



Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

10 Ekim 2023

İÇİNDEKİLER

1. ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ	2
2. HALKA ARZ İLE İLGİLİ BİLGİLER	3
3. ÖZET FİNANSALLAR	4
4. DEĞERLEME	4
5. GÖRÜŞ	7

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 Borlease Otomotiv A.Ş. ("Şirket" ve/veya "BORLS") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 25 Eylül 2023 tarihli Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir.

1. ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Şirket'in kuruluş amacı yeni ve/veya ikinci el motorlu araçlar 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 sağlamaktır. Sektörde kurumsal şirketlerle yaptığı 12 aydan 47 aya kadar uzun süreli operasyonel kiralama sözleşmeleriyle kısa sürede araç parkını büyüterek sektörde kendine yer edinmiştir.

Şirket'in ana faaliyet konusu gerek sahibi olduğu gerekse üçüncü kişi ve kurumlardan temin ettiği her türlü motorlu ve motorsuz araçlarla hem bireysel hem de kurumsal müşterilerine uzun süreli operasyonel filo kiralama hizmeti ile kısa dönem araç kiralama hizmeti vermektedir. Ayrıca filo yönetim hizmeti, araç bakım ve tamir hizmeti, özmal araç yönetim hizmeti ve yakıt yönetim hizmeti de sağlamaktadır. Özmal araç yönetimi ve yakıt yönetimi hizmetlerinden 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 kiralama hizmetini kendi markası ve adı altında verirken, günlük ve kısa süreli araç kiralama hizmetini ise global pazarda en değerli ilk beş kiralama markasından birisi olan "Sixt Rent a Car" markasının Türkiye temsilcisi olan Şirket'in tam hakimiyetine (%100) sahip olduğu bağlı ortaklığı Artı Seyahat aracılığıyla vermektedir. 2007 yılından itibaren "Sixt Rent a Car" markasının Türkiye temsilcisi olan Artı Seyahat, Türkiye temsilciliğini beşer yıllık süre uzatımları ile on beş yıldır sürdürmektedir. 2022 yılında alında beş yıllık uzatım onayı ile beraber 2028 yılına kadar markanın Türkiye temsilcisi olarak faaliyetlerine devam etmesi sağlanmıştır.

Şirket'in ana faaliyet gelirleri uzun dönem operasyonel kiralama ve kısa dönem kiralama faaliyetlerinden elde edilen kiralama gelirleri, ikinci el araç satış gelirleri ve diğer operasyonel işlemlerden elde edilen gelirlerden oluşmaktadır. Şirket, 2020 yılında 681.525.317 TL satış hasılatına ulaşırken 2021 yılında %89,7 artış ile 1.292.710.213 TL satış hasılatı gerçekleştirmiştir. 2022 yılında 1.789.334.790 TL satış hasılatı ile önceki döneme göre ise %38,4 artış gerçekleşmiştir. 2023 yılı Haziran ayı itibariyle net satış hasılatı 998.259.369 TL olarak gerçekleşmiş olup, geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %28,9 oranında artış gerçekleşmiştir.

Hasılat (Bin TL)	2020	Dağılım %	2021	Dağılım %	2022	Dağılım %	6A 2022	Dağılım %	6A 2023	Dağılım %
İkinci El Araç Satış Hasılatı	232.305	34,1%	713.758	55,3%	985.054	55,1%	444.528	57,4%	515.789	51,7%
Kiralama Gelirleri	183.420	26,9%	137.172	25,3%	735.719	41,1%	256.183	33,1%	469.977	47,1%
Filo Yönetim Gelirleri	1.381	0,2%	2.684	0,2%	3.359	0,2%	2.070	0,3%	3.209	0,3%
Sigortacılık Hizmet Hasılatı	266.663	39,1%	253.797	19,6%	71.423	4,0%	71.423	9,2%	-	0,0%
Diğer Gelirler	2.916	0,4%	2.115	0,2%	7.872	0,4%	4.369	0,6%	16.745	1,7%
Brüt Satışlar	686.686	100,8%	1.300.105	100,6%	1.803.429	100,8%	778.575	100,5%	1.005.722	100,7%
Satış İadeleri (-)	5.160	-0,8%	7.395	-0,6%	14.094	-0,8%	4.254	-0,5%	7.463	-0,7%
Net Satışlar	681.525	100,0%	1.292.710	100,0%	1.789.334	100,0%	774.321	100,0%	998.259	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

30.06.2023 itibariyle uzun süreli operasyonel kiralama ile günlük ve kısa süreli kiralamalarda kullanılan araç sayısının 4.123 adedi Şirket'in mülkiyetinde olan, 3.057 adedi ise kiralanacak kullanım hakkı Şirket'e ait olan olmak üzere toplam 7.180'dir

Filo Bilgisi (Adet)	2020	Dağılım %	2021	Dağılım %	2022	Dağılım %	6A 2023	Dağılım %
Operasyonel Filo Kiralama	4.281	74,31%	3.757	67,05%	3.837	58,42%	3.748	52,20%
Kısa ve Günlük Kiralama	1.480	25,69%	1.846	32,95%	2.731	41,58%	3.432	47,80%
Toplam	5.761	100,00%	5.603	100,00%	6.568	100,00%	7.180	100,00%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2. HALKA ARZ İLE İLGİLİ BİLGİLER

2.1. Halka Arza İlişkin Özel Bilgiler

HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER	
BİST İşlem Kodu	BORLS.HE
BİST Kod Açıklaması	Borlease Otomotiv A.Ş.
Halka Arz Fiyatı	25,29TL
İskonto Oranı	20,02%
Talep Toplama	11 - 12 - 13 Ekim 2023
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtılacak Lot	51.700.000
Halka Arz Büyüklüğü	1.307.493.000 TL
Halka Arz Oranı	30,65%
Dağıtım Oranları	* Yurt İçi Bireysel Yatırımcı (%85) * Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı (%15)
Taahhütler	* Payların işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün boyunca fiyat istikrarı planlanmaktadır. * Şirket 1 yıl süreyle sermaye artırımını gerçekleştirmeyecek * Şirket ortakları 1 yıl boyunca pay satışı yapmayacak * 2023 ve 2024 yıllarına ilişkin net dağıtılabilir dönem kârlarının asgari %40'nın nakit olarak dağıtılması taahhüt edilmiştir.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2.2. Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Halka Arzdan Önce			Halka Arzdan Sonra (Ek Satış Dahil)		
	Pay Grubu	TL	%	Pay Grubu	TL	%
Bor Holding A.Ş.	A	35.125.000	25,00	A	35.125.000	20,82
	B	105.375.000	75,00	B	81.875.000	48,53
Halka Açık	-	-	-	B	51.700.000	30,65
Toplam Sermaye		140.500.000	100,00		168.700.000	100,00

Kaynak: İzahname

2.3. Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanı

Alan	% Pay
Yeni Taşıt Alım Finansmanı	65 - 70
İşletme Sermayesi ve Borç Ödeme	30 - 35
Toplam	100

Kaynak: İzahname

3. ÖZET FİNANSALLAR

Şirket'in bağımsız denetim raporunda açıklamış olduğu geçmiş dönemlere ait finansal tabloları aşağıdaki gibidir;

3.1. Bilanço

Bilanço (TL)	31 Aralık 20	31 Aralık 21	31 Aralık 22	30 Haziran 22	30 Haziran 23
Dönen Varlıklar	578.574.554	718.556.994	556.189.944	556.189.944	863.080.495
Duran Varlıklar	820.051.132	1.037.166.988	1.882.561.616	1.882.561.616	2.417.850.609
Toplam Varlıklar	1.398.625.686	1.755.723.982	2.438.751.560	2.438.751.560	3.280.931.104
Kısa Vadeli Yükümlülükler	806.387.632	1.280.006.663	1.392.448.921	1.392.448.920	1.679.971.022
Uzun Vadeli Yükümlülükler	624.628.729	495.707.117	534.708.016	534.708.016	842.803.981
Özkaynaklar	-32.390.675	-19.989.798	511.594.623	511.594.624	758.156.101
Toplam Kaynaklar	1.398.625.686	1.755.723.982	2.438.751.560	2.438.751.560	3.280.931.104

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

3.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31 Aralık 20	31 Aralık 21	31 Aralık 22	30 Haziran 22	30 Haziran 23
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	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
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-17.710.674	-45.275.658	-61.588.395	-27.319.424	-38.067.965
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	7.631.206	16.011.388	45.438.029	15.700.336	60.171.573
Esas faaliyetlerden 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	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 faaliyet vergi öncesi dönem karı	10.723.042	-20.357.449	334.610.574	133.178.400	191.541.531
Dönem vergi gideri	-553.430	-935.818	-35.307.130	-388.662	-1.374.825
Ertelenmiş vergi geliri	-3.834.230	34.118.972	33.038.857	42.129.821	57.369.005
Net dönem kârı / zararı	6.335.382	12.825.705	332.342.301	174.919.559	247.535.711

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

4. DEĞERLEME

4.1. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi kapsamında incelenen şirketler benzerlik ve firma değeri büyüklükleri bakımından 3 gruba ayrılmış olup, her bir grup için belirli oranlarda ağırlıklandırılarak bir çarpan sonucu belirtilmiştir. Değerleme kapsamında, 30 Haziran 2023 itibarıyla son on iki aylık FD/FAVÖK, FD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır.

FD/FAVÖK Çarpan Sonuçları (Bin TL)	
FAVÖK	828.415
Çarpan (x)	9,51x
Firma Değeri	7.864.534
Net Borç	-1.677.172
Özkaynak Değeri	6.187.177

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FD/Satışlar Çarpan Sonuçları (Bin TL)	
Satışlar	2.013.273
Çarpan (x)	2,09x
Firma Değeri	4.216.476
Net Borç	-1.677.172
Özkaynak Değeri	2.539.304

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

F/K Çarpan Sonuçları (Bin TL)	
Çarpan (x)	11,33x
Net Dönem Kârı	392.675
Özkaynak Değeri	4.586.640

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

PD/DD Çarpan Sonuçları (Bin TL)	
Çarpan (x)	2,50x
Öz Sermaye	758.156
Özkaynak Değeri	1.897.588

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.1. Piyasa Çarpanları Analizi Sonuç

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.

Piyasa Çarpanları Analiz Özeti (Bin TL)			
Yöntem	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
FD/FAVÖK Çarpan Sonuç	6.187.177	25%	1.546.794
FD/Satışlar Çarpan Sonuç	2.539.304	25%	634.826
F/K Çarpan Sonuç	4.586.640	25%	1.146.660
PD/DD Çarpan Sonuç	1.897.588	25%	474.397
Özsermaye Değeri			3.802.677

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2. İNA

4.2.1. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

- Risksiz getiri oranı TRT131130T14 ISIN'lı 2030 vadeli devlet tahvil oranının baz alınması düşünülmüş, düşen tahvil getirilerinin etkisi hesaba katılmayarak %20,00 olarak alınmıştır.
- Risk primi 2023 – 2032 yıllarında %5,50 olarak sabit tutulmuştur.
- Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Özkaynak maliyeti %25,50 olarak hesaplanmıştır.
- Borçlanma maliyeti vergi öncesi %25, vergi sonrası %20 olarak hesaplanmıştır.
- Terminal büyüme oranı %5 olarak alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	
Öz Sermaye/(Borç+Öz Sermaye)	30,55%
Borç/(Borç+Öz Sermaye)	69,45%
Vergi Oranı	20,0%
Beta	1,0
Risksiz Getiri Oranı	20,0%
Piyasa Risk Primi	5,5%
Öz Sermaye Maliyeti	25,5%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)	25,0%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Sonrası)	20,0%
AOSM	21,68%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Projeksiyon

(Mn TL)	İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu									
	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
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
Artış	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	4.902.627	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 Akışı (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
İNA Toplamı	3.551.914									
Uç Değer	5%									
Terminal Değer (TD)	20.690.255									
TD'nin Bugünkü Değeri	3.207.597									
Firma Değeri	6.759.511									
Ner Finansal Borç (30.06.2023)	1.677.172									
Özkaynak Değeri	5.082.339									

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.3. Değerleme Yöntemleri Sonucu

Çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/Satışlar, F/K, PD/DD rasyoları kullanılmış olup ağırlıklandırılmış özkaynak değerinin hesaplanmasında her birine %25 ağırlık verilmiştir. Değerleme çalışmasında nihai sonuca ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi %50 - %50 ağırlıklandırılarak **4.442.508.021 TL** özkaynak değerine ulaşılmıştır. Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden %20,02 iskonto uygulanarak, hisse başı halka arz fiyatı **25,29 TL** hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti			
	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri (Bin TL)
Piyasa Çarpanları Analizi	3.802.677	50%	1.901.339
İNA	5.082.339	50%	2.541.170
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri			4.442.508
Değerleme Yöntemleri Sonuç			
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri			4.442.508.021
Nominal Sermaye Tutarı			140.500.000
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değeri			31,62
Halka Arz İskontosu			20,02%
Halka Arz Fiyatı			25,29

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5. GÖRÜŞ

Kamuya açıklanan ilgili raporlarda şirketin faaliyetleri, sektör ve değerlendirme yöntemlerine ilişkin bilgilerin detaylı ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Bu bilgiler ışığında;

- Çarpan analizi kapsamında incelenen şirketlerin benzerlik ve firma değeri büyüklükleri bakımından 3 gruba ayrılması, her bir grup için belirli oranlarda ağırlıklandırılarak bir çarpan sonuna ulaşılması ve FD/FAVÖK, FD/Satışlar, F/K, PD/DD çarpanlarına %25 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz.
- AOSM hesaplanırken risksiz getiri oranı hesabında muhafazakâr davranılarak düşük tahvil getirilere dikkate alınmayıp %20 alınmasını, projeksiyonda uç değer büyüme oranının %5 alınması ve fiyat tespit raporunda belirtilen büyüme projeksiyonlarının uygun olduğu kanaatindeyiz.
- Şirket değerinin hesaplanmasında her iki değerlendirme yöntemine %50 ağırlık verilip, bulunan değere %20,02 oranında halka arz iskontosu uygulanarak bulunan 25,29 TL pay başına fiyatın makul olduğu kanaatindeyiz.

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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 her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Galata Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Galata Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Galata Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Galata Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Galata Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.