

**ESCAR TURİZM TAŞIMACILIK TİCARET A.Ş.**

**FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN**

**ANALİST RAPORU**

**OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi Vadi İstanbul Park  
7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL  
Tel: 0212 319 12 10

**07 Temmuz 2021**

## 1- Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.Ş. ("Şirket", "Escar" ) Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 18 Haziran 2021 tarihli İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İfo Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor, Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.Ş., 2001 yılında filo kiralama hizmetleri kapsamında, şirketlere 12 aydan uzun süreli araç kiralama hizmeti sunmak amacıyla kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu motorlu binek araçların operasyonel filo kiralama hizmetini yürütmektir. Şirket bünyesinde 2020 sonu itibarıyla toplam 4.300 araç barındırmakta olup, faaliyet kiralamasında kullandığı araçların sayısı 3.513 adettir. Geriye kalan araçların bir kısmı faaliyet kiralamasından dönen satılacak araçlardan oluştururken bir kısmı da yeni alınmış ve henüz faaliyet kiralamasına verilmemiş sıfır araçlardan oluşmaktadır. Şirket'in genel merkezi İstanbul'da olup, 2020 sonu itibarıyla 55 personeli bulunmaktadır.

Şirket'in 2014 yılında "Varmıarttiran" markası ile gerek günlük kiralamadan dönen düşük kilometreli araçların gerekse uzun süreli kiralamadan dönen araçların 2. elde satışını gerçekleştirmek amacıyla bir ihale platformu geliştirmiş (www.varmiarttiran.com) ve araçlarını internet sitesi üzerinden online ihale yoluyla bu platformda satmaya başlamıştır.

Escar'ın 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin gelirlerinin dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Hasılat (TL)	31.12.2018	Net Satışlara Oranı	31.12.2019	Net Satışlara Oranı	31.12.2020	Net Satışlara Oranı
İkinci El Araç Satış Gelirleri	370.834.258	71,1%	149.257.513	49,6%	148.282.752	46,8%
Araç Kiralama Gelirleri	141.240.016	27,1%	143.978.473	47,8%	162.556.325	51,3%
-Uzun Dönem Kira Gelirleri	129.409.975	24,8%	143.978.473	47,8%	162.556.325	51,3%
-Günlük Kira Gelirleri	11.830.041	2,3%	-	-	-	-
Hizmet Gelirleri	4.387.724	0,8%	6.061.631	2,0%	5.279.671	1,7%
Diğer	8.127.311	1,6%	3.653.368	1,2%	3.009.829	0,9%
Brüt Satışlar	524.589.309	100,5%	302.950.985	100,6%	319.128.577	100,6%
Satış İadeleri ve İndirimler (-)	-2.669.127	-0,5%	-1.763.766	-0,6%	-2.000.725	-0,6%
Net Satışlar	521.920.182	100,0%	301.187.219	100,0%	317.127.852	100,0%

Kaynak: Escar İzahname

### 3- Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 8.820.000 TL Sermaye Artışı ve 2.180.000 TL Ortak Satışı yoluyla planlanmıştır. Bu durumda, Şirket pay sahiplerinin halka arz edeceği mevcut payları ile sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek payların toplam nominal değeri 11.000.000 TL olacaktır. Şirketin mevcut 45.480.000 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesi, halka arz sonrası 54.300.000 TL olacaktır. Halka arz fiyatı 15 TL olarak belirlenirken, Halka Arz Büyüklüğü 165.000.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz sonrası piyasa değeri ise 814.500.000 TL olacaktır. Talep toplama işlemi 07-08 Temmuz 2021 tarihleri arasında "Sabit Fiyat ile Borsa'da Satış ve En İyi Gayret Aracılığı" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Borsa İstanbul'da Ana Pazar'da işlem görecektir. İhraççının ana pay sahipleri olan ve aynı zamanda ortak satışı yöntemiyle paylarını halka arz eden Efrayim Kebudi, Daryo Kebudi, Azra Kebudi, Betina Halyo ve Nora Karakaş Küçükberberyan adına Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı gün dâhil olmak üzere 5 işlem günü süreyle ("Günlük Alım Emri Taahhüdü Süresi") her gün açılış seansında, halka arz fiyatından, İfo Yatırım aracılığı ile 436.000 adet günlük geçerli alım emri girilecektir. Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında kullanılacak azami kaynak, ortak satışı kapsamında elde edilen brüt kaynak kullanılacaktır. Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında gerçekleştirilecek işlemler 5 iş günü süreyle sınırlı olup girilen emirler iptal edilemeyecektir.

<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	07-08 Temmuz 2021
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	15 TL
<b>Aracılık ve Halka Arz Yöntemi</b>	"En İyi Gayret Aracılığı" ve "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış"
<b>Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi</b>	45.480.000 TL nominal
<b>Halka Arz Edilen Miktar ve Türü</b>	8.820.000 TL nominal (Sermaye Artırımı) 2.180.000 TL nominal (Ortak Satışı)
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	20,26%
<b>Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi</b>	54.300.000 TL nominal
<b>Borsada İşlem Göreceği Pazar</b>	Ana Pazar
<b>Taahhütler</b>	<p>Şirket 14.04.2021 tarihli Yönetim Kurulu kararında payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca; herhangi bir sermaye artırımı yapılmaması ve dolaşımdaki pay miktarının bu suretle artırılmaması, yeni bir satış veya halka arz yapılması ya da bu suretle dolaşımdaki pay miktarının artması neticesini doğuracak herhangi başka bir karar alınmaması, yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair ya da bu suretle dolaşımdaki pay miktarının artması neticesini doğuracak herhangi başka bir açıklamada bulunulmamasını taahhüt etmiştir.</p> <p>İhraççının ana pay sahipleri olan ve aynı zamanda ortak satışı yöntemiyle paylarını halka arz eden Efrayim Kebudi, Daryo Kebudi, Azra Kebudi, Betina Halyo ve Nora Karakaş Küçükberberyan adına Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı gün dahil olmak üzere 5 işlem günü süreyle ("Günlük Alım Emri Taahhüdü Süresi") her gün açılış seansında, halka arz fiyatından, İfo Yatırım aracılığı ile 436.000 adet günlük geçerli alım emri girilecektir. Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında kullanılacak azami kaynak, ortak satışı kapsamında elde edilen brüt kaynak kullanılacaktır. Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında gerçekleştirilecek işlemler 5 iş günü süreyle sınırlı olup girilen emirler iptal edilemeyecektir.</p> <p>Halka arzda yetkili kuruluş İfo Yatırım'ın dâhil olduğu grup şirketlerinden Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından verilen 18.06.2021 tarihli taahhütname kapsamında 15,00 TL olarak belirlenen halka arz fiyatından ihraç edilecek 11.000.000 TL nominal değerli payların talep toplama sonucunda satılmayan kısmına karşılık gelen alış emirlerinin halka arz tarihleri arasında girileceği taahhüt etmiştir.</p>
<b>Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler</b>	Planlanmamaktadır.

#### 4- Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Unvanı / Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Efrayim Kebudi	A	2.084.114	30,00	2.084.114	23,92
	B	11.559.886		10.905.886	
Daryo Kebudi	A	2.084.114	30,00	2.084.114	23,92
	B	11.559.886		10.905.886	
Azra Kebudi	A	2.084.114	30,00	2.084.114	23,92
	B	11.559.886		10.905.886	
Betina Halyo	A	347.353	5,00	347.353	3,99
	B	1.926.647		1.817.647	
Nora Karakaç Küçükberberyan	A	347.352	5,00	347.352	3,99
	B	1.926.648		1.817.648	
Halka Açık	B			11.000.000	20,26
<b>Toplam</b>	<b>A+B</b>	<b>45.480.000</b>	<b>100,00</b>	<b>54.300.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: İfo Fiyat Tespit Raporu, Escar İzahname

#### 1-Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Halka arz ile sermaye artışı yoluyla;

- Şirket'in özkaynaklarının güçlendirilmesi,
- İşletme sermayesinin güçlendirilmesi,
- Büyüme hedeflerinin devamlılığının sağlanması ve büyüme hedeflerine bağlı olarak filodaki araç sayısının artırılması kapsamında alımların yapılması,
- Şirket'in bilinirliğinin artırılması,
- Rekabet gücünün artırılması,
- Potansiyel müşteriler nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması,
- Sürdürülebilir kurumsal yapının oluşturulması ve raporlama standartlarının geliştirilmesi,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi,
- Şirket paylarının likit getirilmesi neticesinde kredi verenler nezdinde gerekmesi durumunda daha düşük maliyetle borçlanma imkânına kavuşulmasına ulaşılması planlanmaktadır.

Şirket tarafından sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilecek halka arzdan sağlanacak net gelirin detayları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Fonun Kullanım Alanı	Kullanım Oranı (%)
Araç sayısının artırılması kapsamında yapılacak alımların finanse edilmesi	%70
Şirket'in finansal borç faiz ve anaparanın ödemeleri	%20
İşletme sermayesi ihtiyacında kullanımı	%10

Kaynak: Escar İzahname

## 2- Özet Finansallar

Escar - Özet Finansallar			
Gelir Tablosu (TL)			
Göstergeler	2018	2019	2020
Satışlar	521.920.182	301.187.219	317.127.852
Satışların Maliyeti	401.856.225	178.639.419	131.459.663
Brüt Kar	120.063.957	122.547.800	185.668.189
Brüt Kar Marjı	23%	41%	59%
Faaliyet Giderleri	-24.869.703	-14.624.911	-13.036.888
Faaliyet Karı	96.240.545	105.690.116	171.333.336
Faaliyet Kar Marjı	18%	35%	54%
Net Finansman Giderleri(Gelirleri)	-98.594.884	-73.716.135	-83.719.128
Net Kar	-166.684	26.476.556	78.289.332
Amortisman	4.361.529	4.461.114	2.410.645
FAVÖK	99.555.783	112.384.003	175.041.946
FAVÖK Marjı	19%	37%	55%
Bilanço (TL)			
Nakit ve Nakit Benzerleri	53.521.892	77.630.113	81.873.409
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	11.454.500	10.864.518	20.966.434
Stoklar	55.710.804	51.498.997	102.219.386
Dönen Varlıklar	154.527.497	167.002.042	214.079.140
Duran varlıklar	415.580.241	396.976.440	453.867.721
Toplam Varlıklar	570.107.738	563.978.482	667.946.861
KV Finansal Borçlar	231.170.020	223.288.828	189.297.347
KV Ticari Borçlar	20.023.676	42.242.405	45.127.933
KV Yükümlülükler	263.879.081	274.667.135	249.645.431
UV Finansal Borçlar	205.115.954	152.647.738	196.339.581
UV Yükümlülükler	228.121.413	184.776.736	235.477.487
Toplam Yükümlülükler	492.000.494	459.443.871	485.122.918
Özkaynaklar	78.107.244	104.534.611	182.823.943
Toplam Kaynaklar	570.107.738	563.978.482	667.946.861
Net Borç	382.764.082	298.306.453	303.763.519
Net Borç/FAVÖK	3,8	2,7	1,7

Kaynak: Escar Bağımsız Denetim Raporu, İfo Yatırım Fiyat Tespit Raporu

### 3- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

OYAK Yatırım tarafından İno Yatırım'ın hazırladığı 18 Haziran 2021 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

#### a. Piyasa Çarpanları Yöntemi

İno Yatırım, "Piyasa Çarpanları" yönteminde Şirket'in F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarını incelemiştir. Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken "Seçilmiş BİST Şirketleri", "Uluslararası Çarpanlar", "Yurtiçi Benzerler", "Yıldız Pazar" ve "BİST Hizmet Endeksi" kullanılarak değerlendirilmiştir. Escar'ın faaliyet alanının araç kiralaması olması ve BİST'te doğrudan araç kiralama sektörüne yönelik bir endeks olmaması nedeni ile BİST'te işlem gören şirketlerin faaliyet alanları incelenerek Escar ile benzer olan şirketler tespit edilmiş ve "Yurtiçi Benzerler" başlığı ile değerlemede kullanılmıştır. Yapılan inceleme sonucunda Doğuş Otomotiv, Beyaz Filo ve Tureks'in Escar'ın ana faaliyetine en yakın alanda faaliyet gösteren şirketler olduğu sonucuna varılmıştır.

Şirket halk arz büyüklüğü, finansal verilerin ölçeği ve piyasa değeri açısından Yıldız Pazar şirketlerine benzemektedir. Ayrıca 15 Haziran itibari ile Ana Pazar'da yer alan şirketlerin ortalama çarpanları Yıldız Pazar'da yer alan şirketlerin çarpanlarından daha yüksektir. Dolayısıyla her ne kadar halka arz sonrası şirket ana pazarda işlem görecekti olsa da hem nitelik itibari ile Yıldız Pazar şirketlerine benzemesi hem de muhafazakâr tarafta kalmak adına değerlendirilmede Yıldız Pazar şirketlerinin çarpanları dikkate alınmıştır. Şirket faaliyet alanı itibari ile hizmet sektöründe yer alacak olması nedeniyle BİST Hizmet şirketlerinin çarpanları da değerlendirilmede göz önünde bulundurulmuştur.

FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 15x'in üstü ve 5x'in altı, FD/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dâhil edilmemiştir. Değerlemede FD/FAVÖK ve F/K çarpanları %50-%50 ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.

Sonuç olarak, Escar için piyasa çarpanları yönteminde "Yurtiçi Benzerler", "Yıldız Pazar", "BİST Hizmet Endeksi", "Seçilmiş BİST Şirketleri" ve "Uluslararası Çarpanlar" çarpanlarından sırasıyla 975 milyon TL, 961 milyon TL, 997 milyon TL, 959 milyon TL ve 1.004 milyon TL piyasa değerlerine ulaşılmıştır.

Milyon TL	Değer
Escar FAVÖK 2020	175
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyanı FD/FAVÖK (x)	7,87
Yurtiçi Benzer Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.378
Escar Net Borç 2020/12	304
<b>Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.075</b>
Escar Net Kar 2020	78,3
Yurtiçi Seçilmiş Şirketler Medyanı F/K (x)	11,18
<b>Yurtiçi Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>876</b>
<b>Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>975</b>

Milyon TL	Değer
Escar FAVÖK 2020	175,0
BİST Hizmet Sektörü Medyanı FD/FAVÖK (x)	8,65
BİST Hizmet Sektörü FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.513
Escar Net Borç 2020/12	304,000
BİST Hizmet Sektörü FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.210
<b>BİST Hizmet Sektöründen Gelen Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>997</b>

Milyon TL	Değer
Escar FAVÖK 2020	175,0
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyanı FD/FAVÖK (x)	8,67
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.517
Escar Net Borç 2020/12	304
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.213
<b>Yurtdışı Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>1.004</b>

Milyon TL	Değer
Escar FAVÖK 2020	175,0
Seçilmiş BİST Şirketleri Medyanı FD/FAVÖK (x)	8,63
Seçilmiş BİST Şirketleri FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.511
Escar Net Borç 2020/12	304
Seçilmiş BİST Şirketleri FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.207
<b>Seçilmiş BİST Şirketlerinden Gelen Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>959</b>

Milyon TL	Değer
Escar FAVÖK 2020	175,0
Yıldız Pazar Şirketleri Medyanı FD/FAVÖK (x)	8,53
Yıldız Pazar Şirketleri FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.493
Escar Net Borç 2020/12	304
Yıldız Pazar Şirketleri FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.190
Escar Net Kar 2020	78,3
Yıldız Pazar Şirketleri Medyanı F/K (x)	9,36
Yıldız Pazar Şirketleri F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	733
<b>Yıldız Pazar Şirketlerinden Gelen Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>961</b>

Milyon TL	Değer
Escar FAVÖK 2020	175,0
Ekonometrik Model Hedef FD/FAVÖK (x)	9,90
Ekonometrik Model Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.729
Escar Net Borç 2020/12	304
Ekonometrik Model Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.425
<b>Ekonometrik Model Çarpanına Göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>1.425</b>



## b. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

“İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde, İfo Yatırım 2021-2028 yılları için projeksiyon gerçekleştirmiştir. Şirket yönetiminden alınan bilgilere göre Şirket 2025 sonuna kadar filo hacmini artırmaya devam edecektir. Filo yatırımının ortalamada 3 yıl kiralanması ve kontrat dönemi sonunda satılması gerektiği için 2025 sonunda yapılan yatırımın da normalize dönemi tamamlaması adına nakit akışları 2028 sonuna kadar tahmin edilmiştir. 2028 sonunda dip nakit akımındaki büyümenin normalize olması için 3 yıl nakit akışları büyütülmüş ve uç değere karşılık gelen FD/FAVÖK çıkış çarpanı seviyesi 5,5x olarak hesaplanmıştır.

Rapor'da AOSM %18,1 olarak hesaplanmıştır. 10 yıllık devlet tahvilini 200 günlük ortalaması daha düşük seviyede yer almasına rağmen %16 risksiz getiri olarak alınmıştır. Hisse senedi risk primi için %5,5 öngörülmüştür. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemiştir. Şirket'in kaldırıcı belirlenirken mevcut bilançodaki finansal borç-öz kaynak dengesi kullanılmıştır. Piyasa betası 1 varsayılarak AOSM hesabına dâhil edilmiştir.

Sonuç olarak, “İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde Escar'ın firma değeri 1.099 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket 2020 yılsonundaki 304 milyon TL net borcunun düşülmesiyle ulaşılan piyasa değeri ise 796 milyon TL olarak belirlenmiştir.

İNA (milyon TL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Uç Değer			
Net Satışlar	522	301	317	399	530	782	1.083	1.527	1.732	1.947	2.181				
Satışların Değişimi		-42%	5%	26%	33%	48%	39%	41%	13%	12%	12%				
<b>FAVÖK</b>	100	112	112	198	237	320	456	650	739	832	937				
FAVÖK Değişimi		13%	56%	13%	20%	35%	42%	42%	14%	13%	13%				
FAVÖK Marjı	19,1%	37,3%	55,2%	49,6%	44,7%	41,0%	42,1%	42,6%	42,7%	42,7%	43,0%				
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	95	1.008	173	195	234	317	452	645	733	826	931				
Değişim		13,0%	60,0%	13,0%	20%	35,0%	43,0%	43,0%	14,0%	13,0%	13,0%				
Vergi	22,0%	22,0%	22,0%	23,0%	21,0%	18,0%	18,0%	18,0%	20,0%	20,0%	20,0%				
İkinci El Araç Defter/Değer	352	139	91	138	209	342	467	662	754	852	955				
Nakdi EBITDA	451	251	266	336	446	663	924	1312	1493	1685	1892				
<b>Operasyonel Vergiler</b>	-21	-24	-38	-45	-49	-57	-81	-116	-147	-165	-186				
<b>Amortisman</b>	-4	-4	-2	-3	-3	-4	-4	-5	-6	-6	-6				
<b>Net Yatırım Giderleri</b>	-199	-125	-220	-263	-549	-900	-1.112	-1.559	-1.067	-1.173	-1.291				
Yatırım/Satış	38,2%	41,5%	69,4%	65,8%	103,5%	115,1%	102,6%	102,1%	61,6%	60,3%	59,2%				
İşletme Sermayesi Değişim		21	-3	10	13	26	31	45	21	22	24				
<b>Kaldıraçsız Nakit Akımı</b>				39	-138	-269	-239	-319	301	368	439	513	585	644	5.170
Değişim					-453,7%	94,2%	11,1%	33,3%	-194,3%	22,4%	9,3%	17,0%	14,0%	10,0%	5,0%
<b>AOSM</b>	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>				36	-108	-178	-134	-151	121	125	126	125	121	112	903

İNA Analizi Sonucu	(milyon TL)
<b>Firma Değeri</b>	<b>1.099</b>
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	5,5
<b>Net Borç</b>	<b>304</b>
<b>Piyasa Değeri</b>	<b>796</b>
Hisse Sayısı	45
<b>Hisse Fiyatı</b>	<b>17,49</b>

Kaynak: İfo Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### 4- Sonuç

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri %50 - %50 oranında ağırlıklandırılarak hisse değerine ulaşılmıştır. Sonuç olarak, Escar için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde pay başına düşen ortalama değer 19,6 TL olarak hesaplanmaktadır. Bulunan birim pay değerine %23,4 oranında iskonto uygulanarak Şirket’in halka arz fiyatı 15 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (milyon TL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
<b>Metodolojiler</b>			
İNA	796	50,00%	17,5
Yurtiçi 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%		
Adil Değer (TL)	682		15,00

Kaynak: İnfo Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### İnfo Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan Escar fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket’in gerçek değerini yansıtması açısından genel olarak uygun olduğunu kanaatindeyiz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu görüşünderiz. OYAK Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Değerleme kapsamında kullanılan hesaplamaların net ve anlaşılır bir şekilde ifade edildiğini düşünürüz.
- Hem “Piyasa Çarpanları” hem de “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemlerinin birlikte kullanılmasının makul olduğu görüşünderiz.
- Çarpan analizinde şirketin faaliyet konusu ve işleyişi düşünülürğünde FD/FAVÖK ve F/K çarpanının kullanılmasının da makul olduğu görüşünderiz.
- Ayrıca, değerlendirme çalışmasında birçok açıdan bakılarak çeşitlendirilmiş endeks ve şirketlerin çarpanlarının değerlemeye dâhil edilmesini makul bulmakla birlikte Seçilmiş BİST şirketleri örnekleminin Şirket’in faaliyeti ve büyüklüğü göz önünde bulundurularak belirlenen kriterler ile yeniden gözden geçirilebileceği kanaatindeyiz.
- Projeksiyon döneminde 2021-2028 dönemi için %18,1 olarak hesaplanan AOSM ve uygulanan %23,4 halka arz iskontosunun makul ve yeterli olduğu görüşünderiz.

Sonuç olarak, yukarıda paylaştığımız yorumlarımız/çekincelerimiz göz önünde bulundurulmak kaydıyla, Escar için %23,4 halka arz iskontosuyla 15 TL halka arz fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünürüz.

### Uyarı Metni

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.