

Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhracat İthalat A.Ş Fiyat Tespit Raporuna ilişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/2. Maddesi kapsamında Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır. Rapor, Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhracat İthalat A.Ş ("Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'da yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama	10 - 11 Ocak 2018
Halka Arz Fiyatı	1,98 TL
Halka Arz Satış Yöntemi	Borsa'da Satış- Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Aracılık Türü	Bakiyeyi Yüklenim
Halka Arz Oranı	%33,33
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı
Halka Arz Öncesi Sermaye	18.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	27.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Paylar	9.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	17.820.000 TL
Tahsisat Oranları	Belirli bir yatırımcı grubu için tahsisat yoktur.

Ortaklar	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Erdoğan Erdil	10,00	1.800.000	6,67	1.800.000
Ali Sami Evkuran	10,00	1.800.000	6,67	1.800.000
Abdi Merttürk	67,24	12.102.300	44,82	12.102.300
M. Emin Altınova	9,77	1.757.700	6,51	1.757.700
Diğer	3,00	540.000	2,00	540.000
Halka Açık	0	0	33,33	9.000.000
Toplam	100,00%	18.000.000	100,00%	27.000.000

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

1988 yılında kurulan Şirket, motorlu araçlar, raylı sistemler, savunma sanayi, gıda sektörü gibi birçok sektörde iklimlendirme ihtiyacı olan kapalı alanlar için soğutma sistemleri üretmektedir. Şirket'in merkezi ve üretim tesisi İzmir, Ulukent Organize Sanayi Bölgesi'nde bulunmaktadır.

Şirket'in iki adet ürün çeşidi bulunmaktadır; a) Klimalar: Minibüs, midibüs, otobüs, raylı sistem ve savunma sanayinde askeri personel ve elektronik malzemelere yönelik klimalar, b) Soğutucular: Gıda, ilaç vb malzemeler için müşteri isteğine göre kranktan veya elektriksel opsiyonlu üretilen iklimlendirme cihazları.

Şirket'in Safkar ve Penguen adından iki adet tescilli markası bulunmaktadır.

Şirket'in araç üstü klima cihazları ve frigorifik (soğutma) amaçlı kapalı kasa araçlar ve panelvan için soğutma cihazları yıllık üretim kapasitesi 15.360 adettir. Şirket'in 2016 ve 30 Haziran 2017 itibarıyla kullandığı kapasite sırasıyla %54,26 ve %48,89 seviyesindedir.

Şirket'in merkezi İzmir Ulukent Organize Sanayi Bölgesindedir. Ayrıca İstanbul'da ve Adana'da depo ve servis amaçlı şubeleri bulunmaktadır. İstanbul Pendik'te de irtibat ofisi bulunmaktadır.

Şirket'in 2014 yılından beri satışlarının %91'i yurtiçi satışlardan elde edilmektedir.

Satışlar	2014		2015		2016		30-Haz-17	
	TL	%	TL	%	TL	%	TL	%
Yurtiçi	54.662.446	91%	60.872.476	91%	60.597.893	93%	30.146.099	91%
Yurtdışı	5.481.217	9%	5.720.932	9%	4.631.356	7%	3.053.768	9%
Net Satışlar	60.143.663	100%	66.593.408	100%	65.229.249	100%	33.199.867	100%

3. Finansal Tablolar

Bilanço

TL	2015	2016	30-Haz-17
Varlıklar			
Dönen Varlıklar	25.437.484	24.996.211	28.802.313
Nakit ve nakit benzerleri	655.424	615.150	1.916.759
Ticari alacaklar	14.242.491	10.933.434	12.793.096
Diğer alacaklar	32.573	162.850	246.809
Stoklar	8.128.735	9.767.742	11.088.098
Peşin ödenmiş giderler	2.378.261	3.062.933	2.739.629
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	0	0	47
Diğer dönen varlıklar	0	4.102	17.875
Satış amaçlı sınıflandırılan duran varlıklar	0	450.000	0
Duran Varlıklar	20.745.086	22.718.061	23.860.048
Finansal yatırımlar	1.610.000	1.904.418	2.283.940
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	450.000	0	0
Maddi duran varlıklar	15.790.949	18.919.534	19.372.344
Maddi olmayan duran varlıklar	1.655.868	1.581.820	1.568.733
Peşin ödenmiş giderler	134.953	43.276	117.513
Ertelenmiş vergi varlığı	1.103.316	269.013	517.518
Toplam Varlıklar	46.182.570	47.714.272	52.662.361

TL	2015	2016	30-Haz-17
Yükümlülükler			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	27.679.718	23.209.318	27.083.418
Kısa vadeli borçlanmalar	10.734.421	8.571.105	9.785.589
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	2.677.868	961.514	509.473
Ticari borçlar	10.800.712	10.048.298	12.633.884
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	172.428	350.214	699.754
Diğer borçlar	127.828	109.832	132.076
Ertelenmiş gelirler	642.027	797.618	1.418.523
Dönem karı vergi yük.	279.403	410.448	0
Kısa vadeli karşılıklar	1.711.496	1.546.020	1.649.850
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	533.535	414.269	254.269
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.686.524	3.474.830	3.836.814
Uzun vadeli borçlanmalar	2.426.532	1.888.682	2.037.891
Diğer borçlar	12.911	0	0
Uzun vadeli karşılıklar	1.247.081	1.586.148	1.798.923
Toplam Yükümlülükler	31.366.242	26.684.148	30.920.232

Özkaynaklar**Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar**

Ödenmiş sermaye	15.000.000	15.000.000	18.000.000
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	0	3.331.178	3.294.767
Yabancı para çevrim farkları	0	(26.787)	(26.787)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	680.346	680.346	680.346
Geçmiş yıllar karları	(2.043.397)	(866.422)	(919.754)
Net dönem karı	1.176.975	2.910.257	712.065
Kontrol gücü olmayan paylar	2.404	1.552	1.492
Toplam Özkaynaklar	14.816.328	21.030.124	21.742.129
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	46.182.570	47.714.272	52.662.361

Gelir Tablosu

TL	2015	2016	30-Haz-16	30-Haz-17
Hasılat	66.593.408	65.229.249	36.796.316	33.199.867
Satışların Maliyeti (-)	(52.410.722)	(49.804.879)	(29.334.624)	(26.360.215)
Brüt Kar/Zarar	14.182.686	15.424.370	7.461.692	6.839.652
Genel Yönetim Giderleri (-)	(2.149.496)	(2.172.034)	(1.343.329)	(1.394.826)
Pazarlama Giderleri (-)	(6.574.246)	(6.635.149)	(3.168.330)	(3.148.621)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(1.304.159)	(1.258.188)	(679.130)	(604.688)
Esas Faaliyetlerinden Diğer Gelirler	3.017.164	2.587.729	1.126.277	1.090.867
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(2.642.738)	(2.734.799)	(1.205.772)	(1.348.188)
Faliyet Karı/Zararı	4.529.211	5.211.929	2.191.408	1.434.196
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler ve Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarından paylar	337.001	463.472	79.123	360.468
Finansman Geliri (Giderleri) (-)	(3.315.848)	(1.251.936)	(518.569)	(1.128.838)
Vergi Öncesi Kar	1.550.364	4.423.465	1.751.962	665.826
Vergi Geliri/Gideri (-)	(372.423)	(1.513.217)	(361.754)	46.179
Dönem Karı/Zararı	1.177.941	2.910.248	1.390.208	712.005
<i>Ana ortaklık payları</i>	966	(9)	(43)	(60)
<i>Kontrol gücü olmayan paylar</i>	1.176.975	2.910.257	1.390.251	712.065

4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Şirket hakkında Meks Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında iki ana yöntem kullanılmıştır. Bu yöntemler Piyasa Çarpanı (Emsal Karşılaştırma) ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) olup, İNA'ya, klima ve soğutucu sektörüne göre çarpan değerlemesine, Gelişen İşletmeler Piyasası Endeksi'ne göre çarpan değerlemesine eşit ağırlık verilerek halka arz fiyatı bulunmuştur. Piyasa çarpanları yönteminde iki ana grup (BIST'te işlem gören klima & soğutucu sektöründe faaliyet gören şirketler ve BIST Gelişen İşletmeler Pazarı Endeksi) kullanılmış olup, aşağıdaki gibi listelenmiş 3 çarpan türü kullanılmıştır:

- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD),
- Fiyat/Kazanç (F/K),
- Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK)

F/K oranı için 30'dan küçük 3'ten büyük, PD/DD oranı için 5'ten küçük 0,5'ten büyük ve FD/FAVÖK oranı için 20'den küçük 1'den büyük oranlar dikkate alınmıştır. Bu bağlamda, BIST klima ve soğutucu sektörü çarpanları 06/10/2017 itibarıyla aşağıdaki gibi oluşmuştur.

Şirketler / Sektör / Pazar	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ALCAR	13,94	1,93	16,68
KLMSN	10,42	1,53	8,01
Klima & Soğutucu Sektörü	12,18	1,73	12,35
Gelişen İşletmeler Pazarı	14,35	2,08	12,05

Benzer çalışma, Gelişen İşletmeler Pazarı'nda yer alan 18 şirket için de yapılmış ve klima ve soğutucu sektöründe bulunan değerlerle eşit ağırlıklandırılarak aşağıdaki değerler elde edilmiştir. Bunun sonucunda, Piyasa Çarpanları yönteminden bulunan piyasa değerleri aşağıdaki gibi olmuştur.

Piyasa Çarpanına Göre Bulunan Şirket Değerleri (TRYmn)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Eşit Ağırlık
Klima & Soğutucu Sektörü	27,2	37,6	55,1	40,0
Gelişen İşletmeler Pazarı	32,0	45,2	53,5	43,6
Ortalama Şirket Değeri	29,6	41,4	54,3	41,8

İndirgenmiş nakit akımları yönetimde şirketin yaratması beklenen FAVÖK'ünden, işletme ve sabit sermaye yatırımları ve vergiler düşülerek elde ettiği nakit akışları iskonto edilerek firma değeri bulunmuş, ardından net finansal borcu çıkarılarak sermaye değeri hesaplanmıştır. İleriye yönelik yapılmış tahminler Türk Lirası üzerinden 5 yıllık bir dönem (2017-2021) için yapılmış, nakit akımlarının indirgenmesinde ise Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) %15,5 olarak kullanılmıştır. Satış projeksiyonu yapılırken satışlar 3 ana kalemde incelenmiş, projeksiyonlarda İstanbul Mahmut Bey metrosu ve İstanbul Anadolu yakasında yapılacak metro projesi için beklenen satışlar değerlemeye katılmıştır. Buna göre, şirketin satışları 2016 yılında 65,2 mn TL'den 2021 yılında 117,5 mn TL'ye çıkmakta, YBBO'su ise %12,5 olmaktadır. Tahminlerde şirketin FAVÖK marjı ise, 2016 yılında %9,5'ten 2017'de %4,1'e düşerken, takip eden yıllarda kademeli olarak artmış; 2021 yılında %13,1'e çıkmıştır. İşletme sermayesinin satışlara oranı uzun vadede %17,7 olarak

kabul edilmiş, 2017'den 2021'e kadar ortalama yatırım tutarı ise satışların %0,6'sı olarak öngörülmüştür. Bu bağlamda şirketin İNA tablosu aşağıdaki gibi olmuştur:

İndirgenmiş Nakit Akımları (TRYmn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Satışlar	65,2	70,4	82,2	100,1	105,5	117,5
Satışların Maliyeti	-49,8	-55,5	-64,7	-77,7	-82,1	-91,3
Faaliyet Giderleri	-10,1	-13,1	-11,9	-12,4	-13,0	-13,8
EBIT	5,4	1,8	5,6	10,0	10,4	12,4
EBIT Üzerinden Vergi	-1,1	-0,4	-1,1	-2,0	-2,1	-2,5
EBIAT	4,3	1,5	4,5	8,0	8,3	9,9
Amortisman	0,8	1,1	1,6	2,1	2,5	3,0
Yatırım Harcamaları	0,3	0,8	0,4	0,5	0,6	0,7
Net İşletme Sermayesi Değişimi		1,8	2,1	3,2	1,0	2,1
Serbest Nakit Akımı		-0,1	3,6	6,4	9,3	10,2

2021 sonrası büyüme %2,5 kabul edilerek, şirketin değeri 58 mn TL, net borç düşüldükten sonra sermaye değeri ise 47 mn TL olarak bulunmuştur. Üç değerlendirme metodunun sonucunda elde edilen değer aşağıdaki gibidir:

Değerleme Metodu	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA'ya Göre	47,0	33,3%	15,7
Klima & Soğutucu Sektörüne Göre	40,0	33,3%	13,3
Gelişen İşletmeler Piyasası Endeksine Göre	43,6	33,3%	14,5
Toplam Şirket Değeri		100%	43,5
Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri			35,7
Halka Arz Fiyatı			1,98

%18'lik halka arz iskontosuyla halka arz fiyatı hisse başına 1,98 TL olarak belirlenmiştir.

5. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen Şirket bilgileri ve değerlendirme ile ilgili açıklamaların yeterli olduğu düşünülmektedir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında belirlenen halka arz fiyat aralığının makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

- İNA'ya göre değerlendirilmede, FAVÖK marjındaki gerek 2017'deki düşüşün, gerek ise takip eden yıllardaki artışın nedeni açıklanmamıştır.
- İNA yönteminde 2017 yılının sonuna gelindiğinden değerlemenin 2018'den başlayarak yapılmasını daha sağlıklı buluyoruz.
- İNA'da yapılan satış tahminlerinden 2021 değerleri kullanılarak atık değer bulunmuştur. Proje bazlı satışlar nedeniyle 2021'de elde edilen büyüme rakamlarının sonraki yıllarda elde edilememesi olasılığının değerlendirilmede risk oluşturabileceği kanısındayız.

Safkar Ege Sogutmacılık Fiyat Tespit Raporuna ilişkin Görüş

- Çarpan yönteminde değerlemeler 06/10/2017 tarihindeki verilerle yapılmıştır. Değerlemede tek bir tarih yerine, ortalama değerlerin kullanılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.

Bu yorumlarımız dışında, raporun yeterli netlikte ve anlaşılabilirlikte olduğu kanaatindeyiz. Halka arz için kullanılan %18 iskontonun ise yeterli olduğunu düşünüyoruz.

UYARI NOTU

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest"), bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir.

Raporda yapılan yorumlar sadece QNB Finansinvest'in görüşünü yansıtmakta olup, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir ve yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. QNB Finansinvest ve QNB Finansinvest çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Bunlara ilaveten, QNB Finansinvest raporların internet üzerinden veya e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.