

‘SAFKAR EGE SOĞUTMACILIK Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin konsorsiyum lideri olarak Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhracat İthalat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Safkar) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Ana ortağı (%67,2 pay ile) Abdi Merttürk olan Safkar motorlu araçlar, raylı sistemler, savunma sanayi, gıda sektörü olmak üzere birçok sektörde iklimlendirme ihtiyacı olan kapalı alanlar için soğutma sistemleri üretmektedir.

2. Şirket’in Operasyonları Hakkında:

Faaliyetlerini 1988 yılından beri sürdüren Safkar klimalar ve soğutucular olarak iki ana dalda üretim yapmaktadır. Klima cihazları minibüs, midibüs, otobüs, raylı sistemler ve savunma sanayi sektörüne yönelik üretilmektedir. Soğutucu cihazları gıda, ilaç, vb. malzemeler için müşteri isteğine bağlı olarak kranktan veya elektrikselsel opsiyonlu üretilmektedir. Şirketin “Safkar” ve “Penguin” adında iki adet tescilli markası bulunuyor.

Şirketin araç üstü klima cihazları ve frigorifik (soğutma) amaçlı kapalı kasa araçlar ve panelvan için soğutma cihazları yıllık üretim kapasitesi 15.360 adettir. 2017 ilk 6 aylık kapasite kullanım oranı %48,9 ve 2016 yılı kapasite kullanım oranı %54,3 olarak gerçekleşmiştir.

Merkezi ve üretim tesisleri Menemen İzmir’de bulunan Safkar’ın İstanbul’da bir şube ile bir irtibat ofisi ve Adana’da bir şubesi bulunmaktadır.

2017 ilk 6 ayda toplam 33 milyon 199 bin TL seviyesine ulaşan cironun %91’i yurtiçi, %9’u ihracattan elde edilmiştir. Şirketin 2016 yılı cirosu 65 milyon 229 bin TL seviyesindeydi (%93 yurtiçi, %7 ihracat).

İklimlendirme sektöründe girdilerin bir kısmı Türkiye’de üretilirken ciddi bir kısmı ithal edilmektedir. Sektörde girdilerin %30’dan fazlasının ithal olduğu tahmin ediliyor ve çoğu Uzakdoğu ülkelerden yapıyor.

Türkiye’nin raylı sistemler sektöründe yüksek büyüme potansiyeli barındırdığı düşünülmektedir. Rayder’in öngörülerine göre 2016 yılında raylı sistemler sektöründe klima pazarının büyüklüğü yaklaşık 40 milyon TL seviyesindeydi. Mevcut durumda, yeni düzenlemeler ile yerlilik oranlarının artırılması ve ihalelerde zorunlu kılınması ile pazarda yerli firmalara doğru bir artış beklenmektedir. Yabancı firmaların da Türkiye’de üretime başlaması ile rekabetin oldukça artması öngörülmüyor. Ulaştırma Bakanlığı’nın açıkladığı

2023 hedefleri doğrultusunda, 2016-2023 yılları arasında yaklaşık 5.000-6.000 raylı sistem araç alımı yapılması ve pazarın 50 milyar dolar tutarına ulaşması bekleniyor.

Safkar'ın faaliyetleri motorlu taşıt üretimlerden etkilenebilir. Türkiye'de yıllık bazda 12.995 adet otobüs, 47.142 adet minibüs ve 7.200 adet midibüs üretim kapasitesi bulunmaktadır. Yılın ilk 6 ayında otobüs üretimi %41 düşüşle 455 adet ve aynı dönemde midibüs üretimi %13 düşüşle 816 adet olarak gerçekleşti. Aynı dönemde Safkar'ın cirosu %10 düşüşle 33,2 milyon TL olarak gerçekleşti.

B) DEĞERLEME ÇALIŞMASI:

Çarpan Analize Göre Şirket Değerleri

1) İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi

- Şirketin satış gelirleri sekiz ana kalemden incelenmiştir. Her bir ürün grubu için ürünün yapısı ve ürüne gelen talepler doğrultusunda sektör hacmi göz önünde bulundurulmuştur. Ayrıca, şirket Mahmut Bey metrosu ile ilgili 720 adetlik raylı sistem aracının üretimi ile ilgili belediye ile sözleşme imzalayan Hyundai Eurotem Demiryolları A.Ş. ile proje ortağıdır. Projenin 4 yılda tamamlanması bekleniyor ve ayda 16 adetten yılda 192 set sevk edilecek şekilde planlanıyor. Bu proje 2018'de başlayıp 2021 yılına kadar sürecek. Bunun dışında İstanbul Anadolu yakasında yapılacak olan metro projesi için 400 adetlik klima işinin takibi yapılıyor. Bu projede 2018'de 80 adet, 2019'da 160 adet ve 2020'de 160 adet raylı sistem klima satışı öngörülüyor. Bu varsayımlara göre 2016-2021 yılları için yıllık bazda bileşik ortalama büyüme %12 olarak hesaplanıyor. Projeksiyon dönemi için FAVÖK marjı ortalama %10,0 olarak hesaplanıyor. 2016'da FAVÖK marjı %9,5'ten 2017'de %4,1'e düşmesi, akabinde ise projeksiyon döneminde artarak 2021'de %13,1'e ulaşması bekleniyor.
- Yatırım harcamaları cironun %1'i civarında olarak öngörülmüş, net işletme sermaye değişiminde projeksiyon döneminde her yıl artış beklentisi ortaya konulmuştur, bu kalemin ciroya oranı da 2017'deki %2,5'dan 2021'de %1,8'e iniyor.
- İNA varsayımlarına göre Safkar'ın değeri 50 milyon 139 bin TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 18 milyon TL olup, bu hesaba göre birim pay değeri 2,79 TL'ye denk gelmektedir.

2) Emsal Şirket Değeri Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

- Piyasa çarpanları analiz yöntemine göre Safkar'ın piyasa değeri BİST Gelişen İşletmeler Pazarı Endeksi ve BİST'te işlem gören klima ve soğutucu sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin çarpanları dikkate alınarak tespit edilmiştir. Analizde Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Firma Değeri/Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar ((FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmış ve 06.10.2017 tarihli veriler dikkate alınmıştır.
- BİST'te işlem gören klima ve soğutucu sektöründeki şirketler olan Alarko Carrier ve Klimasan'ın çarpanlarına dayanarak Safkan için ortalama 39 milyon 952 bin TL piyasa değeri hesaplanmış olup, bu hesaba göre Safkar'ın birim pay değeri 2,22 TL'ye denk gelmektedir.
- BİST Gelişen İşletmeler Pazarı Endeksi çarpanları için uç değerler çıkarılarak aritmetik ortalama alınmıştır. Buna göre Safkan için ortalama 43 milyon 589 bin TL piyasa değeri hesaplanmıştır, bu hesaba göre birim pay değeri 2,42 TL'ye denk gelmektedir.

3) Safkar için hesaplanan halka arz fiyatı

- Safkar'ın halka arz fiyatı hesaplamasında İNA, BİST klima ve soğutucu sektörü çarpanları ve BİST Gelişen İşletmeler Pazarı Endeksi çarpanları eşit ağırlıklandırılmak suretiyle Safkar için 44 milyon 555 bin TL şirket değeri hesaplanmıştır. Bu değer üzerinden %20 halka arz iskontosu ile şirket değeri 35 milyon 644 bin TL ve halka arz fiyatı 1,98 TL olarak tespit edilmiştir.

SONUÇ:

Safkar için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz. Bununla birlikte;

Bir çekincemiz, Fiyat Tespit Raporunda halka arz gelirlerinin kullanım yerlerinin belirtilmemiş olmasıdır.

2016'da %9,5 seviyesinde bulunan FAVÖK marjının 2017'de %4,1'e düşmesi beklenmektedir. Ancak bu düşüşün temel sebebi net bir şekilde açıklanmamıştır.

İNA analiz yöntemine göre tespit edilen değer için 2017 yılı bittiğinden değerlendirme 2018 yılından başlamasını daha uygun buluyoruz.

Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Firma Değeri/Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar ((FD/FAVÖK) çarpanları kullanılırken, 06.10.2017 tarihli verileri dikkate alınmış ancak neden bu tarihteki verilerin kullandığına dair bir açıklama yapılmamıştır.

Çekincelerimiz dışında Fiyat Tespit Raporunda hisse başına bulunan halka arz fiyatı olan 1,98 TL'nin değerlemeden çıkan 2,48TL'ye göre %20 oranında iskontolu olması nedeniyle makul buluyoruz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, 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 dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2018