



Safkar Ege Soğutmacılık Soğuk Hava Tesisleri İhr. İth. A.Ş.

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

OCAK 2018

İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. SEKTÖREL BİLGİ	4
III. ŞİRKET BİLGİLERİ	5
IV. FİNANSAL BİLGİLER	9
V. DEĞERLEME	11
VI. GÖRÜŞ ve SONUÇ	14

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Meksa Yatırım") lider aracı kurum olduğu Safkar Ege Soğutmacılık Soğuk Hava Tesisleri İhr. İth. A.Ş. (kısaca "Safkar" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Meksa Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahname setini (İhraççı Bilgi Dokümanı, Sermaye Piyasası Aracı Notu, Özet) inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

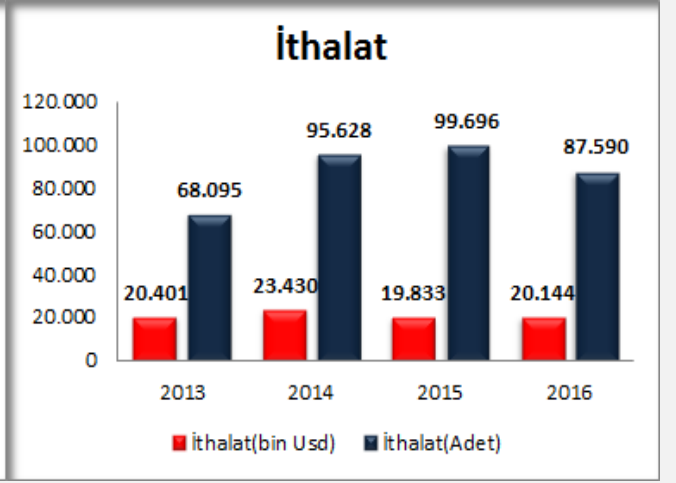
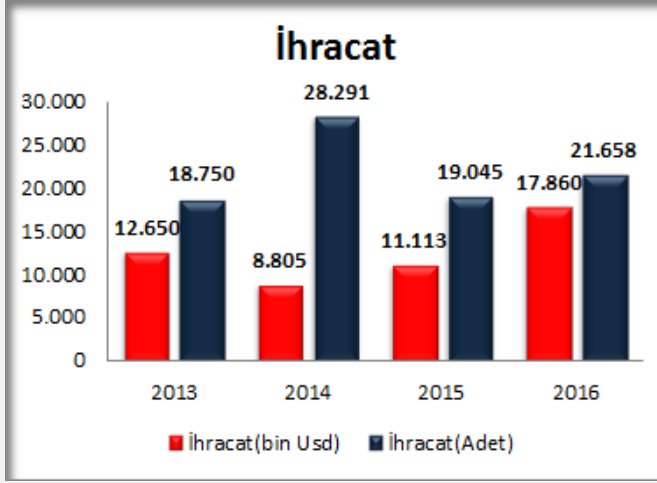
I. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 18.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 27.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 9.000.000 TL nominal – Sermaye artırımını
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Borsa’da Satış
Halka Arz Fiyatı	■ 1,98 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 17.820.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %33,33
Halka Arz Tarihi	■ 10-11 Ocak 2018
Borsa’da İşlem Görme Tarihi (tahmini) – İşlem Göreceği Pazar	■ 16-17 Ocak 2018 – Gelişen İşletmeler Pazarı (GİP)
Lider Aracı Kurum	■ Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	■ Bakıyeyi Yüklenim
Satmama Taahhüdü	■ Meksa Yatırım bakıyeyi yüklenim nedeniyle aldığı payları 6 ay süreyle halka arz fiyatının altında Borsa’da satmayacağını taahhüt etmiştir. ■ Safkar, halka arz sonrası 12 ay süreyle bedelli sermaye artırımını yapmayacağını ve satışa hazır bekletilen paylar hariç olmak üzere dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını taahhüt etmiştir. ■ Şirket’in %10 ve daha fazla paya sahip ortakları, borsada işlem göreceği payların tekrar alınıp satılması durumu hariç sahip oldukları ortaklık paylarını 2 Ocak 2020 tarihine kadar borsada satmayacaklarını taahhüt etmişlerdir.
Fiyat İstikrarı	■ Fiyat istikrarına yönelik uygulama yapılmayacaktır.
Piyasa Yapıcılığı	■ 2 yıl süre ile Meksa Yatırım tarafından yapılacaktır.

II. Sektörel Bilgi

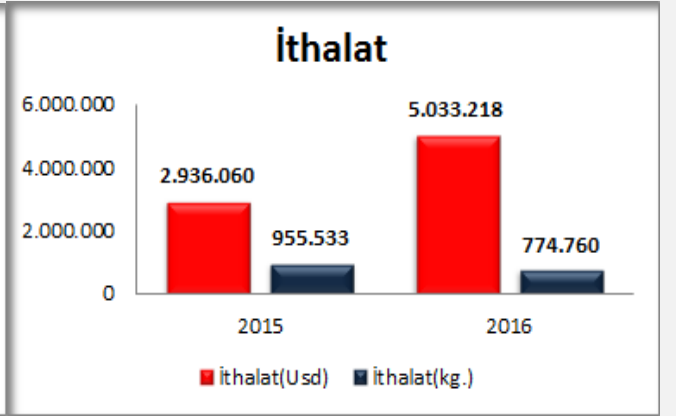
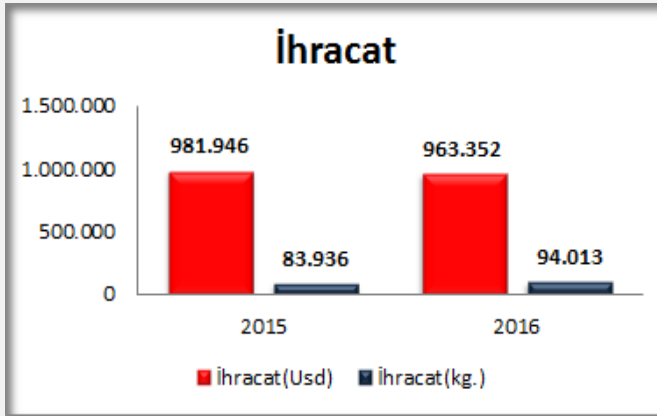
Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Safkar Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- ✓ Makina imalat sektörünün en önemli alt kalemlerinden birisini oluşturan iklimlendirme sektörü, hem hızla yükselen iç talebin hem de giderek artan ihracat kabiliyetinin etkisiyle son yıllarda büyük bir atılım içerisine girmiştir. Ülkemizde ilk iklimlendirme sanayii faaliyetleri 1950'li yıllarda görülmeye başlanmış, son yıllarda, sektördeki şirketler geçmişte yıllarca temsil etmiş oldukları global firmalar ile ortak girişimler kurmaya, böylece de iklimlendirme sektörü için teknoloji transferi fırsatları yaratmaya başlamışlardır.
- ✓ Sektörün ihracat büyüklüğü 4 milyar doların üzerinde olup, 2023 yılı ihracat hedefi 10-12 milyar dolar olarak öngörülmektedir.
- ✓ İklimlendirme sektörü yaklaşık 300.000 kişiye istihdam sağlamaktadır. Türkiye, istihdam anlamında genç nüfusu sayesinde sektöre olumlu katkı sunmaktadır. Üretimde kullanılan teknoloji seviyesi en üst seviyede bulunmamakla birlikte sektör bu açığı kalifiye mühendislik ile kompanse etmektedir. Yerli mühendislerin fiyat/kalite performansı oranının dünyaya göre iyi bir konumda olması sebebiyle Türkiye'de üretim yapan firmalar bu avantajdan faydalanmaktadır.
- ✓ Sektördeki yerli yabancı girdi oranı %70-%30 olarak tahmin edilmektedir. İthalatın büyük kısmı Uzak Doğu ülkelerinden yapılmaktadır. İthal girdi oranının yüksek olması yurt içi üretimde inovasyon yapabilme yeteneğini azaltan önemli bir etken olarak görülmektedir.
- ✓ Türkiye'nin iklimlendirme sektörünün hızla geliştiği Orta Doğu, Kafkaslar, Orta Asya ve Kuzey Afrika gibi coğrafyaların merkezinde olmasının getirdiği jeostratejik avantaja ek olarak, gelişen pazarlara yakın konumu da sektörde yer alan girişimciler için önemli bir fırsat yaratmaktadır. Diğer ülkelere göre mukayeseli olarak rekabet avantajına sahip olduğu söylenebilir.
- ✓ Raylı sistemler sektöründe 2016 yılı itibariyle klima pazarının toplam büyüklüğü yaklaşık 40 milyon TL'dir. 2023 hedefleri doğrultusunda alınacak yeni kararlarla sektördeki yerlilik oranının artırılması beklenmektedir. Ulaştırma Bakanlığı'nın önümüzdeki dönemde almayı planladığı 5.000 adet civarındaki raylı araçlarla için yapılacak ihalelerde yerlilik oranının artırılmasının zorunlu kılınması öngörülmektedir. Bu doğrultuda yerli klima pazarının büyümesi beklenmektedir.
- ✓ Motorlu taşıtlarda kişiler için kullanılan klimaların yıllar itibariyle TÜİK ihracat ve ithalat verileri aşağıda yer almaktadır.



Kaynak: İhraççı Bilgi Dokümanı

- ✓ Frigorifik araç kasalarına monte edilmek için üretilen soğutucu ünitelerin yıllar itibarıyla TÜİK ihracat ve ithalat verileri aşağıda yer almaktadır.



Kaynak: İhraççı Bilgi Dokümanı

III. Şirket Bilgileri

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Safkar Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- ✓ Safkar Ege Soğutmacılık Soğuk Hava Tesisleri İhr. İth. A.Ş. (kısaca "Safkar" ya da "Şirket") 1988 yılında İzmir'de kurulmuştur. Şirket'in üretim ve idari merkezi Menemen/İzmir'dedir.
- ✓ Şirket'in İstanbul'daki ofisinin yanı sıra İstanbul ve Adana'da birer depo/servis merkezi bulunmaktadır.
- ✓ Şirket'in mevcut ve halka arz sonrasına ilişkin ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Safkar Ortaklık Yapısı				
Ortak Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Abdi Merttürk	12.102.300	67,24%	12.102.300	44,82%
Erdoğan Erdil	1.800.000	10,00%	1.800.000	6,67%
Ali Sami Evkuran	1.800.000	10,00%	1.800.000	6,67%
Mehmet Emin Altınova	1.757.700	9,77%	1.757.700	6,51%
Mustafa Toğan Toprak	360.000	2,00%	360.000	1,33%
Abdülcabbar Erbakan	180.000	1,00%	180.000	0,67%
Halka Arz	-	-	9.000.000	33,33%
Toplam	18.000.000	100,00%	27.000.000	100%

Kaynak: İzahname

- ✓ Şirket'in kuruluşundan itibaren geçirdiği önemli aşamalar aşağıda yer almaktadır.

Safkar Tarihsel Gelişimi	
1988	Ege Soğutmacılık A.Ş.'nin İzmir'de kuruluşu, ilk otobüs kliması tasarımı ve üretimi tamamlandı.
1990	Projesi Şirket'e ait ilk midibüs kliması tasarladı.
1991	Orta Doğu otobüs kliması pazarına ilk ihracat yapıldı.
1992	İlk OEM Midibüs kliması TEMSA'ya teslim edildi. İlk araç motorundan tahrikli Frigorifik Soğutucu yurtiçi pazara sunuldu.
1994	İlk tarım ve iş makinası klima ünitesi pazara sunuldu.
1995	Üretim süreci yeniden dizayn edildi. Şirket Uzak Doğu pazarında büyüyerek gelişimini sürdürdü.
1997	Faaliyetlerini Avrupa pazarlarında genişletti.
1998	İlk zırhlı araç klimasını üretti. İstanbul metro projesi ile ilk raylı sistem araç kliması üretimine başladı. Cezayir pazarına ulaşıp klima ve soğutucu ihracatına başladı. Üretim sistemi kendisine ait 4.080 m ² büyüklüğündeki fabrikasına taşındı.
1999	Turkcell'in gezici link istasyonlarını klimalandırdı. Sağlık Bakanlığı'nın ambulanslarını klimalandırdı.
2000	Cezayir'de Safkar Algeria kuruldu ve üretime başladı.
2001	ISO TUV 9002 kalite belgesi aldı. Ankara ve İstanbul banliyö trenleri için klima üretildi.
2002	Savunma sanayinde askeri shelter kullanımına yönelik klimalar geliştirildi. TCDD şehirlerarası tren vagonları için yerli üretim cihazlar geliştirildi.
2003	ISO TUV 9002 kalite belgesi, ISO TUV 9001:2000 olarak güncellendi. Ankara ve İstanbul banliyö trenleri için klima üretildi.
2004	Yeni seri soğutucu cihazların üretimine başladı. İETT filosunun bazı otobüsleri klimalandırıldı.
2005	Temsa ve Otoyol ile sıfır klima tedarikçisi olarak çalışmalara başladı. İzmir Belediyesi'ne ait otobüsler için klima montajı yapıldı. TCDD yolcu vagonları için klima cihazları üretildi.

2008	Raylı sistemler için klima anlaşması Malezya bayii ile imzalandı ve üretime geçildi. TCDD jenaratör vagonları için klima tasarlandı ve üretime başlandı. "Safkar Ar-Ge Merkezi" kuruldu. İETT ve Antalya halk otobüsleri klimalandırıldı.
2009	İran'a soğutucu sevkiyatı 1000 adede ulaştı. İzmir ESHOT otobüsleri klimalandırıldı.
2010	BİM ve Pınar Süt firmaları için soğutucu tedariki yapıldı. IRIS raylı sistem kalite yönetim sistem sertifikası aldı. Şirket unvanı değiştirildi ve bugünkü şeklini aldı.
2011	Soğutucu serisi Penguen markası ürünler için Türkiye'de ilk defa ATP sertifikasyonu alındı. İlaç sektöründe kullanılmak üzere tasarlanmış soğutucu ile Avrupa pazarına ulaşıldı. BİM ve Kraft firmaları için soğutucu ve izolasyon satışı yapıldı. Savunma sanayi ve Aselsan için klima üretimi ve satışına başlandı. ENR-Mısır Devlet Demir Yolları için klima ünitesi değişimi yapıldı.
2012	BİM ve SÜTAŞ firmalarına soğutucu satışı yapıldı. Konya Büyükşehir Belediyesi tramvayları için klimalandırma çalışması yapıldı.
2013	Karsan firması Jest tipi minibüsler Safkar klimalı şekilde üretilmeye başladı. TSK bünyesindeki bazı araçlar klimalandırıldı.
2014	Temsa firmasının Avenue tipi otobüsleri Safkar klimalı şekilde üretilmeye başladı. Eker Süt firması için soğutucu tedariki yapıldı.
2015	Soğutucu serileri için EMC Elektromanyetik uyumluluk test raporu alındı. BMC otobüsleri yeniden Safkar klimalı şekilde üretilmeye başlandı. BURULAŞ bünyesindeki cadde tramvayları klimalandırıldı.
2016	Kocaeli, Samsun ve Antalya cadde tramvayları için klimalandırma çalışması yapıldı.
2017	Kayıtlı sermaye sistemine geçildi.

Kaynak: İzahname

- ✓ Şirket'te 30.06.2017 tarihi itibarıyla 186 personel istihdam edilmektedir.
- ✓ Şirket'in 800.000 TL sermayeli ve yarı mamul-mamul ithalatı faaliyetinde bulunan *C.E.O. Dış Ticaret A.Ş.'de* %99,88 oranında bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Ayrıca Şirket'in;
 - 500 bin TL sermayeli ve elektronik röle kart imalatı yapan *Teksav Teknoloji Elektrik Elektronik Mak. San. Tic. A.Ş.'de* %46,
 - 100.000 Cezayir Doları sermayeli ve motorlu taşıtlar için klima ve soğutucu ticareti alanında faaliyet gösteren *Safkar Algeria S.A.R.L.'de* %45,
 - 100.000 € sermayeli ve motorlu taşıtlar için klima ve soğutucu imalatı ve ticareti alanında faaliyet gösteren *Safkar Transportkühlung Undklimasysteme GMBH'de* %45,
 - 1.000.000 USD sermayeli ve motorlu taşıtlar için klima ve soğutucu imalatı ve ticareti alanında faaliyet gösteren *Safkaregypt For Industries Refrigeration and Air Conditioning SAE'de* %45, iştirak payı bulunmaktadır.

a) Üretim

- ✓ Şirket'in ürünleri; ticari araç klimaları, frigorifik soğutucular, raylı sistem klimaları, savunma sanayine yönelik klimalar ve özel geliştirilmiş ekipmanlar olarak 5 ana gruba ayrılmaktadır. Ticari araç klimaları minibüs, midibüs ve otobüs klimaları olmak üzere kendi içerisinde alt kategorilere ayrılmış farklılaştırılmış ürünlere sahiptir. Frigorifik soğutucular ise kranktan tahrikli ve elektrikli olmak üzere 2 ayrı kategoride farklılaştırılmış ürünlerden oluşmaktadır.
- ✓ Şirket'in Ege Bölgesi Sanayi Odası'nın 30.06.2016 tarihli kapasite raporuna göre araç üstü klima cihazları ve soğutma amaçlı kapalı kasa araçlar ve panelvan için soğutma cihazları toplam kapasitesi 15.360 adettir.

Ürün Adı	Birim	31.12.2016	30.06.2017
KLİMA	adet	5.791	2.540
Minibüs Klima	adet	2.370	778
Midibüs Klima	adet	2.184	1.022
Otobüs Klima	adet	1.049	497
Raylı Sistem Klima	adet	104	62
Askeri Klimalar	adet	65	74
Diğer Klimalar	adet	19	107
SOĞUTUCU	adet	2.543	1.215
TOPLAM	adet	8.334	3.755

Kaynak: İhraççı Bilgi Dokümanı

- ✓ Toplam üretim adedi bazında incelendiğinde 2016 yılının tamamında %54,26 olan kapasite kullanım oranı, 2017 yılının ilk yarısında %48,89 olarak gerçekleşmiştir.
- ✓ Şirket'in "Penguen" ve "Safkar" adında iki adet tescilli markası bulunmaktadır.
- ✓ Şirket üretim planını siparişe dayalı olarak yönetmektedir.
- ✓ Safkar, ağırlıklı olarak sac parçaları, kompresör, evaporatör peteği, kablo, polyester kaplama ve motordan oluşan ekipmanları tedarikçilerinden temin etmektedir.
- ✓ Şirket'in başlıca tedarikçileri arasında Faz Elektrik Motor (İzmir), Tezel Klima (Bursa), Polimer Kauçuk (İstanbul), Karyer Isı (İstanbul), C.E.O. Dış Ticaret (İzmir), Termokar Klima (Manisa), Me-Kal Soğutma (İzmir), İl-Mak Hidrolik (İzmir), Xintian Group (Çin) ve SPAL Automotive (İtalya) yer almaktadır.
- ✓ 2014-2016 yılları arasında en çok iş yaptığı 10 tedarikçi ile işlem hacmi 9-29 milyon TL bandında gerçekleşmiştir.

b) Satışlar

- ✓ Şirket satışlarının ürün dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

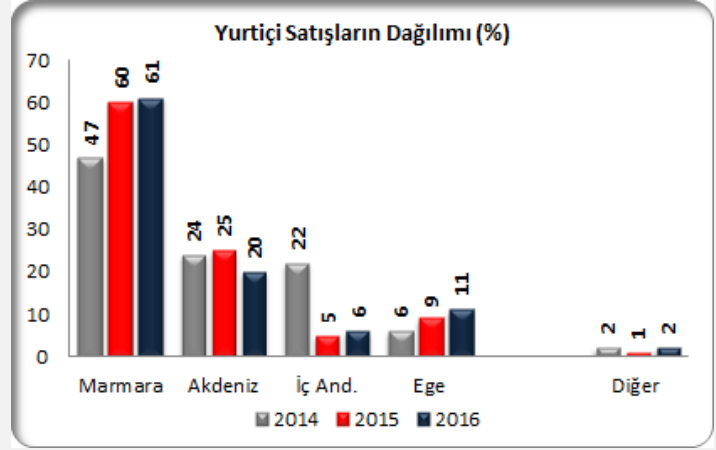
NET SATIŞLAR (TL)	31.12.2015	%	31.12.2016	%	30.06.2017	%
KLİMA	44.957.231	67,51%	41.149.496	63,08%	18.669.150	56,23%
Minibüs Klima	9.525.642	14,30%	7.344.525	11,26%	3.004.838	9,05%
Midibüs Klima	18.229.461	27,37%	10.953.112	16,79%	5.998.816	18,07%
Otobüs Klima	11.393.341	17,11%	10.902.508	16,71%	5.556.112	16,74%
Raylı Sistem Klima	947.642	1,42%	1.962.346	3,01%	1.975.429	5,95%
Askeri Klimalar	4.392.851	6,60%	9.853.697	15,11%	1.888.966	5,69%
Diğer Klimalar	468.294	0,70%	133.308	0,20%	244.990	0,74%
SOĞUTUCU	11.055.138	16,60%	12.112.196	18,57%	5.657.092	17,04%
Ticari Mal, Yedek Parça ve Hizmetler	10.581.039	15,89%	11.967.557	18,35%	8.873.625	26,73%
TOPLAM	66.593.408	100,00%	65.229.249	100,00%	33.199.867	100,00%

Kaynak: İhraççı Bilgi Dokümanı

- ✓ Şirket'in 2016 yılsonu itibariyle toplam üretimi 8.334 adet, 30.06.2017 tarihi itibariyle 3.755 adet olarak gerçekleşmiştir. Bu ürünlerin %93'ü yurt içi piyasaya,%7'si ise yurt dışı piyasalara satılmıştır. 2014 ve 2015 yıllarında ise yurt içi satışların payı %91, yurt dışı satışların payı da %9 seviyesinde gerçekleşmiştir.
- ✓ Şirket'in başlıca müşterileri arasında Temsa (Adana), Anadolu Isuzu (Kocaeli), Hyundai Eurotem (Adapazarı), Bmc (İzmir), Arobus (Bursa), Evtaş Klima (Bursa), Çelik Motor (Kocaeli), Güleryüz Karorseri (Bursa), Zorlu Klima (Ankara) ve Durmazlar Makine (Bursa) yer almaktadır.
- ✓ Şirket'in, otomotiv sektöründe faaliyet gösteren firmalardan Temsa, Anadolu Isuzu ve Karsan ile genel satın alma sözleşmeleri mevcuttur.

Şirket'in en çok iş yaptığı 10 müşterisine satışları, toplam satışlarının %60'ını oluşturmaktadır.

- ✓ Şirket'in İran ve Sırbistan'a yaptığı ihracat tutarı, toplam yurt dışı satışlarının yaklaşık %50'sini oluşturmaktadır. Ayrıca Polonya, Romanya, Katar, Cezayir, Gürcistan ve Hindistan ihracat yapılan diğer ülkelerdir.
- ✓ Şirket'in yurt içi satışlarının bölgelere göre dağılımı yüzdesel olarak grafik halinde yanda sunulmuştur.



Kaynak: İhraççı Bilgi Dokümanı

- ✓ Şirket, 2015 ve 2016 yılı 3. çeyrek dönemlerini içeren sektör raporuna göre ortalama %45'lik pazar payı ile sektörde lider konumundadır. Soğutucu, minibüs ve midibüs pazar payları sırasıyla %65, %45 ve %56 olan Şirket burada da lider durumdadır.
- ✓ Şirket, İstanbul Mahmutbey-Mecidiyeköy metrosuyla ilgili 720 adetlik raylı sistem aracının üretimine ilişkin olarak İstanbul Büyükşehir Belediyesi ile sözleşme imzalayan Hyundai Eurotem Demiryolları A.Ş. ile proje ortağı konumundadır. 2018'de başlayacak projenin 4 yılda tamamlanması hedeflenmekte olup, ayda 16 adetten yılda 192 set sevk edilecek şekilde planlanmaktadır. Bunun dışında Şirket, İstanbul Anadolu yakasında yapılacak olan metro projesi için 400 adetlik klima işinin takibini yapmaktadır. Bu projede Şirket 2018'de 80 adet, 2019'da 160 adet ve 2020'de 160 adet raylı sistem klima satışı öngörmektedir. Tüm bu projeler dikkate alındığında Şirket 2016-2021 yılları için %12 oranında yıllık bazda bileşik ortalama büyüme öngörmektedir.

IV. Finansal Bilgiler

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Safkar Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

BİLANÇO (milyon TL)	30.06.2017	31.12.2016	31.12.2015
Dönen Varlıklar	28,8	25,0	25,4
- Nakit ve Nakit Benzerleri	1,9	0,6	0,7
- Ticari Alacaklar	12,8	10,9	14,2
- Diğer Alacaklar	0,2	0,2	0,0

- Stoklar	11,1	9,8	8,1
- Peşin Ödenmiş Giderler	2,7	3,1	2,4
- Diğer Dönen Varlıklar	0,0	0,0	-
Ara Toplam	28,8	24,5	25,4
- Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	-	0	-
- Ortaklara Dağıtılmak Üzere Elde Tutulan Duran Varlıklar	-	-	-
Duran Varlıklar	23,9	22,7	20,7
- Finansal Yatırımlar	2,3	1,9	1,6
- Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	-	0
- Maddi Duran Varlıklar	19,4	18,9	15,8
- Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,6	1,6	1,7
- Peşin Ödenmiş Giderler	0,1	0,0	0,1
- Ertelenen Vergi Varlıkları	0,5	0,3	1,1
- Diğer Duran Varlıklar	-	-	-
Toplam Varlıklar	52,7	47,7	46,2
Kısa Vadeli Yükümlülükler	27,1	23,2	27,7
- Kısa Vadeli Borçlar	9,8	8,6	10,7
- Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0,5	1,0	2,7
- Ticari Borçlar	12,6	10,0	10,8
- Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	0,7	0,4	0,2
- Diğer Borçlar	0,1	0,1	0,1
- Ertelenmiş Gelirler	1,4	0,8	0,6
- Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	0,4	0,3
- Kısa Vadeli Karşılıklar	1,6	1,5	1,7
- Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,3	0,4	0,5
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,8	3,5	3,7
- Uzun Vadeli Borçlar	2,0	1,9	2,4
- Diğer Borçlar	-	-	0,0
- Uzun Vadeli Karşılıklar	1,8	1,6	1,2
- Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	-
- Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	-	-
Toplam Yükümlülükler	30,9	26,7	31,4
Özkaynaklar	21,7	21,0	14,8
- Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	21,7	21,0	14,8
- Ödenmiş Sermaye	18,0	15,0	15,0
- Kar veya zararda diğer kapsamlı gelirler/giderler	3,3	3,3	-
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm K/Z	3,5	3,5	-
- Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları	3,4	3,5	
- Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	0,7	0,7	0,7
- Geçmiş yıllar kar/zararları	-0,9	-0,9	-2,0
- Net dönem karı	0,7	2,9	1,2
- Kontrol gücü olmayan paylar	0,0	0,0	0,0
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	52,7	47,7	46,2

GELİR TABLOSU (milyon TL)	30.06.2017	30.06.2016	31.12.2016	31.12.2015
Satış Geliri	33,2	36,8	65,2	66,6

Satışların Maliyeti (-)	(26,4)	(29,3)	(49,8)	(52,4)
Brüt Kar	6,8	7,5	15,4	14,2
- Genel yönetim giderleri(-)	(1,4)	(1,3)	(2,2)	(2,1)
- Pazarlama giderleri(-)	(3,1)	(3,2)	(6,6)	(6,6)
- Araştırma ve geliştirme giderleri(-)	(0,6)	(0,7)	(1,3)	(1,3)
- Esas faaliyetlerden diğer gelirler	1,1	1,1	2,6	3,0
- Esas faaliyetlerden diğer giderler(-)	-1,3	-1,2	-2,7	-2,6
Esas faaliyet karı	1,4	2,2	5,2	4,5
- Yatırım faaliyetlerden gelirler	0,2	0,3	0,3	0,3
- Yatırım faaliyetlerden giderler(-)	-	-	-	-
Finansman gideri öncesi faaliyet karı	1,8	2,3	5,7	4,9
- Finansman gelirleri	0,1	0,0	0,1	1,3
- Finansman giderleri(-)	(1,2)	(0,5)	(1,3)	(4,6)
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı	0,7	1,8	4,4	1,6
Dönem Karı	0,7	1,4	2,9	1,2

Kaynak: Safkar Bağımsız Denetim Raporu

V. Değerleme

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Safkar Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından 13 Kasım 2017 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Safkar Fiyat Tespit Raporu"nda ("Rapor") İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor'da kullanılan yöntem ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır.

1. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ (İNA)

Rapor'da 2017-2021 yılları arası projeksiyon dönemi olarak ele alınarak, İNA analizine göre serbest nakit akımları hesaplanmış ve bu nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek bugüne indirgenmiştir.

Yapılan projeksiyonda Şirket'in satış gelirlerinin her bir ürün grubu için ürünün yapısı ve ürüne gelen talepler doğrultusunda sektör hacmi dikkate alınarak hesaplandığı ifade edilmiştir.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
KLİMALAR	41.149.496	43.475.251	55.847.345	72.403.043	75.899.457	85.541.874
Minibüs	7.344.525	6.134.094	6.507.586	6.903.898	7.539.057	8.311.056
Midibüs	10.953.112	16.235.543	17.224.455	18.273.425	20.338.321	22.852.138
Otobüs	10.902.508	14.051.736	14.907.241	15.815.092	17.602.197	19.777.828
Askeri	1.962.346	4.806.598	2.512.800	2.847.002	3.289.427	3.836.458
Raylı Sistem	9.853.697	1.969.190	14.405.952	28.259.676	26.801.733	30.398.526
Diğer	133.308	278.090	289.311	303.950	328.722	365.868
SOĞUTUCU	12.112.196	11.164.430	13.306.351	13.979.653	15.265.781	16.828.997

Ticari Mal, Yedek Parça ve Hizmetler	11.967.557	15.763.221	13.011.630	13.670.018	14.358.987	15.082.680
TOPLAM SATIŞLAR	65.229.249	70.402.902	82.165.326	100.052.714	105.524.225	117.453.551
Satış Artış Oranı	-2,0%	7,93%	16,71%	21,77%	5,47%	11,30%

Kaynak: Safkar Fiyat Tespit Raporu (Meksa Yatırım)

Rapor'da, satışların maliyeti olarak, alım satımı yapılan ticari malların maliyeti ve üretimi yapılan ürünlerin maliyetinin toplamının ele alındığı, amortisman değeri olarak da Şirket'in mevcut yatırımlarının amortismanının kullanıldığı ifade edilmiştir. Ayrıca genel yönetim giderleri için yapılan tahminlerde halka arz giderlerinin 2017 yılı içinde yer aldığı, dağıtım giderlerinin de net satışlara ilişkin yapılan projeksiyonla uyumlu olduğu belirtilmiştir.

Rapor'da ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) olarak, TCMB tarafından her hafta yayınlanan "Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları" verisinin Eylül 2015-Eylül 2017 arası 2 yıllık dönemdeki ortalaması olan %15,47 oranı kullanılmıştır.

Kurumlar vergisi oranı %20 alınmıştır.

Tüm bu varsayımlar altında Safkar'ın İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre pay başına değeri 2,61 TL olarak hesaplanmış olup, ilgili tablo aşağıda yer almaktadır.

Safkar -İNA (TL)	2016	2017 T	2018 T	2019 T	2020 T	2021 T
Net Satışlar	65.229.249	70.402.902	82.165.326	100.052.714	105.524.225	117.453.551
Satışlardaki Büyüme (%)		7,9%	16,7%	21,8%	5,5%	11,3%
Satışların Maliyeti (-)	49.804.879	55.489.278	64.730.971	77.666.607	82.052.512	91.286.659
Maliyetlerin Satışlara Oranı (%)	76,4%	78,8%	78,8%	77,6%	77,8%	77,7%
Brüt Kar	15.424.370	14.913.624	17.434.356	22.386.107	23.471.714	26.166.893
Brüt Kar Marjı (%)	23,6%	21,2%	21,2%	22,4%	22,2%	22,3%
Faaliyet Giderleri (-)	10.065.371	13.073.502	11.869.372	12.394.255	13.045.427	13.754.468
Faaliyet Giderleri Satışlara Oranı (%)	15,4%	18,6%	14,4%	12,4%	12,4%	11,7%
Esas faaliyet karı (EBIT)	5.358.999	1.840.122	5.564.984	9.991.852	10.426.287	12.412.425
Vergi (%20)	1.071.800	368.024	1.112.997	1.998.370	2.085.257	2.482.485
EBIAT (E)	4.287.199	1.472.098	4.451.987	7.993.481	8.341.030	9.929.940
+ Amortisman (A)	823.042	1.069.955	1.604.932	2.086.411	2.503.694	3.004.433
- Yatırım Harcamaları (Y)	307.563	838.326	369.076	461.345	553.613	664.336
- Δ Çalışma Sermayesi(Ç)		1.784.870	2.078.570	3.182.377	965.218	2.110.723
Serbest Nakit Akışı (E+A-Y-Ç)		-81.144	3.609.274	6.436.171	9.325.893	10.159.314
İndirgeme Oranı (AOSM) (%)		15,47%	15,47%	15,47%	15,47%	15,47%
İndirgenmiş Nakit Akımları		-70.285	2.707.896	4.182.595	5.249.460	4.953.301
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı (1)		17.022.966 TL				
Terminal Büyüme Oranı		2,5%				
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri (2)		40.979.114 TL				
Firma Değeri (1)+(2)		58.002.079 TL				
Net Borç (-)		10.955.360 TL				
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer		47.046.719 TL				
İNA Yöntemine Göre Tahmini Birim Pay Değeri		2,61 TL				

2. ÇARPAN ANALİZİ

Rapor'un çarpan analizi kısmında, Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) olmak üzere 3 çarpan kullanılmıştır.

Çarpan analizinde Borsa İstanbul'da klima & soğutucu sektöründe faaliyet gösteren iki şirket ile, Safkar'ın Gelişen İşletmeler Pazarı'nda (GİP) işlem göreceği olması nedeniyle GİP şirketlerinin verileri baz olarak kullanılmıştır.

Çarpan analizi 6 Ekim 2017 tarihli piyasa verilerine göre yapılmıştır.

Yapılan analizde uç değerler çıkarılarak, F/K oranı için 30'dan küçük 3'den büyük; PD/DD oranı için 5'ten küçük 0,5'den büyük ve FD/FAVÖK oranı için de 20'den küçük 1'den büyük oranların kabul edildiği ifade edilmiştir.

FD/FAVÖK oranı ile yapılan hesaplamada, bulunan firma değerinden net borç çıkarılarak şirket değerine ulaşılmıştır.

2.1. Benzer Şirket Çarpan Analizi

Rapor'da benzer şirket olarak Borsa İstanbul'da işlem göre Alarko Carrier ve Klimasan'ın çarpanları kullanılmış ve aritmetik ortalama alınmıştır.

	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK
Klima & Soğutucu Sektörü	12,18	1,73	12,34

Şirket Değeri (TL)	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK	Ortalama
Klima & Soğutucu Sektörü	27.178.943	37.610.118	55.065.711	39.951.591

Üç çarpana göre hesaplanan şirket değerlerine eşit ağırlıklar verilerek ortalama şirket değeri bulunmuştur. Buna göre benzer şirketler dikkate alınarak yapılan çarpan analizinde Şirket değeri 39,9 milyon TL, pay başına değer de 2,22 TL olarak hesaplanmıştır.

2.2. GİP Şirketlerine Göre Çarpan Analizi

Rapor'da GİP'te işlem gören şirketlerin verileri baz olarak alınmış ve uç değerler çıkarılarak aritmetik ortalama alınmıştır.

	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK
GİP Şirketleri	14,35	2,08	12,05

Şirket Değeri (TL)	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK	Ortalama
GİP Şirketleri	32.029.911	45.254.959	53.481.173	43.588.681

Üç çarpana göre hesaplanan şirket değerlerine eşit ağırlıklar verilerek ortalama şirket değeri bulunmuştur. Buna göre GİP'te işlem göre şirketler dikkate alınarak yapılan çarpan analizinde Şirket değeri 43,6 milyon TL, pay başına değer de 2,42 TL olarak hesaplanmıştır.

3. NİHAİ DEĞERLEME

Rapor'da kullanılan yöntemlere eşit ağırlık verilerek hesaplanan nihai şirket değeri ve birim pay değerine dair bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	Şirket Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA'ya Göre	47.046.719	33,3%	15.680.671 TL
Benzer Şirket Çarpan Analizine Göre	39.951.591	33,3%	13.315.865 TL
GİP Şirketleri Çarpan Analizine Göre	43.588.681	33,3%	14.528.107 TL
Toplam Şirket Değeri			43.524.644 TL
Halka Arz İskontosu			18%
Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri			35.690.208 TL
Birim Pay Halka Arz Fiyatı			1,98 TL

Buna göre Meksa Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da %18 oranındaki halka arz iskontosu sonrası Şirket değeri 35,7 milyon TL, birim pay değeri de 1,98 TL olarak hesaplanmıştır.

VI. Görüş ve Sonuç

Meksa Yatırım tarafından Safkar için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Çarpan analizi için Borsa İstanbul'da işlem gören ve klima & soğutucu sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin seçilmesini ve Şirket paylarının işlem göreceği GİP firmalarının baz alınmasını makul buluyoruz. Çarpan olarak kullanılan rasyoların yeterli ve uygun olduğunu düşünmekle birlikte, ortalama çarpan değerlerinin tespitinde aritmetik ortalama yerine ağırlıklı ortalama ya da medyan yönteminin kullanılmasının analizden hassasiyetini artıracak olduğunu düşünüyoruz.

Değerlemede Çarpan Analizi'nin yanı sıra İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne eşit ağırlıklı olarak yer verilmesi ve ileriye dönük nakit akım projeksiyonlarının yatırımcılar ile paylaşılmış olmasının olumlu olduğunu düşünüyoruz. Ancak İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Meksa Yatırım tarafından Safkar için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan çarpan analizinde 6 Ekim 2017 tarihli piyasa verilerinin kullanılmış olmasının, Kasım 2017 dönemi sonrasında piyasada yaşanan yükseliş hareketinin etkisinin Şirket değerine yansıtılmamasına neden olduğu görülmektedir.

Ziraat Yatırım olarak 5 Ocak 2018 tarihli piyasa verilerini baz alarak yaptığımız çarpan analizinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmış bulunmaktayız:

(TL)	Sermaye	Özsermaye	Net Kar/Zarar	Net Satışlar	FAVÖK	Şirket Değeri
	2017/06	2017/06	2017/06 (yıllık)	2017/06 (yıllık)	2017/06 (yıllık)	(Tahmini)
SAFKAR	18.000.000	21.740.637	2.232.045	61.632.800	5.348.204	45.384.930

	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK
GİP	19,64	2,70	17,82
Benzer Şirket	12,70	1,70	10,98

ÇARPANLARA GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERLERİ (TL)

Çarpan Ağırlıkları	40%	20%	40%	
Çarpanlar	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK	
GİP	43.845.862	58.698.860	84.355.140	63.020.173
Benzer Şirket	28.357.520	36.850.807	47.784.497	37.826.968
Tahmini Şirket Değeri (TL)				45.384.930

Yaptığımız analizde nihai şirket değeri hesaplamasında çarpan değerlerine eşit ağırlık vermek yerine Şirket'in mevcut durumunu daha iyi ifade eden F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarına %40'ar, PD/DD çarpanına da %20 ağırlık verilmiştir. Ayrıca, benzer şirket çarpanlarına göre bulunan

değere %70 ağırlık verirken, faaliyet alanlarının çeşitlilik göstermesi nedeniyle GİP şirketlerine %30 ağırlık verilmesi tarafımızca daha uygun bulunmuştur. Değerlememiz sonucunda ulaştığımız pay başına 2,52 TL'lik fiyat, Meksa Yatırım tarafından Safkar için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda açıklanan 1,98 TL değerinin iskontolu olduğuna işaret etmektedir.

Nihai olarak, bahsi geçen Rapor'da tespit edilen ortalama özsermaye değeri ve sonrasında ulaşılan fiyat ile söz konusu olan iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler 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 sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.