döviz açık pozisyon risklerine karşılık yaşanan bir kur şokunda filolarındaki araçları satamayıp dövizli kredilerini ödeyememeleri olarak tanımlanmaktadır.

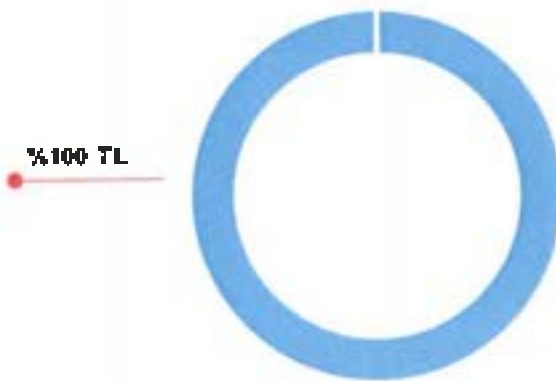
### Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TLm	2018	2019	2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	53,5	77,6	81,9
Kısa Vadeli Borçlanmalar	97,7	143,6	59,2
Uzun Vadeli Borç - Kısa Vadeli Kısa	130,5	79,8	130,1
Uzun Vadeli Finansal Borç	205,1	162,6	196,3
<b>Net Borç</b>	<b>382,8</b>	<b>298,3</b>	<b>303,8</b>
Özkaynak	78,1	104,5	162,6
Net Borç/Özkaynak	490,0%	285,4%	186,2%
Net Borç/EBITDA	3,8	2,7	1,7
EBITDA	99,6	112,4	175,0

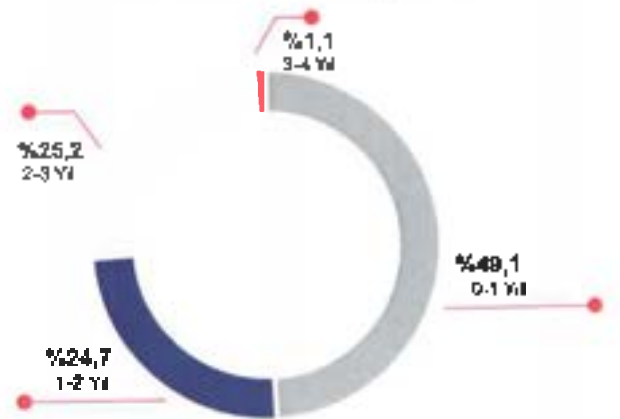
Kaynak: Bilanço ve finansal raporlar



### Kur bazlı Borç Dağılımı (2020/12)



### Finansal Borçların Vade Kırılımı (2020)







# ESCAR

Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpımları			15 Haziran	Son 12 Ay				Net Satış Artışı		EBITDA Artışı		EBITDA Marjı	Son 12 Ay	Ortalama	
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ölçü	P/D (Milyon)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	P/D/DO	EV/EBITDA 21F	2018Q3-2019Q3 YSBO (%)	2018Q3-2019Q3 YSBO (%)	Son 12 Ay	Net Bors. EBITDA	Net Bors. Ortalama	
Avrupa-Pasifik Gelişmekte Olan	Car Inc.	BBY BK	Çin	1.091	N/A	N/A	N/A	1,3	N/A	-5,7%	-6,2%	N/A	N/A	0,8	
	Syngoo Auto Partsman	ASAP TB	Tayland	61	6,5	3,4	N/A	1,5	N/A	0,0%	0,0%	52,4%	5,3	1,6	
	Kunming Car Part & Lease	KCAR TB	Tayland	66	3,8	2,1	10,1	1,0	3,5	1,7%	1,7%	96,7%	1,9	1,0	
	Aurubius International Ltd	AS-IL IN	Hollanda	0	1,3	0,2	5,5	5,1	N/A	1,8%	5,4%	N/A	1,1	0,3	
	Geely Changxi Logistics	GS365 CH	Çin	641	N/A	1,2	22,8	1,3	N/A	3,1%	0,2%	N/A	N/A	0,4	
	Ortalama			360	6,5	1,7	15,1	1,2	N/A	0,2%	0,1%	53,9%	2,8	2,1	
	Medyan			66	8,8	1,7	18,1	1,5	4,0	1,7%	3,8%	59,8%	1,8	0,8	
	Minimum			0	1,3	0,2	2,5	0,1	3,5	-8,1%	-8,0%	52,4%	1,1	0,4	
	Maximum			1.091	6,5	3,4	72,8	1,8	3,5	3,1%	5,4%	66,9%	5,3	1,6	
	Avrupa	Europe Mobile Group	LUCAR LP	Fransa	2.591	60,3	2,5	N/A	1,3	35,0	-3,2%	2,0%	-4,7%	28,2	1,8
Stet SE		SST GR	Almanya	5.853	18,1	4,9	N/A	4,0	9,6	-8,3%	-10,9%	27,2%	4,0	1,1	
Rapac Holdings Plc		REDO LH	İngiltere	1.329	3,5	1,6	5,9	1,1	4,2	12,2%	2,4%	N/A	1,9	0,8	
Comcast Inc.		CMST US	Amerika	18.539	16,3	1,1	28,2	4,2	13,5	6,6%	4,2%	6,8%	11,9	3,8	
Ortalama				8.860	9,7	2,7	4,0	2,7	6,8	0,1%	-1,2%	17,2%	2,3	1,7	
Medyan				5.853	9,7	2,5	4,0	2,7	9,4	4,3%	4,0%	17,8%	4,9	1,1	
Minimum				1.329	3,7	1,5	2,2	1,1	4,2	-9,3%	-10,9%	-4,7%	3,6	0,8	
Maximum				18.539	60,3	4,9	51,5	4,2	35,0	12,2%	4,2%	28,4%	11,9	3,8	
Avrupa		Compania De Transporte De Auto	LUCAR LP	Brezilya	2.808	10,8	2,8	27,1	3,2	8,3	28,8%	54,2%	26,2%	0,1	102%
		United International Transpo	BUDGET AB	Suudi Arab	118	4,8	3,1	19,4	2,3	4,2	1,9%	-4,3%	53,8%	0,4	-18%
	Mobias Holdings Ltd	MTH SJ	Çin	1.312	3,4	0,3	31,4	1,4	4,1	0,0%	0,0%	N/A	0,9	2%	
	Ortalama			3.007	11,5	2,0	4,0	2,3	5,9	19,8%	18,6%	45,1%	1,1	37%	
	Medyan			1.312	11,8	3,8	4,0	2,3	6,3	1,8%	0,0%	45,1%	0,9	28%	
	Minimum			421	3,4	0,2	15,4	1,4	4,1	0,0%	-4,3%	26,2%	0,4	-18%	
	Maximum			9.873	11,1	5,1	37,4	7,5	16,7	60,8%	64,2%	63,4%	2,7	102%	
	Global	Ortalama			2.930	8,7	2,0	15,1	2,0	6,8	5,5%	3,9%	33,5%	2,7	16%
		Medyan			1.384	8,7	3,1	16,4	1,8	4,2	1,8%	0,8%	37,2%	1,9	8%
		Minimum			0	1,3	0,2	2,5	1,1	3,5	-9,7%	-10,9%	-4,7%	3,6	-18%
Maximum				18.539	60,3	4,9	71,5	4,2	35,0	26,8%	54,2%	43,9%	11,9	76%	
ESCAR				1.884	8,7	4,1	16,1	3,5	N/A	-28,1%	10,8%	35,2%	1,7	1,7	

Kaynak: Bloomberg, Finviz.com

**INFO**  
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Kuşçesme Mahallesi, Yıldırım Yolu, Çankaya / Ankara  
Kat: 9. Kat, Etiler Yekü - Şişli / İSTANBUL  
Tic. Sic. No: 270900, Mersis No: 08120012300000000000000000  
Boğaziçi Kurumlar Y.Đ. 478 003 8767  
Mesul No: 0478 0036 7670 0011

# ESCAR

## Piyasa Çarpanları

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

## BİST Hizmet Endeksi & Yurtiçi Benzerler & Yıldız Pazar

EV/EBİTDA ve F/K'dan değer tespiti, Escar'ın faaliyet alanının araç kiralaması olması ve BİST'le doğrudan araç kiralama sektörüne yönelik bir endeks olmaması nedeni ile BİST'te işlem gören şirkedenin faaliyet alanları incelenerek Escar ile benzer olan şirketler tespit edilmiş ve "Yurtiçi Benzerler" başlığı ile değerlendirilmiştir. Yapılan inceleme sonucunda Doğuş 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 ölçeği ve piyasa değeri açısından yıldız pazar şirketlerine benzetilmektedir. Ayrıca 15 Haziran İliban 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 İliban ile yıldız Pazar şirketlerine benzetilerek hem de muhafazakar tarafla kalmak adına değerlendirmede yıldız pazar şirketlerinin çarpanları dikkate alınmıştır. Şirket faaliyet alanı İliban ile hizmet sektöründe yer alacak olması nedeniyle BİST Hizmet şirketlerinin çarpanları da değerlendirmede göz önünde bulundurulmuştur. EV/EBİTDA ve F/K çarpanlarında 15x'in üstü ve 5x'in altı EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü olmak üzere dahil edilmemiştir. Değerleme sadece EV/EBİTDA ve F/K çarpanları ağırlıklı olarak gerçekleştirilmiş ve söz konusu çarpanların %50'ler ağırlık verilmiştir.

Yurtiçi Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları							Net Sabit Arzı	EBİTDA Arzı	2020	2020	2020
Şirket	BİST Kodu	PD (Milyon TL)	EV/EBİTDA20	EV/Satışlar20	F/K20	PD/DD20	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO(%)	EBİTDA Marjı	Net Borç/EBİTDA	Net Borç/Özkaynak
Doğuş Otomotiv	DOAS	5.368	3,0	0,3	4,1	2,8	40,7%	88,2%	8,8%	1,1	99%
Beyaz Filo	BFYA2	983	20,5	0,7	27,4	6,3	A.D	A.D	3,2%	-1,4	-30%
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	7,0	1,2	11,2	3,8	30,8%	61,2%	11,0%	0,2	31%
Medyan		1.103	7,0	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)	-30%
Maksimum		5.368	20,5	2,5	27,4	6,3	40,7%	88,2%	21,1%	1,1	99%
<b>Escar</b>		<b>975</b>	<b>7,0</b>	<b>4,0</b>	<b>11,2</b>	<b>5,3</b>	<b>-22,1%</b>	<b>32,8%</b>	<b>55,2%</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>

Yıldız Pazar Şirketleri Piyasa Çarpanları							Net Sabit Arzı	EBİTDA Arzı	EBİTDA Marjı	2020	2020
Şirket	PD (Milyon TL)	EV/EBİTDA20	EV/Satışlar20	F/K20	PD/DD20	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO(%)	EBİTDA Marjı	Net Borç/EBİTDA	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	20,5%	20,1%	10,4%	0,0	0,3	
Minimum	508	(1,9)	(1,0)	(324,7)	(15,1)	-32,6%	-66,5%	2,7%	(58,6)	(18,6)	
Maksimum	66.256	362,0	15,1	10.522,1	177,1	330,3%	463,3%	78,0%	96,6	106,5	
<b>Escar</b>	<b>961</b>	<b>8,5</b>	<b>4,0</b>	<b>9,4</b>	<b>5,3</b>	<b>-22,1%</b>	<b>32,8%</b>	<b>55,2%</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	

BİST Hizmet Sektörü Piyasa Çarpanları							Net Sabit Arzı	EBİTDA Arzı	EBİTDA Marjı	2020	2020
Şirket	PD (Milyon TL)	EV/EBİTDA20	EV/Satışlar20	F/K20	PD/DD20	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO(%)	EBİTDA Marjı	Net Borç/EBİTDA	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	3,8%	32,7%	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	999,3	3.787,6	609,5	176,5	335,0%	372,8%	78,0%	96,6	106,5	
<b>Escar</b>	<b>997</b>	<b>8,6</b>	<b>4,1</b>	<b>10,0</b>	<b>5,5</b>	<b>-22,1%</b>	<b>32,8%</b>	<b>55,2%</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	

\*Yıldız Pazar şirketlerinin çarpanları hesaplanırken bankalar, aracı kurumlar, leasing, faktoring ve sigorta şirketleri gibi finansal kuruluşlar yer alan benzerler de göz önünde tutulmuştur. GYUL, GSYD ve Holdingler eleme edilmiştir. Yıldız Pazar şirketlerinin çarpanları hesaplanırken EV/EBİTDA ve F/K çarpanlarında 15x'in üstü ve 5x'in altı dışında olanlar ile EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü olanlar ortama ve medyan hesaplarında 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 yaklaşımına da %50'şer ağırlık verilmiştir. Info Ekonometrik model ürettiği 0,9x hedef EV/EBITDA çarpanı ile değer tespit 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)	8,85
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 Şirketler Medyan E/EBITDA (x)	8,53
<b>Seçilmiş BIST Şirketleri E/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>1.511</b>
Escar Net Borç 2020/12	304
<b>Seçilmiş BIST Şirketleri E/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.207</b>
Mn TL	Değer
Escar Net Kar 2020	78,3
Seçilmiş BIST Şirketleri Medyan F/K (x)	9,08
<b>Seçilmiş BIST Şirketleri F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>711</b>
<b>Seçilmiş BIST Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>950</b>

Mn TL	Değer
Escar EBITDA 2020	175,0
Yıldız Pazar Şirketleri Medyan E/EBITDA (x)	8,53
<b>Yıldız Pazar Şirketleri E/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>1.490</b>
Escar Net Borç 2020/12	304
<b>Yıldız Pazar Şirketleri E/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.190</b>
Mn TL	Değer
Escar Net Kar 2020	78,3
Yıldız Pazar Şirketleri Medyan F/K (x)	9,38
<b>Yıldız Pazar Şirketleri F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>733</b>
<b>Yıldız Pazar Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>961</b>

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

**Nihai Değer**

**682 mtl İskonto sonrası halka arz piyasa değeri**

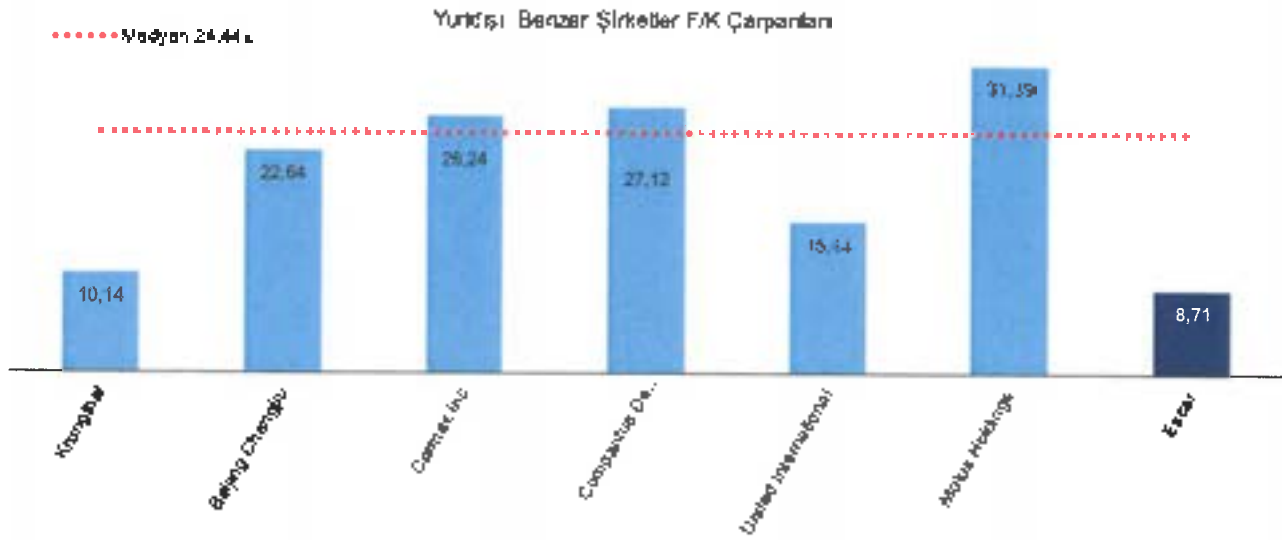
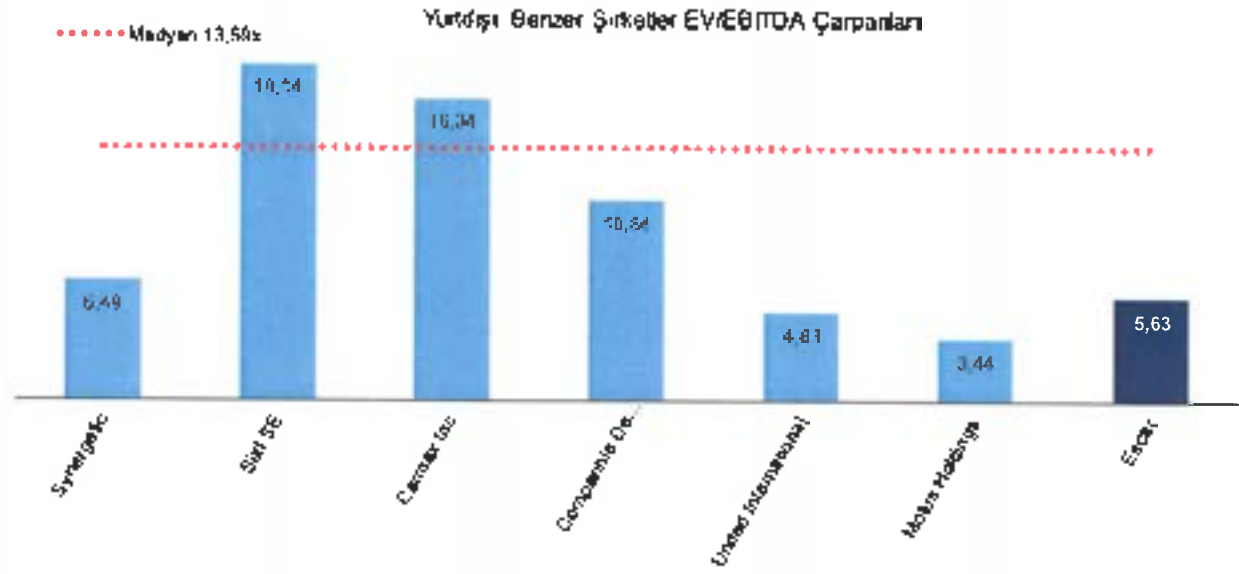
**EV/EBITDA ya da diğer çarpanların hangi değişkenlerden ne kadar etkilendiğine yönelik literatürde önemli sayıda çalışma mevcuttur**

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 mtl edil piyasa değeri elde edilirken iskonto sonrası 682 mtl değere ulaşılmıştır. Halka arz piyasa değeri 2020 gerçekleşen EBITDA'ya göre 5,63x EV/EBITDA çarpanına işaret etmektedir. İNA modeli ile değerlendirme gerçekleştirilirken yurtdışı 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.

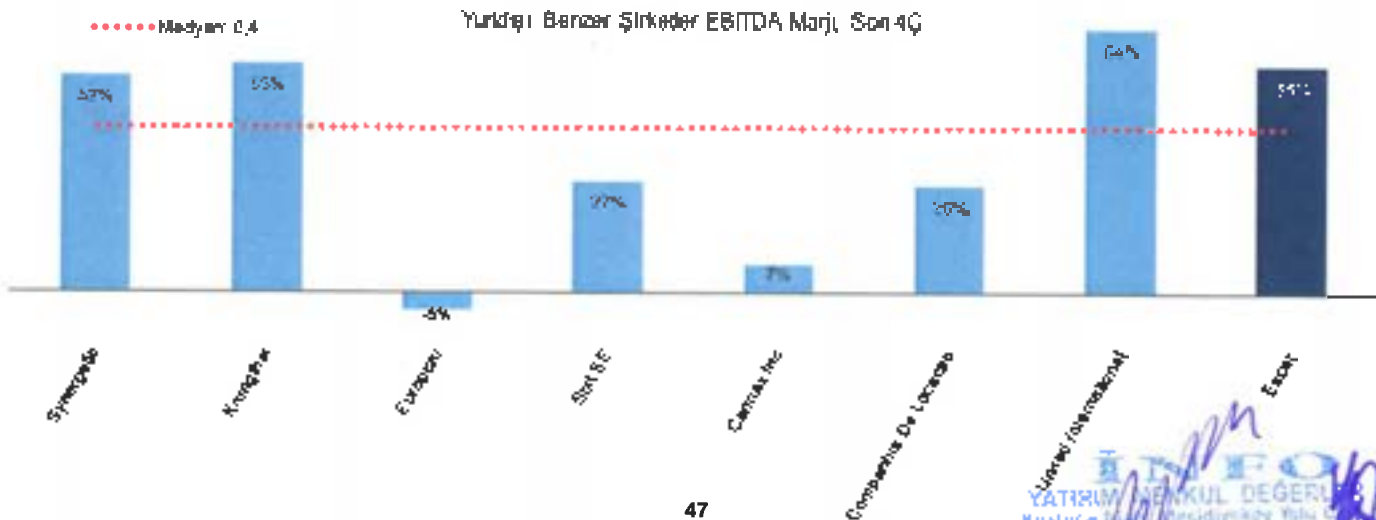
Info Ekonometrik model 9,9x EV/EBITDA çarpanına işaret ediyor. Çarpan değerlendirmesinde geleneksel metotlara ek olarak 200 BIST şirketinin 3.924 finansal verisi kullanılarak oluşturduğumuz ekonometrik model ile de değer tespiti yapılmış olmakla birlikte nihai değer hesaplamasında söz konusu yaklaşım ağırlık verilmemiştir. Ekonometrik modelde EV/EBITDA'yı etkilediği düşünülen şirket büyüklüğü, yatırım harcamaları, kaldıraç oranı ve bir finansal güçlük 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 denkleminin incelemeye konu şirketin finansalları konularak Escar için hedef EV/EBITDA çarpanı belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
<b>Metodolojiler</b>			
İNA	796	50,00%	17,5
Yurtdışı Benzerler	975	7,50%	21,4
Yurtdışı Benzerler	1.004	20,00%	22,1
Seçilmiş BIST Şirketleri	959	7,50%	21,1
BIST 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%		
<b>Adil Değer (TL)</b>	<b>682</b>		<b>15,00</b>
<b>Değer Çarpanları</b>			<b>2020</b>
EV/EBITDA			5,63
P/K			8,71
EV/Net Satış			3,11
PD/DD			3,73

$$EV/EBITDA = 4,63 + 0,67 \cdot \text{Log(Aktifler)} + 0,49 \cdot Z \text{ Skoru} + 0,32 \cdot \text{Kaldıraç Oranı} - 0,09 \cdot (\text{İçliktirne Sermayesi/Satış}) + 0,06 \cdot \text{Yatırım/Amortisman} - 0,11 \cdot \text{Vergi Oranı} + 0,43 \cdot \text{ROE}$$

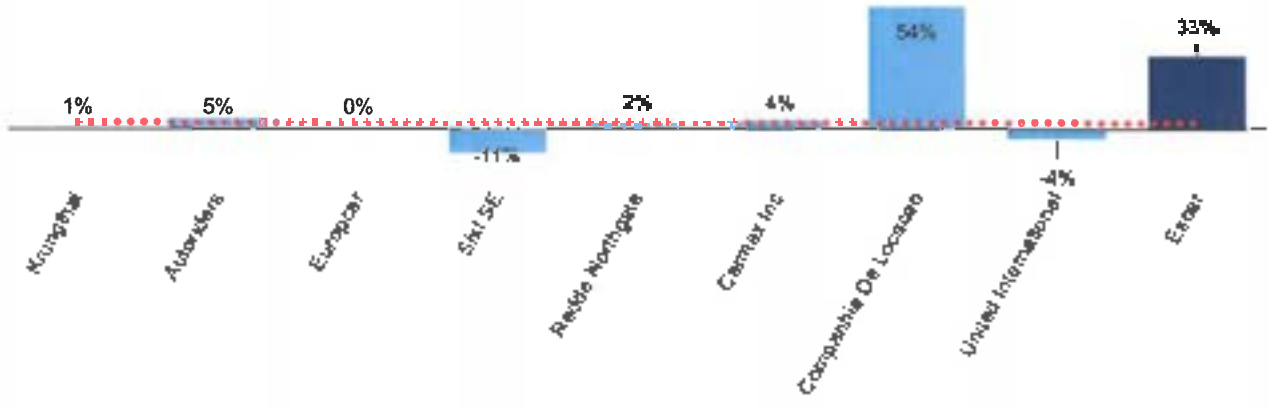


\* F/K ve EY/EBITDA için değerlendirme çarpanları beslemeden 15x üstü ve 3x altı çarpanlar alınmıştır. Bununla birlikte grafikte gösterilmeyen kade edilen köpükler de var olan olumsuz durumlarda şirketin için yeterli sayıda diğer faaliyetlerinden dolayı 15x üstü ve 3x altı şirketlerde grafikte gösterilmeye çalışılmamıştır. Bununla beraber değerlendirme kullanılan çarpanlarda kade edilen çarpanlar diğer gereği değerlendirilmeye alınmamıştır.



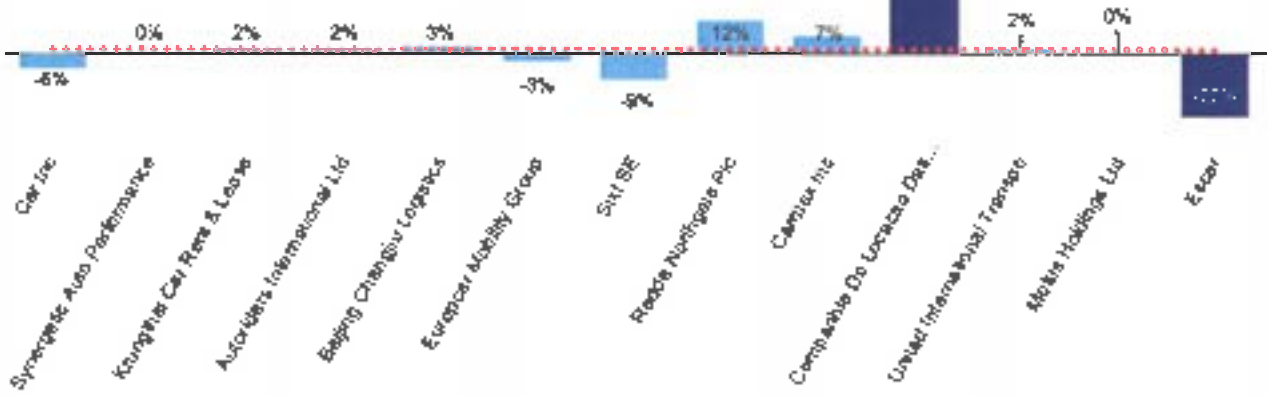
## Yurtdışı Benzer Şirketler EBITDA Büyümesi YBBO (2018-2020)

.....Medyan: %3.3



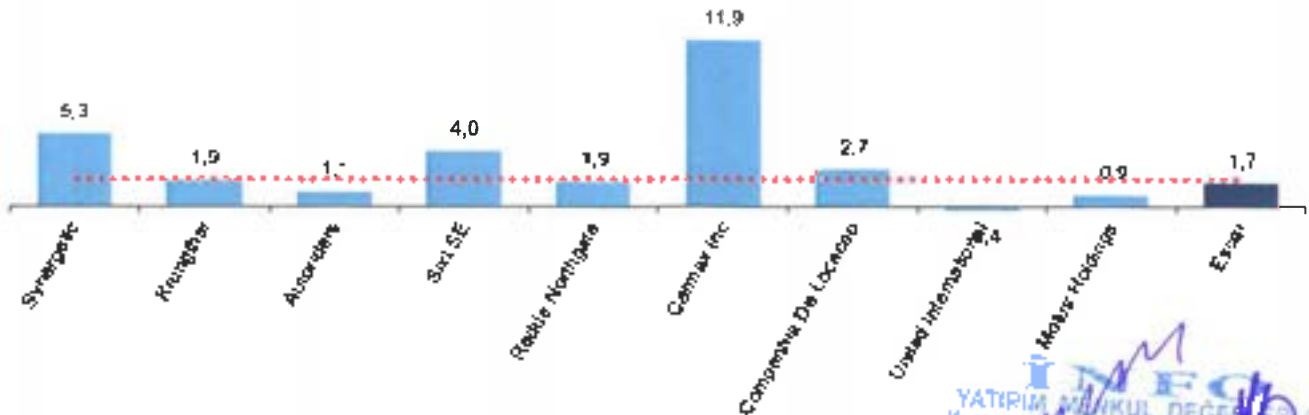
## Yurtdışı Benzer Şirketler Satış Büyümesi YBBO (2018-2020)

.....Medyan: %3



## Yurtdışı Benzer Şirketler Net Borç/EBITDA, Son 4Ç

.....Medyan: 1.8





## ESCAR

## Çarpanların Dinamiği

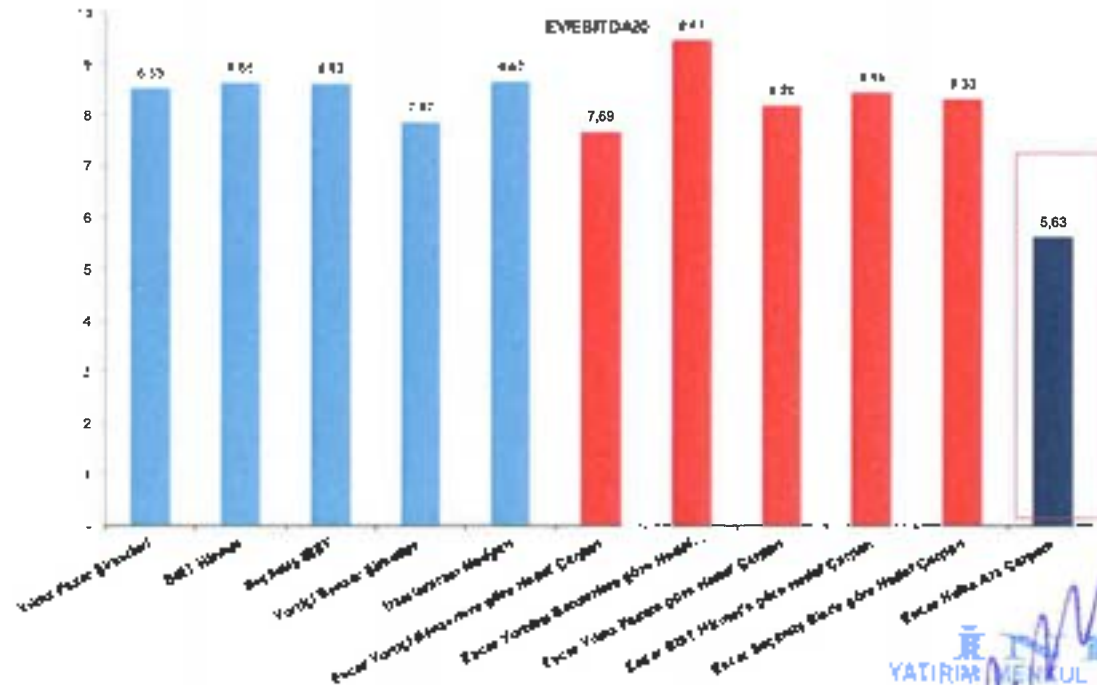
**Barnes denklemine göre Escar yurt dışı benzerlerinden (-) 0,2x daha düşük, yurtdışı benzerlerinden ise 0,8x daha yüksek EV/EBITDA çarpanı ile işlem görmektedir**

Hedef EV/EBITDA'nın belirlenmesi, Escar'ın 2018-2020 arasındaki yıllara ait mali tablolarında yer alan EBITDA, işletme sermayesi ilihyacı ve aktif tutarları kullanılarak Karlılık Oynaklığı ve Nakit Akışı Oynaklığı venleri hesaplanmıştır. Şirket'in 2020 yılı sonu bilan ile EBITDA ve aktif rakamları kullanılarak karlılık oranları hesaplanmıştır, 2020 sonu bilan ile 2020 bilançolarındaki kalemlerden tespit edilen net borç, 2020 aktif tutarlarına bölünerek kaldıraç oranları belirlenmiştir. Satış büyümesi 2020 yılı satış rakamının 2018 yılı satış rakamına bölünmesi 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 yüksek çekmektedir. 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 denklemine 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 değışken olarak kullanmadığı için yakalayamıyor olması denklemin bir eksikliğiyle ilişkilendirilmesi 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	Ulaştırma İşletme Ort.	Tüketim İşletme Ort.	İBİT Hissel	Değişim İBİT	Yatırım Değerler Ort.	ESCAR	ESCAR-Yatırım İşletme Ort. Farkı	ESCAR-İBİT Hissel İşletme Ort. Farkı	ESCAR-Değişim İBİT İşletme Ort. Farkı	ESCAR-Yatırım İşletme Ort. Farkı	ESCAR-Yatırım İşletme Ort. Farkı
Karlılık Oynaklığı	12,2%	26,3%	29,7%	23,3%	75,9%	29,9%	-1,3%	-4,9%	2,2%	-43,4%	13,7%
Nett Akış Oynaklığı	20,7%	44,3%	64,0%	54,0%	48,9%	24,1%	-20,1%	-28,1%	-28,6%	-23,8%	-49,8%
Kaldıraç	4,3	8,4	8,9	8,3	8,2	3,8	-4,4	-3,6	-4,4	4,37	4,30
Karlılık	17,0%	11,8%	13,0%	11,4%	13,3%	28,8%	18,8%	18,8%	17,2%	13,3%	-29,8%
Karlılık	12,6%	15,2%	15,3%	14,4%	13,4%	28,2%	11,0%	18,1%	12,8%	8,8%	13,8%
Yatırım	0,8%	8,7%	5,7%	5,5%	4,2%	1,4%	1,7%	4,7%	4,1%	4,1%	8,1%
Bölge Büyümesi	0,3%	2,4%	3,3%	0,4%	1,9%	-0,3%	-8,4%	-7,4%	-18,8%	-18,8%	-47,9%
Nispet EV/EBITDA Farkı							(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,2)	0,8



## Sektör

*Turizm ve iş 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 sektörünün kalbi. Araç kiralama sektöründe talep genel olarak turizm ve iş faaliyetlerinden kaynaklanmakta 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 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 bölgelere kaydığı gözlemlenmektedir.

2018 kur çoku ve pandemi sektörü olumsuz etkiledi. 2018 yılında yaşanan kur çoku 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 8e 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 368 bin adete yükselmiş olmakla birlikte kur çoku ve Covid 19 etkisi ile sektör 2018-2020 arasında %29,1 daralarak 2020 yılında 263 bin adet araç seviyesine gerilemiştir. Söz konusu daralmanın en önemli sebeplerinden bir tanes günlük kiralama hacminde meydana gelen kayıptır. Günlük araç kiralamaındaki talebin en önemli bileşeni turizm ve iş dünyasının faaliyetleridir. Pandemi nedeni ile tüm dünyanın karantınaya 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 oranına 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 üç yılda düşüş olmasına rağmen çeyreklik verilere bakıldığında araç sayısının 2020'nin 4. çeyreği ile beraber artışa geçtiği görülmektedir.

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



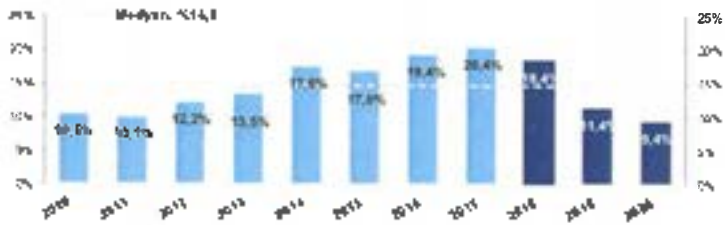
Kaynak: TÜRKİYE (Tür. Oto. Kiralama Kuruluşları Derneği)

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



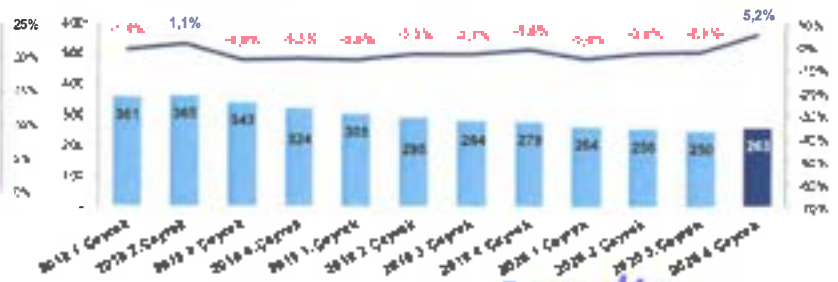
Kaynak: TÜRKİYE (Tür. Oto. Kiralama Kuruluşları Derneği)

Grafik: Kiralama için alınan araçların toplam araç çarkındaki payı 2020 yılında en dip seviyeye...



Kaynak: TÜRKİYE (Tür. Oto. Kiralama Kuruluşları Derneği)

Grafik: 2020 4. çeyrekte kiralanan araç sayısı son üç senede ilk defa yükselmeye geçti...



Kaynak: TÜRKİYE (Tür. Oto. Kiralama Kuruluşları Derneği)

## ESCAR

## Sektör

%1,6 pazar payı

Sektör oyuncuları. Araç kiralama taleplerinin tüm sektörlerden geliyor olması nedeniyle ekonominin tamamlanması olumsuz etkilendiği koşullar haş olmak üzere derleyen dönemlerde sektörel bazı sorunların araç kiralama sektörünü önemli oranda etkilememesi beklenmektedir. Son 5 yıl içerisinde sektördeki ilk 5 oyuncunun pazar payının toplamda %40-45 arasında değişim tahmin edilmektedir. Escar'ın pazar payı açısından sektördeki yerinin 10 ila 20 arasında olduğu öngörülmektedir.

*Şirket'in sektöre göre daha uzun vadeli olan kontrat yapısı Şirket'in nakit akımını sektöre göre daha sürdürülebilir kılmaktadır.*

*2020 yıl sonu itibari ile sektördeki kontratların %78,8'unun vadesi TL bazlı iken %20,7'si Eur bazlı ve geriye kalan %0,4 kadan ise USD bazlıdır.*

## İlk 5 Sıradaki Sektör Oyuncuları

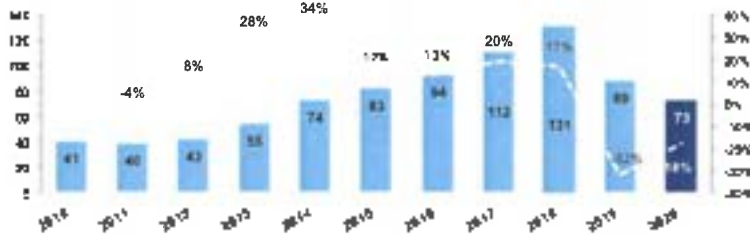
Sıralama	Şirketler	Pazar Payı
1	Şirket 1	12,0%
2	Şirket 2	8,0%
3	Şirket 3	8,0%
4	Şirket 4	7,5%
5	Şirket 5	6,5%
10...20	Escar	1,6%

Kaynak: Şirket Tahminleri

Sektörde kira kontratları ortalamada iki senenin üzerinde. 2020 yılı itibarı ile kiralama sözleşmelerinin %52'sinin vadesi 30-42 ay (2,5-3,5 sene) arasında değişirken, %11,6'sının vadesi 18 aydan az, %17,8'unun vadesi 18 ila 30 ay arasında ve geriye kalan %18,3'ünün ise vadesi 43 ayın üzerindedir. Şirket'in ise genel olarak yapmış olduğu kiralama sözleşmelerinin %90'dan fazlasının vadesi 30 ay'ın üzerindedir.

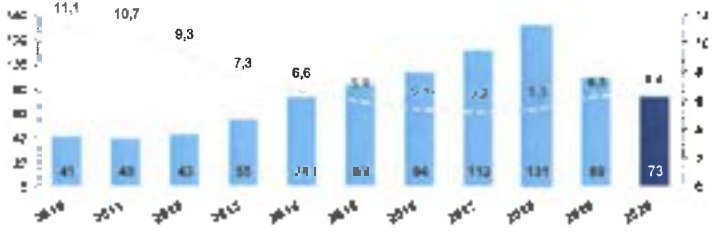
Yasa gereği tüm yeni kontratlar TL cinsinden yapıldı. Türk parasının kıymetine korumaya ilgili 32 sayılı yasa değişikliği nedeniyle 2018 yılı Ekim ayından itibaren yapılan tüm yeni araç kiralama sözleşmeleri Türk lirası olarak düzenlenmekte ve var olan döviz cinsinden yapılan sözleşmeler de sözleşme bitim tarihine kadar mevcut para biriminden devam etmektedir. Bu durum kısa dönemde araç kiralama maliyetlerinin yükselmesine ve firmaların yapmış bütçelerini üzerinde kalmasına, dolayısıyla kiralama kararlarının ertelenmesine neden olmuştur.

Grafik: Sektördeki toplam araç adedi 2020'de son 5 yılın en düşük seviyesinde... (Bin adet)



Kaynak: TCCAGDİR (Türkiye Oto Kiralama Kuruluşları Derneği)

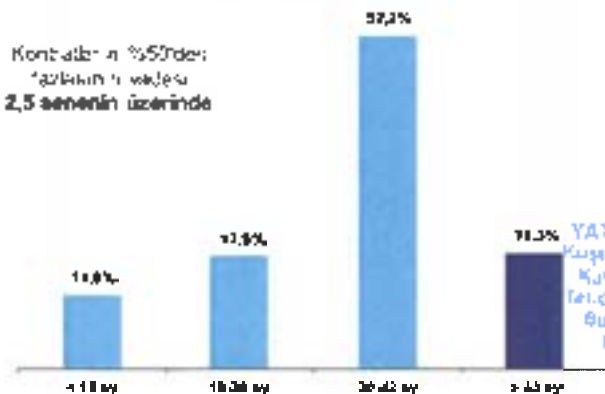
Grafik: Son beş yıldır dönen miktari bazda araç adedi 2020 yılı ile karşılaştırılmaya başlandı... (Bin adet)



Kaynak: TCCAGDİR (Türkiye Oto Kiralama Kuruluşları Derneği)

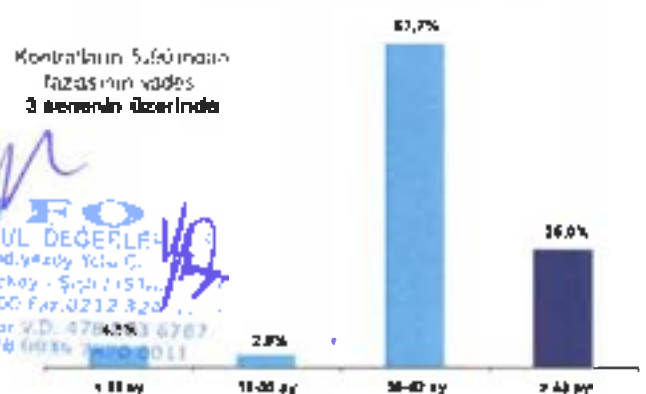
## Sektördeki 2020 Sonu Kontrat Vade Yapısı

Kontratların %50'den fazlasının vadesi 2,5 senenin üzerinde



## Escar 2020 Sonu Kontrat Vade Yapısı

Kontratların %90'dan fazlasının vadesi 3 senenin üzerinde



İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Kuşçuyu Mah. İnci Sokak No: 51  
Kat: 5/B Kat: 5/B Kat: 5/B Kat: 5/B  
Tel: 0212 333 24 00 Fax: 0212 333 24 00  
Büyükdere Mah. Kat: 5/B Kat: 5/B Kat: 5/B  
Mecidiyeköy Mah. Kat: 5/B Kat: 5/B Kat: 5/B