

5 Ocak 2018 Cuma

**'SAFKAR EGE SOĞUTMACILIK KLİMA SOĞUK HAVA TESİSLERİ İHRACAT İTHALAT A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU' DEĞERLENDİRME RAPORU**

Bu rapor Anadolu Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararına dayanılarak, Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhracat İthalat A.Ş. ("Safkar" ya da "Şirket") için hazırlanmış olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşünü içermekte olup, yatırımcıların halka arzına katılması ya da katılmaması yönünde herhangi bir öneri veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

1) ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Safkar, motorlu araçlar, raylı sistemler, savunma sanayi, gıda sektörü başta olmak üzere birçok sektörde iklimlendirme ihtiyacı olan kapalı alanlar için soğutma sistemleri üretmektedir. Kayıtlı sermaye tavanı 75 milyon TL olan şirketin, çıkarılmış sermayesi 18 milyon TL'dir. Şirketin ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

Ortağın Adı-Soyadı / Ticaret Ünvanı	Sermayedeki Payı(TL)	Sermayedeki Payı(TL)
Abdi Merttürk	12.102.300	67,24
Ali Sami Evkuran	1.800.000	10,00
Erdoğan Erdil	1.800.000	10,00
M. Emin Altınova	1.757.700	9,77
Diğer	540.000	3,00
Toplam	18.000.000	100,00

**SAFKAR EGE SOĞUTMACILIK KLİMA
SOĞUK HAVA TESİSLERİ İHRACAT
İTHALAT A.Ş.**

Ana başlık olarak şirket; minibüs, midibüs, otobüs, raylı sistem ve savunma sanayine yönelik klimalar; gıda, ilaç v.b. malzemeler için müşteri isteğine bağlı olarak kranktan veya elektriksel opsiyonlu üretilen iklimlendirme cihazlarının üretimi gerçekleştirmektedir. ISO 9001, ISO 14001, OHSAS 18001, ISO/TS 16949, IRIS Sertifikası bulunan şirketin Safkar ve Penguen adında iki adet tescilli markası bulunmaktadır.

2) ŞİRKET FAALİYETLERİ VE SEKTÖR HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Şirketin araç üstü klima cihazları ve soğutma amaçlı kapalı kasa araçlar ve panelvan için soğutma cihazları kapasitesi yıllık 15.360 adettir. 2016 yılında %54,26 kapasite kullanım oranıyla toplam 8.334 adet klima ve soğutucu üretimi gerçekleştiren şirket, 2017 yılı ilk yarısında %48,89 kapasite kullanım oranı ile 3.755 adet üretim gerçekleştirmiştir.

Bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarında yer alan bilgilere göre; 2016 yılında 65,2 milyon TL satış geliri elde eden şirketin satışlarının %93'ü yurt içi satışlarından, %7'si ihracat gelirlerinden oluşmaktadır. 2017 yılının ilk yarısında ise 33,1 milyon TL'lik net satışların ise %91'i yurt içi satışlardan, %9'u yurt dışı satışlarından sağlanmıştır.

2015 yılı Kasım ayında yayınlanan TOBB İklimlendirme Sanayi Meclisi raporunda işgücü, teknoloji, hammadde/yarı mamul, girişimci ve jeostratejik konum olmak üzere 5 ana değişkenin durumuna bakılarak yapılan değerlendirmede, Türkiye'nin iklimlendirme sektörünün yüksek derecede rekabetçilik gücüne sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3) ÖZET FİNANSALLAR

BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	2015	2016	2017/06
Dönen Varlıklar	25.437.484	24.996.211	28.802.313
<i>Nakit ve Nakit Benzerleri</i>	655.424	615.150	1.916.759
<i>Ticari Alacaklar</i>	14.242.491	10.933.434	12.793.096
<i>Diğer Alacaklar</i>	32.573	162.850	246.809
<i>Stoklar</i>	8.128.735	9.767.742	11.088.098
<i>Peşin Ödenmiş Giderler</i>	2.378.261	3.062.933	2.739.629
<i>Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar</i>	0	0	47
<i>Diğer Dönen Varlıklar</i>	0	4.102	17.875
<i>Satış Amaçlı Sınıflandırılmış Varlıklar</i>	0	450.000	0
Duran Varlıklar	20.745.086	22.718.061	23.860.048
<i>Finansal Yatırımlar</i>	1.610.000	1.904.418	2.283.940
<i>Yatırım amaçlı Gayrimenkuller</i>	450.000	0	0
<i>Maddi Duran Varlıklar</i>	15.790.949	18.919.534	19.372.344
<i>Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	1.655.868	1.581.820	1.568.733
<i>Peşin Ödenmiş Giderler</i>	134.953	43.276	117.513
<i>Ertelenmiş Vergi Varlığı</i>	1.103.316	269.013	517.518
TOPLAM VARLIKLAR	46.182.570	47.714.272	52.662.361
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	27.679.718	23.209.318	27.083.418
<i>Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	10.734.421	8.571.105	9.785.589
<i>Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları</i>	2.677.868	961.514	509.473
<i>Ticari Borçlar</i>	10.800.712	10.048.298	12.633.884
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar</i>	172.428	350.214	699.754
<i>Diğer Borçlar</i>	127.828	109.832	132.076
<i>Ertelenmiş Gelirler</i>	642.027	797.618	1.418.523
<i>Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü</i>	279.403	410.448	0
<i>Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	1.711.496	1.546.020	1.649.850
<i>Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler</i>	533.535	414.269	254.269
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.686.524	3.474.830	3.836.814
<i>Uzun Vadeli Borçlanmalar</i>	2.426.532	1.888.682	2.037.891
<i>Diğer Borçlar</i>	12.911	0	0
<i>Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	1.247.081	1.586.148	1.798.923
Özkaynaklar	14.816.328	21.030.124	21.742.129
TOPLAM KAYNAKLAR	46.182.570	47.714.272	52.662.361

GELİR TABLOSU (TL)

Bağımsız Denetimden Geçmiş

	2015	2016	2017/06
Hasılat	66.593.408	65.229.249	33.199.867
Satışların Maliyeti (-)	-52.410.722	-49.804.879	-26.360.215
Brüt Kar Zarar	14.182.686	15.424.370	6.839.652
Faaliyet Giderleri (-)	-10.027.900	-10.065.371	-5.148.135
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.017.164	2.587.729	1.090.867
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-2.642.738	-2.734.799	-1.348.188
Esas Faaliyet Karı/Zararı	4.529.212	5.211.929	1.434.196
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	337.001	317.119	175.492
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar	0	146.353	184.976
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kar/Zararı	4.866.213	5.675.401	1.794.664
Finansman Geliri	1.325.807	57.249	76.839
Finansman Gideri (-)	-4.641.655	-1.309.185	-1.205.677
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi Karı/Zararı	1.550.365	4.423.465	665.826
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-372.424	-1.513.217	46.179
Dönem Karı/zararı	1.177.941	2.910.248	712.005

4) DEĞERLENME YÖNTEMLERİ

Safkar'ın paylarının halka arzında fiyata esas teşkil eden değerin belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemleri olarak İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi ve Piyasa Çarpanları analizi kullanılmıştır.

4.1) İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi

Analizde projeksiyonlar TL üzerinden yapılmış olup, projeksiyon dönemi 2017-2021 yıllarını kapsamaktadır. Şirketin satış gelirleri 8 ana kalemden incelenmiş, gelir projeksiyonları her bir ürün grubu için ürünün yapısı ve ürüne gelen talepler doğrultusunda sektör hacmi göz önünde bulundurulmuştur.

Şirket, İstanbul Mahmutbey metrosu ile ilgili 720 adetlik raylı sistem aracının üretimi ile ilgili belediye ile sözleşme imzalayan Hyundai Eurotem Demiryolları A.Ş. ile proje ortağı konumundadır. Projenin 4 yılda tamamlanması planlamakla birlikte ayda 16 adetten yılda 192 setin sevk edilmesi planlanmaktadır. Söz konusu proje 2018 yılında başlayacak ve 2021 yılında son bulacaktır. Ayrıca İstanbul Anadolu yakasında yapılacak metro projesi için 400 adetlik klima işinin takip edildiği belirtilmiştir. 2018 yılında 80 adet, 2019 ve 2020 yıllarında 16'şar adet raylı sistem klima satışı öngörülmektedir.

Böylelikle şirket satış gelirlerinin 2017 yılında %7,93, 2018-2021 yılları arasında sırasıyla %16,71, %21,77, %5,47 ve %11,30 artacağını öngörülmektedir.

2016 yılında 6,1 milyon TL FAVÖK ve %9,5 FAVÖK marjına sahip şirketin, 2017 yılında satışların maliyetinde ve faaliyet giderlerinde yaşanan artışın yarattığı bozulma ile 2,9 milyon TL FAVÖK rakamı ve %4,1 FAVÖK marjı ile yılı tamamlayacağı tahmin edilmiştir. 2018 yılında SMM/Ciro oranının %78,8'de kalacağı varsayımı ve faaliyet giderlerinin ciro içindeki payının %18,6'dan %15,3'e ineceği varsayımıyla FAVÖK rakamının 7,1 milyon TL'ye, FAVÖK marjının ise 8,7'ye yükseleceği projeksiyonlarda yer almıştır. 2021 yılına kadar ihalelerle artan cironun ve maliyetlerde yaşanan iyileşme tahminiyle FAVÖK marjının artarak 2021 yılında %13,1'e ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin %15,47, uç değer büyüme oranının %2,5 olarak alınarak hesaplanan indirgenmiş nakit akımları varsayımlarına göre şirket değeri 47 milyon 47 bin TL olarak bulunmuştur. İNA'ya göre hisse başına değer 2,61 TL'ye denk gelmektedir.

4.2) Emsal Şirket Değeri Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piyasa çarpanları analizinde BİST Gelişen İşletmeler Pazarı Endeksi ve BİST'te işlem gören klima ve soğutucu sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 06.10.2017 tarihli Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Firma Değeri/FAVÖK çarpanları dikkat alınmıştır.

Klima ve soğutucu sektöründe faaliyet gösteren Alarko Carrier ve Klimasan Klima'nın 06.10.2017 tarihinde ortalama F/K oranı 12,18x, PD/DD 1,73x, FD/FAVÖK oranı ise 12,34x düzeyindedir. F/K çarpanına göre şirket değeri 27 milyon 179 bin TL, PD/DD çarpanına göre 37 milyon 610 bin TL, FD/FAVÖK çarpanına göre ise 55 milyon 66 bin TL düzeyinde hesaplanmakla birlikte, üç değer ortalaması alınarak ulaşılan şirket değeri 39 milyon 951 bin TL'dir. BİST Klima&soğutucu sektörü çarpanlarına göre yapılan hesaplamada hisse başına değer 2,2 TL'ye denk gelmektedir.

BIST Gelişen İşletmeler Pazarı 06.10.2017 tarihli piyasa çarpanlarında uç değerler çıkarılarak aritmetik ortalamaları alınmıştır. F/K oranı 14,35x, PD/DD 2,08x, FD/FAVÖK 12,05x olarak ele alınmakla birlikte şirket değeri F/K çarpanına göre 32 milyon 30 bin TL, PD/DD çarpanına göre şirket değeri 45 milyon 255 bin TL, FD/FAVÖK çarpanına göre şirket değeri 53 milyon 481 bin TL olarak bulunmuştur. her bir çarpana eşit ağırlık verilerek hesaplanan ortalama şirket değeri 43 milyon 589 bin TL olarak hesaplanmıştır. Böylelikle hisse başına değer 2,42'ye denk gelmektedir.

4.3) Değerleme Sonucu

Safkar'ın şirket değeri belirlenirken; indirgenmiş nakit akımları analizi, BİST klima&soğutucu sektörü çarpanları ile BİST gelişen işletmeler pazarı endeksi çarpanları kullanılmıştır. Üç yöntemle bulunan şirket değerleri eşit ağırlıklandırılmak suretiyle nihai değere ulaşılmıştır.

	Şirket Değeri (TL)	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL)
İNA'ya Göre	47.046.719	33,30%	15.680.671
Klima&Soğutucu Sektörü Çarpanlarına Göre	39.951.591	33,30%	13.315.865
Gelişen İşletmeler Piyasası Çarpanlarına Göre	43.588.681	33,30%	14.528.107
Toplam Şirket Değeri		100,00%	43.524.644
Halka Arz İskontosu			18%
Halka Arz İskontosu sonrasında Şirket Değeri (TL)			35.690.208
Halka Arz Fiyatı (TL)			1,98

Bu doğrultuda Safkar'ın ağırlıklandırılmış ortalama şirket değeri 43 milyon 524 bin TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 18 milyon TL olup, hisse başına değer 2,42'ye denk gelmektedir. Halka arz fiyatı ise %18 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 1,98 TL olarak belirlenmiştir.

Çıkarılmış Sermaye (TL)	18.000.000
Pay Başına Şirket Değeri (TL)	2,42
Halka Arz İskontosu	18,00%
Halka Arz Fiyatı (TL)	1,98
Halka Arz Öncesi Şirket Değeri (TL)	35.640.000
Halka Arz Nominal Tutar (TL)	9.000.000
Halka Arz Büyüklüğü (TL)	17.820.000
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri (TL)	53.460.000

5) SONUÇ

Safkar'ın şirket değerinin belirlenmesinde indirgenmiş nakit akışları analizi ve piyasa çarpanları analizi yöntemlerine yer verilmiştir. Geleceğe yönelik beklentileri içermesi dolayısıyla fiyat tespitinde indirgenmiş nakit akışları analizine yer verilmesini olumlu buluyoruz. Hisse başına değer 2,42 TL olurken, halka arzın %18 iskonto içererek 1,98 TL'den yapılmasını da pozitif değerlendirmekteyiz. Diğer yandan halka arz gelirinin %20'sinin yeni fabrika ve kapasite artırımı yatırımları sonrası üretim ve satış hacminin artmasına bağlı olarak işletme sermayesi ihtiyacının finanse edilmesi, %40'ının ise spot kredilerin kapatılmasında kullanılmasının planlanmasını da olumlu bulmaktayız.

Diğer yandan piyasa çarpanları analizinde 6.10.2017 tarihli verilerin kullanıldığını görüyoruz. Fiyat tespit raporunda daha yakın bir tarih alınmış olması halinde sonuçların farklılık içereceğini eklemek isteriz.

Safkar için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun genel olarak detaylı, anlaşılır olduğu görüşünde olup, %18'lik iskontoyla hesaplanan 1,98 TL hisse başına değer de makul olduğunu düşünüyoruz.

SAFKAR EGE SOĞUTMACILIK KLİMA
SOĞUK HAVA TESİSLERİ İHRACAT
İTHALAT A.Ş.

Uyarı: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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.

Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Anadolubank A.Ş. ve Anadolu Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

parite[®]

webborsa[®]