

BORLEASE OTOMOTİV A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
11 Ekim 2023

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası A.Ş. , Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Ziraat Yatırım) ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. (Yatırım Finansman) yetkili aracı kurumlar olduğu Borlease Otomotiv A.Ş (kısaca "İhraççı", "Borlease" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

BORLEASE OTOMOTİV ANONİM ŞİRKETİ

HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Borlease Otomotiv Anonim Şirketi
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Borlease Otomotiv Anonim Şirketi ve Bor Holding A.Ş.
Halka Arz Tarihleri	11 - 12 - 13 Ekim 2023
Halka Arz Fiyatı	25,29 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20,02%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	140.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	168.700.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%30,65 (Ek Pay Satışı Dahil)
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	51.700.000 TL (Ek Pay Satışı Dahil)
Fiyat İstikrarı İşlemleri ve Taahhütler	İhraççı, şirket tarafından halka arz edilen paylar'ın Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (Bir) yıl boyunca, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine, bu doğrultuda bir karar alınmayacağına ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına taahhüt etmiştir. Şirket ortağı Bor Holding, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (Bir) yıl boyunca, sahip olduğu halka arza konu olmayan Şirket paylarının, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceği, bu doğrultuda bir karar alınmayacağı ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir borsa, veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunmayacağı ve Şirket izahnamesinin onay tarihinden itibaren 1 (bir) yıl boyunca Borsa'da satışı da kapsayacak şekilde, maliki olduğu Şirket paylarını Borsa dışında satmayacağı, başka yatırımcı hesaplarına virmanlamayacağı veya Borsa'da özel emir ile ve/veya toptan satış işlemine konu etmeyeceği doğrultusunda taahhütte bulunmuştur. Ziraat Yatırım 30 Gün süreyle fiyat istikrarı işlemi planlamaktadır.
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	%85 Yurt İçi Bireysel Yatırımcı %15 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı
Borsa Kodu	BORLS
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası A.Ş., Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Borlease Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Büyükdere Cd. 59. Sk. Spine Tower No:243 Kat:2 34398 Maslak - Sarıyer / İSTANBUL
t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket 2013 yılında yeni veya ikinci el motorlu araçlar (yolcu araçları, hafif ticari araçlar ve kamyonlar) ve motorlu taşıt sınıfına girmeyen diğer ekipman ve hizmetlere ilişkin uzun dönem operasyonel kiralama ve kısa dönemli günlük kiralama hizmeti filo kiralama hizmeti ve filo yönetim hizmetleri sağlamaktadır. Şirket sektörde kurumsal şirketlere yaptığı 12 aydan 47 aya kadar uzun süreli operasyonel kiralama sözleşmeleriyle araç parkını büyüterek sektörde kendine yer edinmiştir.

Borlease Otomotiv'in ana faaliyet konusu gerek sahibi olduğu gerekse üçüncü kişi ve kurumlardan temin ettiği her türlü motorlu ve motorsuz araçlarla uzun süreli operasyonel filo kiralama hizmeti ile kısa dönem araç kiralama hizmeti vermektir. Ayrıca şirket filo yönetim hizmeti, araç bakım ve tamir hizmeti, özmal araç yönetim hizmeti, yakıt yönetim hizmeti de sağlamaktadır. Şirket tarafından saha ve operasyon yönetimleri yapılmakta ve buna istinaden filo yönetim hizmet geliri elde edilmektedir. Yakıt yönetim hizmeti faaliyetleri çerçevesinde ise müşteriler ile yakıt tedarik eden şirketler arasında indirim içeren anlaşmaların yapılması sağlanmakta ancak bu faaliyetler maddi bir gelir elde etmek amacıyla ziyade müşterilere fayda sağlanması ve müşterilerin de Şirket'i tercih etmesinde bir faktör oluşturması için yürütülmektedir.

Şirket uzun dönem operasyonel kiralama hizmetini kendi markası ve adı altında verirken, günlük ve kısa süreli araç kiralama hizmetini ise global pazarda en değerli ilk 5 kiralama markasından birisi olan "Sixt Rent a Car" markasının Türkiye temsilcisi olan şirketin tam hakimiyete (100%) sahip olduğu bağlı ortaklığı Arti Seyahat aracılığıyla vermektedir. Bu sayede şirket sektörde kendisine yer edinmekte ve uzun süreli kiralama ile kısa süreli kiralama faaliyetleri arasında bir artı güç yaratmaya çalışmaktadır.

Hasılat (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
İkinci El Araç Satış Hasılatı	232.305.683	713.758.669	985.054.502	444.528.477	515.789.258
Kiralama Gelirleri	183.420.314	327.750.058	735.719.185	256.183.608	469.977.506
<i>Uzun Dönem</i>	114.703.747	137.172.474	151.480.294	77.551.892	90.389.496
<i>Kısa Dönem</i>	68.716.567	190.577.584	584.238.891	178.631.716	379.588.010
Filo Yönetim Gelirleri Giderleri	1.381.078	2.684.246	3.359.660	2.070.480	3.209.867
Sigortacılık Hizmet Hasılatı (*)	266.663.022	253.797.701	71.423.769	71.423.769	-
Diğer Gelirler	2.916.210	2.115.110	7.872.036	4.369.481	16.745.835
Brüt Satışlar	686.686.307	1.300.105.784	1.803.429.152	778.575.815	1.005.722.466
Satış İadeleri (-)	-5.160.990	-7.395.571	-14.094.362	-4.254.621	-7.463.097
Net Satışlar	681.525.317	1.292.710.213	1.789.334.790	774.321.194	998.259.369

Kaynak: Borlease Fiyat Tespit Raporu

Hasılat (%)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
İkinci El Araç Satış Hasılatı	34,1%	55,3%	55,1%	57,4%	51,7%
Kiralama Gelirleri	26,9%	25,3%	41,1%	33,1%	47,1%
<i>Uzun Dönem</i>	16,8%	10,6%	8,5%	30,3%	19,2%
<i>Kısa Dönem</i>	10,1%	14,7%	32,6%	69,7%	80,8%
Filo Yönetim Gelirleri Giderleri	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%
Sigortacılık Hizmet Hasılatı (*)	39,1%	19,6%	4,0%	9,2%	0,0%
Diğer Gelirler	0,4%	0,2%	0,4%	0,6%	1,7%
Brüt Satışlar	100,8%	100,6%	100,8%	100,5%	100,7%
Satış İadeleri (-)	-0,8%	-0,6%	-0,8%	-0,5%	-0,7%
Net Satışlar	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

*Sigortacılık faaliyetinde bulunulan ve İzahname'de yer alan finansal tablo dönemleri itibari ile bağlı ortaklık olarak konsolide olan Magdeburger 30.06.2022 Tarihinde Bor Holding'e devredilmiştir.

Kaynak: Borlease Fiyat Tespit Raporu

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Hissedarlık Yapısı		Halka Arz Sonrası Hissedarlık Yapısı			
		Tutarı (TL)	Oranı (%)	Ek Satış Öncesi		Ek Satış Sonrası	
				Tutarı	Oranı (%)	Tutarı	Oranı (%)
Bor Holding A.Ş.	A	35.125.000	25,00%	35.125.000	20,82%	35.125.000	20,82%
	B	105.375.000	75,00%	86.575.000	51,32%	81.875.000	48,53%
Halka Açık Kısmı	B	0	0,00%	47.000.000	27,86%	51.700.000	30,65%
Toplam		140.500.000	100%	168.700.000	100%	168.700.000	100%

Kaynak: Borlease İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
DÖNEN VARLIKLAR				
Nakit ve Nakit Benzerleri	295.346.138	407.362.501	50.035.902	46.573.039
Finansal Yatırımlar	5.202.673	179.094	335.424	306.257
Ticari Alacaklar	104.103.422	169.910.972	68.987.849	126.217.528
Diğer Alacaklar	35.695.525	46.921.157	349.126.738	411.432.051
Stoklar	16.577.806	16.617.931	5.280.457	2.107.048
Peşin Ödenmiş Giderler	73.491.676	71.299.462	80.981.662	273.905.745
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	2.764.871	1.858.279	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	45.392.443	4.407.598	1.441.912	2.538.827
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	578.574.554	718.556.994	556.189.944	863.080.495
DURAN VARLIKLAR				
Finansal Yatırımlar	25.000	25.000	-	-
Diğer Alacaklar	1.756.261	1.759.240	2.464.587	2.667.576
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	2.703.842	9.770.000	9.770.000	25.175.000
Maddi Duran Varlıklar	703.775.907	844.312.788	1.585.801.378	1.949.703.509
Kullanım Hakkı Varlıkları	23.638.755	69.570.270	205.424.131	294.274.643
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	54.287.691	50.527.147	38.122.856	36.129.392
Peşin Ödenmiş Giderler	1.473.813	3.822.084	6.893.739	18.203.001
Diğer Duran Varlıklar	9.389.180	63.106	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	23.000.683	57.317.353	34.084.925	91.697.488
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	820.051.132	1.037.166.988	1.882.561.616	2.417.850.609
TOPLAM VARLIKLAR				
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	63.359.864	83.334.615	604.914.700	800.243.009
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	269.493.909	362.591.741	277.331.265	353.525.748
Ticari Borçlar	122.429.980	240.040.678	346.357.915	221.507.460
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	671.580	1.192.569	3.994.114	6.919.672
Diğer Borçlar	15.038.060	16.011.861	65.580	40.119
Ertelenmiş Gelirler	9.862.254	23.346.638	108.920.152	255.138.359
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	301.947	34.498.697	696.536
Kısa Vadeli Karşılıklar	315.882.492	509.082.861	9.918.460	7.231.293
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9.649.493	44.103.753	6.448.038	34.668.826
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	806.387.632	1.280.006.663	1.392.448.921	1.679.971.022
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	618.363.393	472.129.328	485.879.324	569.976.280
Ticari Borçlar	-	19.646.120	48.335.697	271.646.153
Uzun Vadeli Karşılıklar	647.381	1.122.691	492.995	1.181.548
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.617.955	2.808.978	-	-
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	624.628.729	495.707.117	534.708.016	842.803.981
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	1.431.016.361	1.775.713.780	1.927.156.937	2.522.775.003
ÖZKAYNAKLAR				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	-38.588.772	7.110.582	511.594.624	758.156.101
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	140.500.000	140.500.000	140.500.000
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-19.196	-654.474	-319.997	-1.294.230
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	848.980	1.095.562	1.409.488	15.963.262
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-75.338.232	-179.799.175	-14.233.600	355.451.358
Net Dönem Karı/ Zararı	5.919.676	45.968.669	384.238.733	247.535.711
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	6.198.097	-27.100.380	-	-
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	-32.390.675	-19.989.798	511.594.624	758.156.101
TOPLAM KAYNAKLAR	1.398.625.886	1.755.723.982	2.438.751.560	3.280.931.104

Kaynak: Borlease otomotiv Fiyat Tespit Raporu, İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
Hasılat	681.525.317	1.292.710.213	1.789.334.790	774.321.194	998.259.369
Satışların Maliyeti	-446.396.596	-885.003.965	-1.297.991.658	-711.670.819	-579.617.246
Brüt Kar / Zarar	235.128.721	407.706.248	491.343.132	62.650.375	418.642.123
Genel Yönetim Giderleri	-75.024.552	-111.570.135	-115.843.656	-78.064.052	-57.941.627
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-17.710.674	-45.275.658	-61.588.395	-27.319.424	-38.067.965
Esas Faaliyetlerinden Diğer Gelirler	7.631.206	16.011.388	45.438.029	15.700.336	60.171.573
Esas Faaliyetlerinden Diğer Giderler	-5.584.607	-20.205.368	-29.590.192	-13.079.604	-6.297.705
Esas Faaliyet Karı	144.440.094	246.666.475	329.758.918	-40.112.369	376.506.399
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	24.133.478	46.534.503	296.691.763	295.864.981	17.340.359
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-1.000.714	-	-	-35.755
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	168.573.572	292.200.264	626.450.681	255.752.612	393.811.003
Finansman Gelirleri	15.156.270	6.043.587	53.713.695	20.592.612	31.923.425
Finansman Giderleri	-173.006.800	-318.601.300	-345.553.802	-143.166.824	-234.192.897
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / Zararı	10.723.042	-20.357.449	334.610.574	133.178.400	191.541.531
- Dönem Vergi Gideri / Geliri	-553.430	-935.818	-35.307.130	-388.662	-1.374.825
- Ertelenmiş Vergi Gideri / Geliri	-3.834.230	34.118.972	33.038.857	42.129.821	57.369.005
Dönem Karı/ (Zararı)	6.335.382	12.825.705	332.342.301	174.919.559	247.535.711

Kaynak: Borlease Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket, Şirket'in tek pay sahibi Bor Holding'e ait olan 7.050.000 TL nominal değerli 7.050.000 adet B Grubu payın ek satışı hariç olmak üzere, ortak satışı yoluyla 18.800.000 adet B Grubu pay ve sermaye artırımını yoluyla 28.200.000 adet B Grubu Pay olmak üzere toplamda 47.000.000 adet B Grubu payın ve ek satış olması durumunda toplam 54.050.000 adet B Grubu Payın halka arzını planlamaktadır.

Şirket'in mevcut pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının halka arz kapsamında talepte bulunacak yatırımcılar lehine kısıtlanması suretiyle 168.700.000 TL'ye çıkarılması, bu şekilde ihraç edilen B Grubu hamiline yazılı payların bedellerinin halka arz gelirlerinden karşılanması planlanmaktadır. Sermaye artışı yolu ile ihraç edilecek paylardan Şirket hala arz geliri elde edecektir. Şirket, pay sahibinin satışından ve ek satıştan herhangi bir gelir elde etmeyecektir, Şirket sermayesindeki mevcut paylarının satışından elde edeceği fonu, ticari olmayan borçlarının ödeme tarihine kadar olan adet faizi ile birlikte Şirket'e ödeyerek tamamen kapatılmasında kullanacağını, bu suretle Şirket'in İzahname'de yer alacak en son tarihli finansal tablolarına göre ticari olmayan borçlarının tamamını, Şirket'te sahip olduğu mevcut paylarının satışından elde edeceği fonun ilgili kısmı ile ödeyeceğini ve borcun bu şekilde tamamen geri ödeneceğini taahhüt etmiştir.

Sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek yeni paylar neticesinde elde edilecek fon; ağırlıklı olarak Şirket'in faaliyetlerini büyütme amacı için kullanılacaktır. Şirket, halka arzdan elde edilecek kaynağın tahmini halka arz maliyetleri düşüldükten sonra kalan kısmının;

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Yeni taşıt alım yatırımlarının finansmanında	%70
Net işletme sermayesi ihtiyacı ve kredi borçlarının bir kısmının geri ödemesinde	%30
Toplam	100%

Kaynak: Borlease Otomotiv Fonun Kullanım Yeri Raporu

Şirket'in, halka arzdan elde edilen net gelirleri yukarıda izah edilen şekilde kullanmaya ihtiyacı olmadığı ve/veya kullanmadığı ölçüde, şirket menfaatleri doğrultusunda kategoriler arasında bir geçiş yapılabilecek ve/veya elde edilen söz konusu net gelirler ile istikrarlı bir şekilde faaliyetlerine devam eden bağlı ortaklık ve iştiraklerin mali yapılarını ve faaliyetlerini güçlendirmek adına yukarıda anılan kalemler çerçevesinde ihtiyaç duyacakları yatırımlara finansman sağlanması ve yapacakları sermaye artırımlarına katılım sağlanması ve teknolojik alt yapı yatırımları, satış ve pazarlama faaliyetleri, eğitim ve geliştirme faaliyetleri gibi genel kurumsal amaçlar için kullanılacaktır.

Global ve yerel ekonomik koşullar dikkate alınarak, söz konusu fonun kullanımında yukarıda gösterilen kategoriler ve tahsisat oranları arasında Şirket menfaatleri doğrultusunda geçiş yapabilecektir.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Çarpan Analizi yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %50, indirgenmiş nakit akımına %50 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımı çerçevesinde gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ışığında ve şirketin on yıllık iş planı çerçevesinde 2023- 2032 yılları için hazırlanmıştır.

Şirket'in gelir tablosu projeksiyonunda faaliyet kiralaması ve ikinci el araç satış faaliyetleri gelişimleri projeksiyon dönemi boyunca ele alınmıştır. Şirket toplam filosunu iş planı dönemi olan 2032 sonunda, 2022 yıl sonuna göre 2,26 kat, yıllık bileşik olarak ise %8,5 oranı ile artırarak 14.859 adede ulaştırmayı hedeflemektedir.

Uzun dönem operasyonel kiralama ve kısa dönem günlük kiralama toplam filo doluluk oranı 2020 – 2022 yıllarında sırasıyla %84,6 , %85,8, %80,2 şeklinde gerçekleşmiş olup muhafazakar kalmak adına 2023-2025 dönemlerinde %79,8, 2026 – 2032 dönemleri için ise ortalama %80,3 olması beklenilmektedir.

Şirket faaliyet kiralamasına konu ettiği araçlarının projeksiyon dönemi boyunca %74 - %79 arasındaki kısmını sahip olduğu araçlardan geri kalanını ise dış araç kiralama işlemleri ile ilerletmeyi

planlamaktadır. Şirket uzun dönem operasyonel filo kiralama ve kısa dönem günlük kiralama gelirlerinin projeksiyonunda baz fiyatlamaya üzerine TSKB enflasyon tahminlerini dikkate alarak ilerlemiştir.

İkinci el araç satış gelirlerinin projeksiyonunda; mevcut park içerisinde 2023 yılında satılması planlanan araçların projeksiyonun yapıldığı piyasa değeri üzerinden satılması planlanan dönem kadar olan enflasyon etkisinin %33'ü eklenerek, 2023 yılı sonrası için ise satılması planlanan döneme kadar olan enflasyonun etkisinin %50'si eklenerek gelir tahmini yapılmıştır.

Şirket 10 yıllık projeksiyon çerçevesinde araç satış maliyetlerini ve brüt kar marjını belirlerken mevcut araç parkı için farklı, iş planı periyodunda satın almayı öngördüğü araçlar için farklı metodoloji kullanmıştır. Bu bağlamda kiralama maliyetlerinin toplam kiralama gelirleri içerisindeki payı 2020-2022 yılları arasındaki dönem için ortalama %49,7 olarak gerçekleşmiştir. 2023 – 2026 dönemi şirketin 2022 yılı sonunda sahip olduğu mevcut araç parkının satışlarının kurgulandığı dönemler olması sebebi ile %54,9 olarak öngörülerek brüt kar marjının ilgili dönemde geçmiş dönemlerin üzerinde performansa göstermesi planlanmıştır. Projeksiyonda brüt kar marjı 2023-2027 dönemleri itibariyle %42,0, 2028-2032 dönemleri itibariyle %44,8, 2027-2029 dönemleri itibariyle %40,3, 2030-2032 dönemleri itibariyle ise %38,3 olacağı öngörülmüştür.

Şirketin faaliyet giderlerinin net satışlara oranı pandemi dolayısıyla 2020-2022 yılları arasında ortalama %6,8 olarak gerçekleşirken, projeksiyonda 2023-2024 döneminde %6,1, 2025-2028 döneminde %4,5, 2029-2032 döneminde ise %3,7 olarak tahmin edilmiştir. 2020-2022 döneminde %45,5 olan brüt kar marjının ise projeksiyonda 2023-2025 dönemi için ortalama %59,1, 2026-2028 döneminde %40,9, 2029-2032 yıllarında ise %38,9 olacağı projekte edilmiştir.

Projeksiyonda alacak tahsil süresini 19 ile 25 gün aralığında öngörmekte olup, şirketin 2023 yılı için 130 gün olan borç ödeme süresi ise projeksiyon dönemi içerisinde 55 güne kadar gerileyeceği öngörülmüştür.

Yatırım harcamaları kapsamında araç alım bedelleri her altı aylık dönemde tahminlenen enflasyon etkilerinin dikkate alınarak bir önceki altı aylık tahminlenen araç alım bedellerinin üzerine eklenmesi ile belirlenmektedir. Projeksiyonda yatırım harcamalarının net satıları oranı 2023-2032 yılları itibariyle sırasıyla %52,0 %64,8, %62,6, %63,3, %54,6, %48,8, %42,0, %43,9, %44,8, %43,8 olarak öngörülmektedir.

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde yaygın olarak kullanılan ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti kullanılmıştır. Özsermaye maliyeti hesaplanırken finansal varlıkları fiyatlamaya modeli (FVFM) kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin iş planı periyodunda sabit olacağı varsayılmıştır. 2023-2032 dönemleri için AOSM %21,68 olarak kabul edilmiştir.

Projeksiyonda risksiz getiri oranı TRT131130T14 ISIN'lı 2030 vadeli devlet tahvil oranının baz alınması düşünülmüş, düşen tahvil getirilerinin etkisi hesaba katılmayarak %20,00 olarak alınmış, risk primi ise 2023 – 2032 yıllarında %5,50 olarak sabit tutulmuştur.

Projeksiyonda Beta 1 olarak kabul edilmiş, Özkaynak maliyeti %25,50 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in vergi öncesi borçlanma maliyeti risksiz getiri oranı %5,0'in üzerinde olacağı varsayılmış olup borçlanma maliyeti vergi öncesi %25, vergi sonrası %20 olarak hesaplanmıştır. 2032 yılından sonrası için terminal büyüme oranı ise %5 olarak alınmıştır.

Borlease İndirgenmiş Nakit Akımları
 Analizi Tablosu

Bin TL	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Net Satışlar	2.547.592	3.722.338	5.691.711	6.991.361	9.244.048	11.654.454	13.312.695	14.327.690	15.344.399	16.008.589
Yıllık büyüme (%)	44,5%	46,1%	52,9%	22,8%	32,2%	26,1%	14,2%	7,6%	7,1%	4,3%
FVÖK	1.243.345	2.259.354	2.900.153	2.620.089	3.310.638	4.231.680	4.902.327	5.059.906	5.219.422	5.513.181
FVÖK Marjı (%)	48,8%	60,7%	51,0%	37,5%	35,8%	36,3%	36,8%	35,3%	34,0%	34,4%
FAVÖK	1.243.345	2.266.455	3.003.513	2.942.087	3.895.343	5.017.290	5.803.918	6.069.365	6.374.086	6.822.166
FAVÖK Marjı	48,8%	60,9%	52,8%	42,1%	42,1%	43,1%	43,6%	42,4%	41,5%	42,6%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	38.249	153.687	-175.105	-264.836	-211.550	-190.203	749.733	-43.921	-43.312	132.117
Vergi	223.802	406.684	522.028	471.616	595.915	846.336	980.525	1.011.981	1.043.884	1.102.636
İkinci El Satışları (Defter Değeri)	-504.002	-326.281	-1.043.756	-1.785.202	-2.567.904	-3.263.526	-3.818.912	-4.303.889	-4.707.532	-4.718.371
Yatırım Harcamaları	1.324.837	2.411.608	3.560.988	4.422.869	5.046.022	5.692.006	5.591.513	6.295.696	6.875.011	7.018.968
Serbest Nakit Akımları (SNA)	160.460	-379.243	139.359	97.641	1.032.860	1.932.676	2.301.059	3.109.497	3.205.035	3.286.816
AOSM	21,68%	21,68%	21,68%	21,68%	21,68%	21,68%	21,68%	21,68%	21,68%	21,68%
İndirgeme Oranı	90,7%	74,5%	61,2%	50,3%	41,4%	34,0%	27,9%	23,0%	18,9%	15,5%
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	145.464	-282.545	85.327	49.132	427.123	656.828	642.689	713.745	604.598	509.553

Kaynak: Borlease Fiyat Tespit Raporu

İNA Toplamı	3.551.914
Terminal Büyüme Oranı	5%
Terminal Değer (TD)	20.690.355
TD'nin Bugünkü Değeri	3.207.597
Firma Değeri	6.759.511
Net Finansal Borç (30.06.2023)	1.677.172
Özsermaye Değeri	5.082.339

Kaynak: Borlease Fiyat Tespit Raporu

6.2 Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi Yöntemi

Halka açık benzer şirket çarpan analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiştir. Değerlemeye baz oluşturacak çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin araç kiralama pazarında aktif bir ürün gamı olmasına dikkat edilmiştir.

Piyasa çarpanları kapsamında incelenen şirketler benzerlik ve firma değeri büyüklükleri bakımından 3 gruba ayrılmış olup her bir grup için belirli oranlarda ağırlıklandırılarak ortalama bir çarpan sonucu belirtilmiştir. Grup 1 firmaları Borlease ile aynı sektörde faaliyet gösteren ‘araç ve filo kiralama firmaları’ yurt dışı benzer şirketlerdir. Grup 2 firmaları Türkiye’de operasyonlarını yürüten benzer sektörde faaliyet halka açık şirketlerden oluşmaktadır. Grup 3 firmaları ise Şirket’in de faaliyet kapsamına giren finansal kiralama alanında Türkiye’de faaliyet gösteren finansal kuruluşlardır.

Piyasa çarpanları analizi kapsamında kullanılan şirketlerin temel piyasa bilgileri ve değerlendirme rasyoları 30 Haziran 2023 itibarıyla son on iki aylık FD/FAVÖK, FD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır.

Piyasa çarpanları analizi kapsamında FD/FAVÖK çarpanı hesabında 5 altı ve 20 üstü ($5 < x < 20$) “uç değer olarak” kabul edilmiş ve değerlendirme hesaplarına dahil edilmemiştir. Borlease ile aynı sektörde faaliyet gösteren ‘araç ve filo kiralama firmaları’ yurt dışı benzer şirketlerin (Grup 1) ağırlığı %50, Türkiye’de operasyonlarını yürüten benzer sektörde faaliyet halka açık şirketler (Grup 2) ağırlığı %50 alınarak elde edilen çarpanların ortalaması 9,51x olarak belirlenmiştir.

Piyasa çarpanları analizi kapsamında FD/Satışlar çarpanı hesabında 1 altı ve 10 üstü ($1 < x < 10$) “uç değer olarak” kabul edilmiş ve değerlendirme hesaplarına dahil edilmemiştir. Borlease ile aynı sektörde faaliyet gösteren ‘araç ve filo kiralama firmaları’ yurt dışı benzer şirketlerin (Grup 1) ağırlığı %50, Türkiye’de operasyonlarını yürüten benzer sektörde faaliyet halka açık şirketler (Grup 2) ağırlığı %50 alınarak elde edilen çarpanların ortalaması 2,09x olarak belirlenmiştir.

Piyasa çarpanları analizi kapsamında F/K çarpanı hesabında 5 altı ve 30 üstü ($5 < x < 30$) “uç değer olarak” kabul edilmiş ve değerlendirme hesaplarına dahil edilmemiştir. Borlease ile aynı sektörde faaliyet gösteren ‘araç ve filo kiralama firmaları’ yurt dışı benzer şirketlerin (Grup 1) ağırlığı %40, Türkiye’de operasyonlarını yürüten benzer sektörde faaliyet halka açık şirketler (Grup 2) ağırlığı %40, Şirket’in de faaliyet kapsamına giren finansal kiralama alanında Türkiye’de faaliyet gösteren finansal kuruluşlar (Grup 3) ağırlığı %20 alınarak elde edilen çarpanların ortalaması 11,33x olarak belirlenmiştir.

Piyasa çarpanları analizi kapsamında PD/DD çarpanı hesabında 1 altı ve 5 üstü ($1 < x < 5$) “uç değer olarak” kabul edilmiş ve değerlendirme hesaplarına dahil edilmemiştir. Borlease ile aynı sektörde faaliyet gösteren ‘araç ve filo kiralama firmaları’ yurt dışı benzer şirketlerin (Grup 1) ağırlığı %40, Türkiye’de operasyonlarını yürüten benzer sektörde faaliyet halka açık şirketler (Grup 2) ağırlığı %40, Şirket’in de faaliyet kapsamına giren finansal kiralama alanında Türkiye’de faaliyet gösteren finansal kuruluşlar (Grup 3) ağırlığı %20 alınarak elde edilen çarpanların ortalaması 2,50x olarak belirlenmiştir.

Piyasa çarpanları analizi kapsamında her bir çarpan için bulunan (FD/FAVÖK, FD/Satışlar, F/K, PD/DD) özkaynak değerlerine %25 ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucunda Şirket'in özkaynak değeri 3.802.677 Bin TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Özeti (Bin TL)	FD/Satışlar	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
	2023 SOA	2023 SOA	2023 SOA	30.06.2023
Firma Değeri	4.216.476	7.864.349	-	-
Net Borç	1.677.172	1.677.172	-	-
Özsermaye Değeri	2.539.304	6.187.177	4.586.640	1.897.588

Kaynak: Borlease Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve piyasa çarpan analizi %50 - %50 ağırlıklandırılarak 4.442.508.021 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %20,02 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 25,29 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Özeti (BİN TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	5.082.339	50%	2.541.169
Piyasa Çarpan Analizi*	3.802.677	50%	1.901.339
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			4.442.508

*FD/Satışlar 2023 SOA, FD/FAVÖK 2023 SOA, F/K 2023 SOA ve PD/DD 30.06.2023 Çarpanları ile ortaya çıkan özsermaye değerlerinin ağırlıklı ortalamasıdır.

Kaynak: Borlease Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	4.442.508.021
Ödenmiş Sermaye (%)	140.500.000
Birim Pay Değeri (TL)	31,62
Halka Arz İskontosu (%)	20,00%
İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	3.553.246.303
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	25,29

Kaynak: Borlease Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve eşit ağırlık verilmesini uygun buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK, F/K, PD/DD ve FD/Satış çarpanının kullanılmasını ve çarpanların medyanının alınmasını makul buluyoruz.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken hesaplamaya dahil edilen değerlerin makul olduğunu düşünmekteyiz. Beta değerini 1 olarak alınmasını, piyasa risk priminin %5,5 olmasını, terminal büyüme oranının %5 olarak kullanılmasını makul buluyoruz.
- Risksiz getiri oranının %20 olarak alınmasını makul buluyoruz.
- Fiyat tespit edilirken uygulanan %20,02 iskonto oranının uygun olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, Borlease için hesaplanan hedef değere %20,02 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 25,29 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: 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 bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: 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 Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.