

Lider Filo®

ARAÇ KİRALAMA

LDR TURİZM ANONİM ŞİRKETİ

FİYAT TESPİT RAPORU

18.03.2022

TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İÇİNDEKİLER

| | |
|--|----|
| KISALTMA VE TANIMLAR | 3 |
| 1. YÖNETİCİ ÖZETİ..... | 4 |
| 2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI ve ETİK İLKELER..... | 7 |
| 3. SINIRLAYICI KOŞULLAR..... | 8 |
| 4. YETKİNLİK BEYANI..... | 9 |
| 5. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ..... | 10 |
| 5.1. Şirket Hakkında Genel Bilgiler | 10 |
| 5.1.1. Faaliyet Konusu | 11 |
| 5.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı | 14 |
| 5.3. Yönetim Kurulu | 14 |
| 5.4. Sektör Bilgileri | 15 |
| 5.5. Finansal Bilgiler | 25 |
| 5.5.1. Bilanço | 25 |
| 5.5.2. Gelir Tablosu..... | 34 |
| 5.5.3 Nakit Akış Tablosu..... | 39 |
| 5.5.4 Karşılıklar ve Teminat, Rehin, İpotek ve Kefaletler (“TRİK”)..... | 40 |
| 5.5.5 Borçluluk ve Likidite Rasyoları..... | 41 |
| 6. DEĞERLEMeye İLİŞKİN TEMEL HUSUSLAR..... | 42 |
| 6.1. Değerlemede Baz Alınan Finansal Veriler..... | 42 |
| 6.2. Değerlemeye İlişkin Varsayım, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Durumlar | 42 |
| 7. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR..... | 43 |
| 7.1 Gelir Tablosu Projeksiyonu | 43 |
| 7.1.1.Faaliyet Kiralaması ve 2. El Araç Satış Gelirleri | 44 |
| 7.1.2.Diğer Satış Gelirleri | 46 |
| 7.1.3. Maliyet Projeksiyonu | 46 |
| 7.2. Net İşletme Sermayesi | 49 |
| 7.3 Yatırımlar..... | 50 |
| 7.4. Çarpan Analizi..... | 51 |
| 7.5. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları (TL)..... | 55 |
| 7.6.İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi | 56 |
| 7.7.İndirgenmiş Nakit Akımları Varsayımları..... | 56 |
| 7.8.Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması | 56 |
| 7.9.İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme Sonuçları | 57 |
| 8. SONUÇ..... | 60 |

KISALTMA VE TANIMLAR

| Kisaltmalar | Tanım |
|--|--------------------------------------|
| ABD | Amerika Birleşik Devletleri |
| A.Ş. | Anonim Şirket |
| Borsa, Borsa İstanbul | Borsa İstanbul A.Ş. |
| Euro | Avrupa Birliği Para Birimi |
| HGS | Hızlı Geçiş Sistemi |
| KDV | Katma Değer Vergisi |
| MTV | Motorlu Taşıt Vergisi |
| OGS | Otomatik Geçiş Sistemi |
| ÖTV | Özel Tüketim Vergisi |
| SPK, Kurul | Sermaye Piyasası Kurulu |
| SUV | Spor Amaçlı Taşıt |
| Şirket, Lider Filo, İhraççı, Ortaklık | LDR Turizm A.Ş. |
| T.C. | Türkiye Cumhuriyeti |
| Tera Yatırım | Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. |
| TL | Türk Lirası |
| TOKKDER | Tüm Oto Kiralama Kuruluşları Derneği |
| TTSG | Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi |

1. YÖNETİCİ ÖZETİ

18.03.2022 tarihli bu rapor Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:7 K:14 D:55-56 Giz 2000 Plaza Sarıyer / İstanbul adresinde mukim LDR Turizm Anonim Şirketi ile Eski Büyükdere Caddesi, No:9 İz Plaza Giz Kat:11 Maslak/İstanbul adresinde mukim Tera Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi ile yine paylarını ihraç eden pay sahibi Metin BAROKAS arasında imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri gereği LDR Turizm A.Ş.'nin özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

Raporu Hazırlayan:

Ethem Umut BEYTORUN (Kurumsal Finansman Müdürü): Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi'nden mezun olan Ethem Umut BEYTORUN, 1998-2012 yılları arasında bankacılık kariyeri sonrasında Aracı kurumların; Satış, Araştırma, Eğitim ve Kurumsal Finansman departmanlarında yönetici olarak çalışmış olup halen Tera Yatırım Menkul Değerler Kurumsal Finansman Müdürü olarak görev yapmaktadır. Kurumsal Finansman alanında, Halka Arzlar, Sermaye Artırımları, Borçlanma Aracı İhraçları ve benzeri birçok projede görev almıştır. Sermaye Piyasaları Türev Araçlar (Belge No: 306110) ve Düzey 3 (Belge No: 907361) Lisanslarına sahiptir.

Enver ERKAN (Baş Ekonomist): İstanbul Bilgi Üniversitesi Finansal Ekonomi Yüksek Lisans Programı'ndan mezun olan Enver ERKAN, 2013 yılından itibaren Aracı kurumların; Araştırma departmanlarında çeşitli kademelerde ve yönetici seviyesinde görev almıştır. 2019 yılından beri bünyesinde bulunduğu Tera Yatırım'da "Baş Ekonomist" olarak görev yapmaktadır. Sermaye Piyasaları Türev Araçlar (Belge No: 364864) ve Düzey 3 (Belge No: 210411) Lisanslarına sahiptir.

LDR Turizm A.Ş. için hazırlanan değerlendirme çalışmasında; SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği (III.62-1) ve Uluslararası Değerleme Standartları ve aşağıdaki etik ilkeler dikkate alınarak hesaplamalara ulaşılmıştır.

Etik İlkeler:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve LDR Turizm A.Ş.'nin pay sahiplerine zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini yapabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Şirket'in talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Değerleme görevi, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına ya da değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

LDR Turizm A.Ş.'nin sermaye artırımını ve ortak satışı yolu ile halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)
- Piyasa Çarpanları Analizi

Değerleme metodolojileri, sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve söz konusu küresel ölçekte kabul görmüş yöntemlerin şirket değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

Değerlendirmemizde yer alan veriler, Şirket'in 31.12.2018, 30.12.2019, 31.12.2020 yıl sonu ve 30.09.2021 tarihli ara dönem finansal tabloları ile bunlara ilişkin Edit Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. tarafından hazırlanan özel bağımsız denetim raporu ve Lider Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporları ile kamuya açık kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket yönetimince sağlanan 2021 – 2031 projeksiyonlarına ait veriler ve bilgiler ile Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin analizlerine dayanmaktadır. Veri platformu olarak Finnet Analiz Expert Veri Platformu ile Bloomberg Veri Terminali kullanılmıştır.

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari/hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt etmemektedir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan tüm finansal bilgiler özel bağımsız denetimden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesinde tüm tahminler Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmeye birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliği tespit etmek mümkün değildir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

LDR Turizm Anonim Şirketi'nin değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizleri sırasıyla %50 - %50 olarak ağırlıklandırılmış olup, 1.235.658.791 TL piyasa değerine ulaşmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında piyasa değeri 988.450.000 TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre, halka arz birim pay başına değer 18,65 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arzın büyüklüğü ek satış hariç 317.050.000 TL olup, halka arz sonrası Şirket'in halka açıklık oranı ise % 25,76 olacaktır. Planlanan ek satışın gerçekleştirilmesi halinde halka arz büyüklüğü 380.460.000 TL'ye ulaşacak ve Şirket'in halka açıklık oranı %30,91 olacaktır.

| DEĞERLEME SONUCU | | | |
|--------------------------|----------------------|---------|------------------------------|
| Değerleme Yöntemi | Özkaynak Değeri (TL) | Ağırlık | Ağırlıklı Piyasa Değeri (TL) |
| İNA | 1.069.142.211 | 50% | 534.571.105 |
| Benzer Şirket Çarpanları | 1.402.175.372 | 50% | 701.087.686 |
| SONUÇ | | | 1.235.658.791 |

| HALKA ARZ DEĞERLEME SONUCU (TL) | |
|--|---------------|
| Halka Arz Öncesi Şirket Piyasa Değeri | 1.235.658.791 |
| Halka Arz İskontosu | 20% |
| Halka Arz İskontolu Şirket Piyasa Değeri | 988.450.000 |
| Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye | 53.000.000 |
| Halka Arz Pay Başına Değeri | 18,65 |
| Halka Arz Büyüklüğü – ek satış hariç | 317.050.000 |
| Halka Arz Sonrası Şirket Piyasa Değeri | 1.230.900.000 |
| Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye | 66.000.000 |
| Halka Açıklık Oranı – ek satış hariç* | 25,76% |

*Ek satış olması durumunda mevcut ortak satış gerçekleştirecektir.

2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI ve ETİK İLKELER

- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları bağlamında yerine getirilmiştir.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içerisinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirkete ve hakim ortağına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Şirket'in talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.

3. SINIRLAYICI KOŞULLAR

Raporda kullanılan bilgiler tarafımıza LDR Turizm A.Ş. tarafından sağlanmış bilgiler ile, Şirketin finansal tabloları ile söz konusu finansal tablolara ilişkin Edit Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. tarafından hazırlanan Özel Bağımsız Denetim Raporu ile Lider Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan Gayrimenkul Değerleme Raporlarından alınmıştır.

- Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere Tera Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.
- Şirketin hakim ortağının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Değerleme Tarihi

Rapor tarihi olan 18.03.2022'dir.

Değerleme Para Birimi

Değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

4. YETKİNLİK BEYANI

LDR Turizm Anonim Şirketi A.Ş'nin pay başı fiyat tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen işbu 18.03.2022 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı doğrultusunda gayrimenkul dışındaki varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamında değerlendirme hizmetine ilişkin gerekli olan;

- *"Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden,*
- *Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip,*
- *Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürleri bulunan,*
- *Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan,*
- *Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunan,*
- *Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan,*
- *Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında sözleşmesi bulunan,*
- *Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan,*

niteliklere sahip olduğumuzu, raporda yer alan değerlendirme çalışmalarının SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'e ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yapıldığını beyan ederiz.

5. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

5.1. Şirket Hakkında Genel Bilgiler

Şirket 11.08.2010 tarihinde İstanbul'da LDR Turizm Dış Ticaret Ltd. Şti ünvanı ile 99 yıl süreli olarak kurulmuş olup, Şirket'in kuruluş işlemleri 11.08.2010 tarihinde tescil edilmiş ve bu husus 17.08.2010 tarih ve 7630 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. 20.12.2012 tarihi itibarıyla Şirket nevi değişikliğine gitmiş ve LDR Turizm A.Ş. olarak faaliyetine devam etme kararı almıştır. Şirket esas sözleşmesinin "Şirketin Süresi" başlıklı 5. Maddesinin tadil edilmesi hususu 30.12.2021 tarihli olağanüstü genel kurulda onaylanarak Şirketin "süresiz" olarak kurulduğu ibaresi 05.01.2022 tarihinde tescil edilmiştir.

Şirket 11.08.2010 tarihinde LDR Turizm Dış Ticaret Ltd. Şti ünvanı ile operasyonel araç kiralama sektöründe faaliyet göstermek amacıyla kurulmuştur. Kuruluş sermayesi 1.000.000 TL olup, 4 hissedar tarafından kurulmuştur. Hissedarlar; Albert BEHAR, Selim MAZLIYAH, İsak BAROKAS ve Doğan ALTON'dur.

10.01.2011 tarihli ortaklar kurulu kararı ile hisse devri gerçekleşmiş ve LDR Turizm Dış Tic.Ltd.Şti'nin yeni sermayesi yapısı; Metin BAROKAS' a ait 950.000 TL değerli sermaye ve İsak BAROKAS'a ait 50.000 TL değerli sermaye şeklinde olmuştur.

03.05.2011 ve 10.10.2011 tarihli ortaklar kurulu kararları ile filo yatırımlarının finansmanı için Şirketin sermayesi önce 5 milyon TL'ye, sonrasında 10 milyon TL'ye çıkarılmıştır. Metin BAROKAS Şirketin %95 hissedarı olmaya devam etmiştir. Şirket'in filo kapasitesi 31.12.2011 itibarıyla 525 adede ulaşmıştır. 17.01.2012 ve 27.08.2012 tarihli ortaklar kurulu kararı ile şirket sermayesi sırasıyla 15 milyon TL ve 20 milyon TL'ye (19.950.000 TL'si Metin BAROKAS'a ait olmak üzere) yükseltilmiştir. 18.10.2012 tarihli ortaklar kurulu kararı ile hisse devri gerçekleşmiş ve Metin BAROKAS Şirketin %100 pay oranı ile tek hissedarı olmuştur. 20.12.2012 tarihi itibarıyla Şirket nevi değişikliğine gitmiş ve LDR Turizm A.Ş. olarak faaliyetine devam etme kararı almıştır. Son olarak 27.12.2012 tarihli olağanüstü genel kurul kararı ile şirket sermayesi 20.000.000 TL'den 25.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. Yapılan sermaye artırımlarına paralel Şirketin araç filosu büyümeye devam ederek 31.12.2012 itibarıyla 1.149 adete ulaşmıştır. Kısa dönemli araç kiralama faaliyetleri kapsamında Haziran 2012 itibarıyla İstanbul şube, Aralık 2012 itibarıyla de Ankara ve İzmir şubeleri açılmıştır.

2013 yılına gelindiğinde Ocak ayında Şirket'in araç kiralama sektörünün çatı kuruluşu olan TOKKDER'e üyeliği gerçekleşmiştir. 11.06.2013 tarihli olağanüstü genel kurul kararı ile şirket sermayesi 25.000.000 TL'den 30.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. Ortaklık yapısı değişmemiştir. Filo araç parkı 31.12.2013 itibarıyla 1.953 adede ulaşmıştır.

2014-2017 yılları arasında Şirket filo yatırımlarına hız vererek 31.12.2017 itibarıyla filosunu 4.401 adete yükseltmiştir. Ayrıca Eylül 2015 itibarıyla T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı tarafından A Grubu Seyahat Acentesi İşletme Belgesi tahsis edilmiştir.

04.12.2018 tarihli olağanüstü genel kurul kararı ile şirket sermayesi 7.027.475,43 TL'si nakden olmak üzere 30.000.000 TL'den 40.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. Böylelikle 2018 yılında yaşanan kur artışı ve sektörde yaşanan gelişmelerin sebebiyet verdiği maliyet artışlarına karşın sermaye yapısı desteklenmiştir. Yine 2018 yılı içerisinde kısa dönem kiralama faaliyetine son verilmiş olup, İstanbul, Ankara ve İzmir'de bulunan şubeler kapatılmıştır. 31.12.2018 tarihi itibariyle filo büyüklüğü 4.095 araç olarak gerçekleşmiştir.

21.06.2019 ve 10.07.2019 tarihli olağanüstü genel kurul kararları ile şirket sermayesi ortak alacağına mahsuben 5 milyon TL, bedelli 3.292.823,25 TL ve geçmiş yıl karlarından 1.707.176,75 TL olmak üzere 10 milyon TL artırılarak 40.000.000 TL'den 50.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. Yeni araç alımları 2018 yılındaki 1.279 adetten 1.542'ye yükselmiş ve böylelikle 31.12.2019 itibariyle filo araç parkı 4.151 adede ulaşmıştır. 2020 yılına gelindiğinde Covid-19 salgını nedeniyle otomotiv sektöründe yaşanan üretim kısıtı ve kurumsal müşterilerden olan talebin bir miktar düşmesi sonucu araç yatırımları artırılmamış ve ikinci el araç piyasasında yaşanan canlanma ve artan araç fiyatları sonucu gerçekleştirilen araç satışları sonucu filo 3.896 adete gerilemiştir.

17.08.2021 tarihli olağanüstü genel kurul kararı ile şirket sermayesi geçmiş yıl karlarından 3 milyon TL artırılmış ve 53.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. Lider Filo markası 19.08.2021 tarihinde 27745 No'lu Noter Marka Devir Sözleşmesi ile Metin BAROKAS'tan LDR Turizm A.Ş.'ye devredilmiştir. 30.09.2021 itibariyle filo araç parkı 3.811 adet olarak gerçekleşmiştir.

5.1.1. Faaliyet Konusu

Şirket finansal tablo dönemleri itibariyle gelirlerinin ana kategoriler bazında kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Buna göre Şirketin temel olarak 2 geliri bulunmaktadır:

- **Kiralama Gelirleri**
- **İkinci El Araç Satış Gelirleri**

Bu gelirler istikrarlı bir şekilde net satış gelirlerinin %97-98'ini oluşturmaktadır. Toplam net satış gelirleri içerisinde %2-3 bandında paya sahip olan diğer satış gelirleri hasar yansıtma geliri, kilometre aşım geliri ve erken iade tazminatı, giderlere de intikal eden hgs/ogs yansıtma geliri sayılabilir. Bu gelirler bir nevi kira sözleşmesine ve operasyona bağlı gelirler olarak görülebilir.

Şirketin tüm satışları Türkiye'de gerçekleştirilmekte olup, mevcut durum itibariyle herhangi bir şubesi bulunmamaktadır.

| Hasılat Kırılımı – (TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2020 | 30.09.2021 |
|--------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Net Satış Gelirleri | 222.934.441 | 255.169.762 | 366.388.143 | 266.307.503 | 357.629.005 |
| <i>Değişim</i> | - | 14,50% | 43,60% | - | 34,30% |
| Faaliyet Kiralaması Gelirleri | 116.842.391 | 125.723.034 | 156.747.755 | 114.926.110 | 130.954.040 |
| <i>Değişim</i> | - | 7,60% | 24,70% | - | 13,90% |
| <i>Net Satışlara Oram</i> | 52,40% | 49,30% | 42,80% | 43,20% | 36,60% |
| 2. El Araç Satış Gelirleri | 100.006.876 | 122.354.503 | 202.107.788 | 146.873.089 | 220.066.453 |
| <i>Değişim</i> | - | 22,30% | 65,20% | - | 49,80% |
| <i>Net Satışlara Oram</i> | 44,90% | 48,00% | 55,20% | 55,20% | 61,50% |
| Diğer Gelirler | 6.085.174 | 7.092.225 | 7.532.600 | 4.508.304 | 6.608.512 |
| <i>Net Satışlara Oram</i> | 2,70% | 2,80% | 2,10% | 1,70% | 1,80% |

Kaynak: Finansal tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Faaliyet Kiralaması Gelirleri: Operasyonel kiralama, esas itibariyle şirketlerin filo araç kiralama ihtiyaçlarının uzun döneme yayılmış sözleşmeler ile karşılanmasıdır. Bu kapsamda filo şirketleri (ağırlıklı olarak) satın almış oldukları sıfır araçları kurumsal müşterilerine ortalama 3 yıl süre ile kiralamaktadır. Lider Filo'nun 2018 ve 2019 yıllarında net satış gelirlerinin yaklaşık yarısı bu kiralama sözleşmelerine istinaden elde ettiği gelirlerden oluşmaktadır.

İkinci El Araç Satış Gelirleri: Filo kiralama şirketleri kiralama sözleşmesi sona eren araçları teslim aldıktan sonra ikinci el araç piyasasında satmaktadır. Gelirlerin kaynağı olan taşıtlara ilişkin maliyetler önceki dönemlerde - ortalama 3 sene öncesinde - tahakkuk edip tedarikçilere ödenmiştir. Lider Filo özelinde 2018 ve 2019 yıllarında net satış gelirlerinin sırasıyla yaklaşık %45 ve %48'ine tekabül eden ikinci el araç satışlarından elde edilen gelirler 30 Eylül 2021 itibariyle %61'i aşmış durumdadır. Bu gelişmede en önemli pay sahibi faktörler 2018 yılında yaşanan kur artışı, akabinde 2020 yılında yapılan ÖTV düzenlemesi ve Covid-19'a bağlı araç tedarik sıkıntısı sonucu araç fiyatlarının göstermiş olduğu hızlı yükseliş eğilimidir. Ayrıca 2018 yılında yaşanan kur artışı sonucu Eylül 2018 tarihinde yürürlüğe giren TL cinsinden kiralama sözleşmesi yapma zorunluluğu operasyonel kiralama şirketlerinin borçlanma maliyetlerini artırmış ve kira sözleşmelerini daha pahalı hale getirmiştir. Böylelikle kurumsal müşterilerin tasarruf arayışlarından ve temkinli olma yaklaşımlarından ötürü operasyonel kiralamaya olan talep yavaşlamıştır.

Şirket Filosu

Şirketin dönemler itibariyle araç filusunun kırılımı ve alınan/satılan araç bilgisi aşağıdaki tabloda özetlenmektedir. 2018 yılından itibaren operasyonel kiralama sektöründe dışsal etkenlere bağlı olarak hasıl olan gelişmeler sonucu yaşanan filo küçülmesi Şirket açısından da geçerli olmuştur. Öte yandan operasyonel kiralama sektörü 2018-2020 yıllarında toplamda %28 gerilerken Şirket için bu rakam %12'nin altında kalmıştır. 2021 yılının ilk 9 ayında (2021 3Ç) Şirketin filosu 2020 yılı seviyesinin yaklaşık %2 altında gerçekleşmiştir.

| Araçlar | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 3Ç |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Faaliyet Kiralaması | 3.848 | 3.883 | 3.733 | 3.438 | 3.488 |
| Günlük Araç Kiralama | 194 | - | - | - | - |
| 2. El Satışa Hazır&Havuz Araç | 85 | 115 | 44 | 181 | 88 |
| Hentüz Teslimatı Gerçekleşmemiş "0"Km Araçlar | 272 | 96 | 372 | 275 | 233 |
| Tekne | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| Toplam | 4.401 | 4.095 | 4.151 | 3.896 | 3.811 |
| Dönem Başı Filo | 3.555 | 4.401 | 4.095 | 4.151 | 3.896 |
| <i>Alınan Araçlar</i> | <i>1.928</i> | <i>1.279</i> | <i>1.542</i> | <i>1.337</i> | <i>1.322*</i> |
| <i>Araç Satışları</i> | <i>-1.082</i> | <i>-1.585</i> | <i>-1.486</i> | <i>-1.592</i> | <i>-1.407*</i> |
| Dönem Sonu Filo | 4.401 | 4.095 | 4.151 | 3.896 | 3.811 |

Kaynak: Şirket, * 1 adet tekne alım/satımı dahildir.

Satış gelirlerinin her dönem için sadece o döneme ait ilk 10 müşteri bazında kırılımı aşağıda yer almaktadır. Buna göre dönemler itibariyle filo kiralama segmentinde ilk sıradaki müşterilerin payının %5'in altında ve ilk 10 müşterinin ağırlığının ise %18-22 bandında olduğu görülmektedir. Müşteri konsantrasyonunun düşük olması Şirketin gerek tahsilat riskini gerek kiralama gelirlerindeki olası oynaklığı sınırlamaktadır. Şirketin 2. el araç satışlarına göre ilk 10 müşterisi incelendiğinde ise filo kiralamaya göre müşteri ağırlıklarında inişler çıkışlar gözlemlenmektedir.

| Filo Kiralama Gelirleri | | | | |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Müşteri Unvanı | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 3Ç |
| Müşteri 1 | 3,9% | 3,9% | 3,8% | %2,6 |
| Müşteri 2 | 3,3% | 3,7% | 3,1% | %2,1 |
| Müşteri 3 | 2,3% | 3,0% | 2,5% | %2,0 |
| Müşteri 4 | 2,3% | 2,4% | 2,4% | %1,9 |
| Müşteri 5 | 2,0% | 2,0% | 2,2% | %1,8 |
| Müşteri 6 | 2,0% | 1,9% | 1,7% | %1,7 |
| Müşteri 7 | 1,9% | 1,7% | 1,5% | %1,6 |
| Müşteri 8 | 1,1% | 1,3% | 1,3% | %1,4 |
| Müşteri 9 | 1,2% | 1,1% | 1,3% | %1,4 |
| Müşteri 10 | 1,2% | 1,1% | 1,0% | %1,4 |
| İlk 10 Müşteri Toplamı | 21,3% | 22,3% | 20,7% | %17,9 |
| Filo Kiralama Gelirleri - TL | 116,8 | 125,7 | 156,7 | 131,0 |

Kaynak: Şirket

| 2. EL Araç Satış Gelirleri | | | | |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Müşteri Unvanı | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 3Ç |
| Müşteri 1 | 12,8% | 5,9% | 5,6% | %13,7 |
| Müşteri 2 | 3,4% | 5,3% | 5,5% | %13,2 |
| Müşteri 3 | 1,9% | 2,1% | 2,9% | %2,1 |
| Müşteri 4 | 1,8% | 1,9% | 1,5% | %2,1 |
| Müşteri 5 | 1,2% | 1,8% | 1,3% | %1,2 |
| Müşteri 6 | 1,1% | 1,7% | 1,1% | %1,1 |
| Müşteri 7 | 1,0% | 1,6% | 1,1% | %1,0 |
| Müşteri 8 | 0,9% | 1,4% | 1,1% | %0,9 |
| Müşteri 9 | 0,9% | 1,1% | 1,1% | %0,9 |
| Müşteri 10 | 0,9% | 1,1% | 1,0% | %0,9 |
| İlk 10 Müşteri Toplamı | 25,8% | 23,8% | 22,1% | %37,1 |
| Araç Satış Gelirleri - TL | 100,0 | 122,4 | 202,1 | 220,1 |

5.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in tescil edilmiş sermayesi beheri 1 TL değerinde 53.000.000 adet paydan oluşmaktadır. Şirket sermayesinin pay dağılımını gösteren tablo aşağıdaki gibidir.

| Adı Soyadı/Unvanı | Pay Adedi | (%) |
|-------------------|-------------------|---------------|
| Metin BAROKAS | 53.000.000 | 100,00 |
| Toplam | 53.000.000 | 100,00 |

Kaynak: Şirket

5.3. Yönetim Kurulu

Şirket esas sözleşmesinin 7. maddesi gereği LDR Turizm A.Ş.'nin idaresi, Genel Kurul tarafından Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve bu esas sözleşme hükümleri dairesince seçilecek en az 5 (beş) kişiden oluşan Yönetim Kurulu tarafından yürütülür. Yönetim Kurulu üyeleri en çok 3 (üç) yıl için seçilirler. Görev süresi sona eren Yönetim Kurulu üyesi yeniden seçilebilir. Yönetim Kurulu'nu gösteren tablo aşağıdaki gibidir.

| Adı Soyadı | Görevi | Son 5 yılda İhraççıda Üstlendiği Görevler | Görev Süresi / Kalan Görev Süresi |
|-----------------------|--|---|-----------------------------------|
| Metin BAROKAS | Yönetim Kurulu Başkanı /Genel Müdür | Yönetim Kurulu Başkanı | 3 Yıl / 30.12.2024 tarihine kadar |
| Karel BAROKAS | Yönetim Kurulu Üyesi | Yönetim Kurulu Üyesi | 3 Yıl / 30.12.2024 tarihine kadar |
| Burçin BAYBATUR KÖK | Yönetim Kurulu Üyesi/ Genel Müdür Yardımcısı | Genel Müdür Yardımcısı | 3 Yıl / 30.12.2024 tarihine kadar |
| Prof. Dr. Saim KILIÇ | Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi | Yönetim Kurulu Üyesi | 3 Yıl / 30.12.2024 tarihine kadar |
| Prof. Dr. Çağrı ERHAN | Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi | Yönetim Kurulu Üyesi | 3 Yıl / 30.12.2024 tarihine kadar |

Kaynak: Şirket

5.4. Sektör Bilgileri

Operasyonel Araç Kiralama Sektörü

Araç kiralama faaliyetleri son yıllarda hızlıca büyümüş ve başta turizm olmak üzere kritik öneme sahip sektörler için destek hizmeti üreten stratejik bir konuma ulaşmıştır. Araç kiralamaya olan talepteki artış otomotiv sektörünün istikrarlı gelişimi için de büyük önem arz etmektedir.

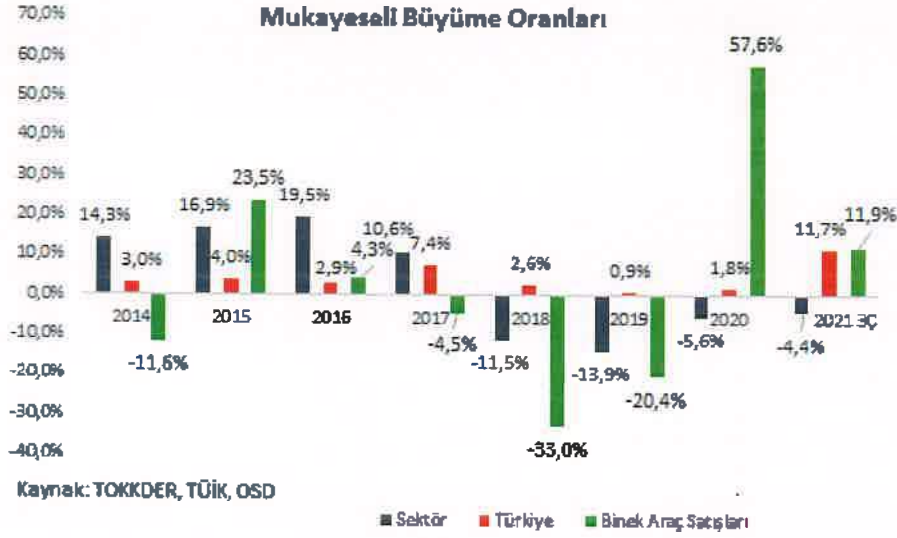
Sektörün çatı kuruluşu olan TOKKDER tarafından hazırlanan 2017 yıl sonu ve (<http://www.osd.org.tr/sites/1/upload/files/TOKKDER-Operasyonel-Kiralama-Sektor-Raporu-Sunumu-2017-Yil-Sonu-4335.pdf>) 2021 yılı 3. çeyrek sektör raporları incelendiğinde operasyonel kiralama sektöründe araç parkının 2009 yılındaki 105 bin adet seviyesinden 2017 yıl sonunda 366 bin adete ulaştığı görülmektedir. 8 yıllık dönemde bileşik yıllık %17'ye yaklaşan bir büyüme kaydedilmiştir. 2018 yılında yaşanan kur artışı, 2020 yılındaki Covid-19 salgını ve 2021 yılı için önem arz eden çip krizi sektörde daralmaya yol açmıştır. Turizm sektörü için destek hizmeti üreten faaliyet kiralaması, ayrıca otomotiv sektörü için de talep yaratmaktadır. Sektörün araç alımları 2020 yılının tamamında 12,7 milyar TL, 2021 yılının ilk 9 ayında 12,6 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Tarihsel olarak incelendiğinde dünya genelinde araç kiralama faaliyeti ilk kez ABD'de, 1916 yılında Joe Saunders'in beş kişilik binek otomobilini (Ford T model) belirli bir ücret karşılığında kiralaması ile basit bir iş kolu olarak başlamış ve akabinde dünya geneline yayılmıştır (<https://www.automotive-fleet.com/147063/car-renting-its-development-and-future>).

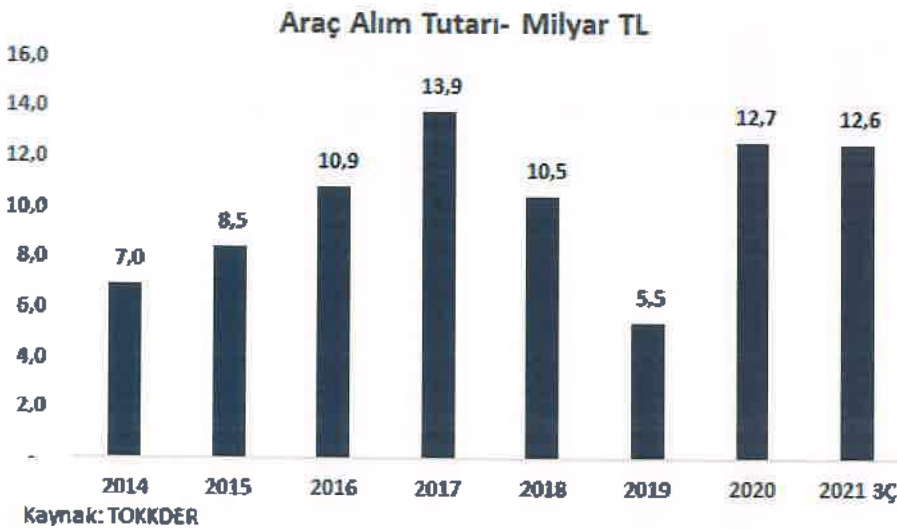
Sektörü temsiliyeti %70'i aşan Tüm Oto Kiralama Kurumları Derneği (TOKKDER) üyelerinin merkezleri incelendiğinde sektör oyuncularının yaklaşık 100 tanesinin merkez ofisinin İstanbul olduğu görülmektedir. Bu rakama İstanbul'daki acenteler/ofisler dahil değildir. İstanbul'u merkezi Ankara olan 13 işletme takip etmektedir. Öte yandan İzmir, Bodrum ve Antalya da TOKKDER üyelerinin faaliyetlerini yoğunlaştırdıkları yerler olarak göze çarpmaktadır. Bu üç yerde 100'ün üzerinde merkez ofis, bölge müdürlüğü ve acente yer almaktadır.

Sektör yapısı gereği ekonomik gelişmelere duyarlı bir yapıdadır. 2014-2017 yılları arasında Türkiye ekonomisi pozitif büyüme kaydederken operasyonel araç kiralama sektörü de pozitif ayrılarak büyüme yaşamıştır. Bu olumlu büyüme seyri 2018 yılında yaşanan kur artışı ile sektöre uğramıştır. Temel olarak 2018 yılında yaşanan %11,5 oranındaki daralma, kurumsal müşterilerin tasarruf arayışlarından ve temkinli olma yaklaşımlarından ötürü azalan talepten ve de taşıt kiralama sözleşmelerinin TL cinsinden yapılacak olmasına bağlı olarak yüksek finansman maliyetinden kaynaklanmıştır.

Aşağıdaki sektörel grafiklerin baz alındığı TOKKDER verileri “Operasyonel Kiralama Sektörü 2021 3. Çeyrek (YY) Raporu”ndan alınmıştır. Söz konusu rapora http://tokkder.org/wp-content/uploads/2021/11/TOKKDER-Operasyonel-Kiralama-Sektor-Raporu-Sunumu_2021-3.Ceyrek-Sonu.pdf üzerinden ulaşılmaktadır.



2019 yılına gelindiğinde ise sektörde yüksek TL faiz oranlarının ve 2018 yılında yaşanan kur artışının devam eden etkileri sonucu yükselen maliyetler sebebiyle arzu edilen seviyede yeni araç yatırımı yapılamamıştır. Öyle ki 2017 yılında 13,9 milyar TL olan araç alım yatırımı 2018 yılında 10,5 milyar TL, 2019 yılında ise sadece 5,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir.



Bu nedenle araç kiralama sektörünün araçları elde tutma süresi 7-8 aylardan 12 ay ve üzerine çıkmış ve araç parkı küçülmeye devam etmiştir. Bir sonraki grafikten de görüleceği üzere 2018 yılında 89 bin adet olan araç alımı 2019 yılında yarı yarıya azalarak 44 bin adet olmuştur. 2020 yılında ise beklenen iyileşme, Aralık 2019'da Çin'de başlayan Covid-19 salgınının kısa sürede 200'ün üzerinde ülkeye sıçraması nedeniyle gerçekleşmemiştir. Bu dönemde otomobil üreticileri faaliyetlerine ara vermiş, ya da kısıtlı üretime geçmiştir. Otomotiv sektörüne üretim ekipmanı sağlayan yedek parça sanayisinde de durum benzer şekilde seyretmiştir. Buna rağmen yılın son çeyreğinde araç parkında büyüme yaşanmıştır. Bu gelişmede Türkiye ekonomisinin krizlere karşı olan dinamik ve esnek yapısı, sektörün dijitalleşmeye uyum sağlaması, hijyen faktörünün öne çıkması nedeniyle bireysel tüketicilerin toplu taşıma yerine araç kiralamayı seçmesi etken olmuştur.

2021 yılının ilk 9 ayında zincirlenmiş hacim endeksi ortalamaları üzerinden, bir önceki yılın aynı dönemine göre, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından sağlanan veriler ışığında (<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=D%C3%B6nemsellik-Gayrisafi-Yurt-%C4%B0%C3%A7i-Has%C4%B1la-III.-%C3%87eyrek:-Temmuz---Eyl%C3%BCl,-2021-37183&dil=1>)

Türkiye ekonomisi (GSYH) %11,7 büyüme kaydederken, Otomotiv Sanayii Derneği (OSD) verilerine göre binek araç satışları ise aynı dönemde %11,9 artmış, buna mukabil sektör araç parkı 2020 3. Çeyrek sonuna göre %4,4 mertebesinde gerilemiştir. Devam eden Covid-19 salgını dışında bu gerilemenin sebeplerinden başlıcası ilerleyen bölümlerde detaylandırılan çip krizidir.

Aşağıdaki grafikten de görüleceği üzere yukarı yönlü hızlı ivme kaydedilen 2016-2017 yıllarında önemli adetsel büyüme gösteren operasyonel araç kiralama sektörü, 2018 yılından itibaren duraklama dönemine girmiştir. Örneğin 2020 yılında araç alım tutarı 2019 yılına göre %100'ün üzerinde artarken araç alım adedi %30'un biraz üstünde yükselmiştir. Araç alım maliyetleri ÖTV düzenlemeleri, Covid-19 kaynaklı üretim kısıtı ve kur artışı nedeniyle önemli oranda yükselmiştir. 2021 yılının ilk 9 ayında araç alım adedinin düşük kalmasının sebepleri arasında, çip krizine bağlı binek araçlardaki tedarik aksaması önemli pay sahibidir.



2020 yılının tamamında 58 bin adet araç alımı yapan sektör, 2021 yılında yaşanan araç tedarik sıkıntısına rağmen ilk 9 ayda 48 bin araç alımı yapmıştır.

Covid-19 salgını nedeniyle dünya genelinde çip üretimin gerilemesi, ABD'nin dünyanın önemli çip üreticilerinden olan Semiconductor Manufacturing International Corporation'a ticaret/teknoloji savaşları kapsamında getirdiği kısıtlamalar ve yaptırımlar ile dünyanın en büyük çip üreticisi ülke olan Tayvan'da meydana gelen kuraklık sonucu yaşanan problemler (çiplerde kullanılan elektronik devreli "wafer" adı verilen silikon parçaları ve fabrikalar çok saf su ile temizlenmektedir) 3/4'ü Asya pazarında üretilen çiplerin üreticilerini daha çok kar elde edecekleri alanlara yönlendirmiş ve bu gelişme sonucu küresel otomotiv üretimi yavaşlamıştır. Buna bağlı olarak araç kıtlığı yaşanmıştır.

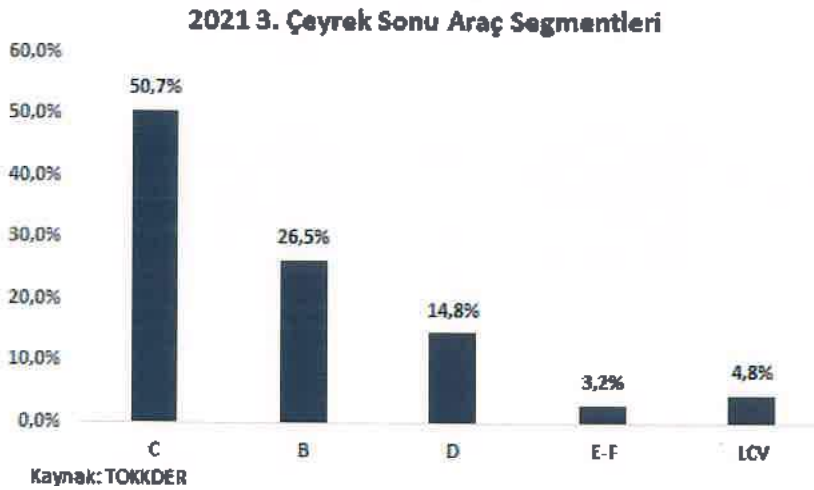
Tüm bu gelişmeler neticesinde 2017 yılında 366 bin adete yükselerek tarihi zirvesini gören Türkiye sektör araç parkı, 2020 yıl sonunda 263 bin adete, 2021 yılının 3. çeyrek sonu itibariyle 239 bin adete düşmüştür.



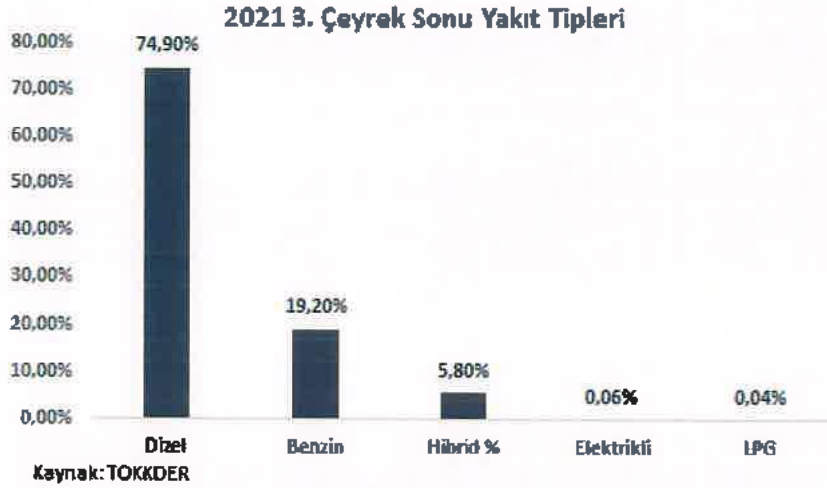
Sektörün araç parkı incelendiğinde en çok rağbet gören ilk 4 markanın sırasıyla Renault, Fiat, VW ve Ford olduğu görülmektedir. Renault %23,3 ağırlığa sahipken, onu %14,5 Fiat, %11 ile VW ve %10,9 ile Ford izlemektedir.



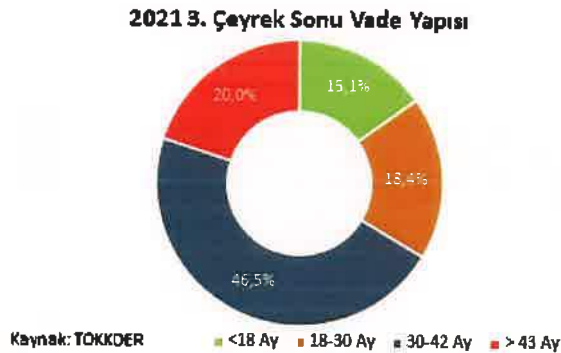
Araç segmentleri bazında ise araç parkının yarısından çoğunun C sınıfı araçlardan oluştuğu görülmektedir. TOKKDER tarafından Sportif Çok Amaçlı Araçların (SUV) dağılımı 2021 1. çeyrekte itibaren segmentler bazında yapılmaktadır. SUV araçlar ekseriyetle C, D, E ve F segmentlerinde yer almaktadır.



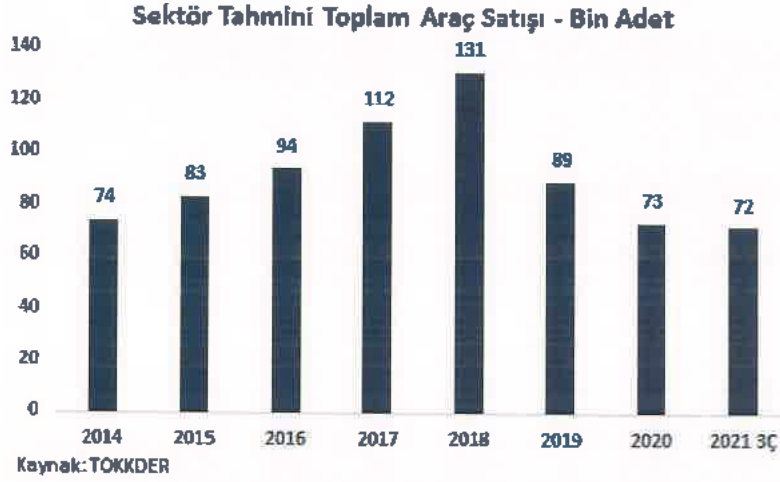
Yakıt tipleri bazında araç parkı incelendiğinde dizelin sektördeki araçların $\frac{3}{4}$ 'ü tarafından kullanıldığı anlaşılmaktadır. Bu durumun temel sebebi dizel araçların yakıt sarfiyatlarının göreceli daha az olması ve dizelin litre maliyetinin benzine göre düşük olması ile ilintilidir. Hususi binek araçlara göre şehir içi ve şehirler arası kullanımı çok daha yoğun olan kiralık araçların maliyetlerinin kullanıcı açısından düşürülmesi için dizel araçlara talebin yoğun olduğu görülmektedir. Elektrik araçların ise payı henüz onbinde 4 mertebesinde.



Sektörde vade yapısı 3 yıla yakındır. 2018 yılı kur dalgalanması öncesi dönem incelendiğinde 30 ay ve üzeri yapılan sözleşmelerin ağırlığının 30.09.2021 itibariyle aşağıda sunulan vade yapısı ile paralellik taşıdığı görülmektedir. Buna göre 2017 yıl sonunda 30-42 ay arası sözleşmeler %59, 43 ay ve üzeri sözleşmeler ise yaklaşık %10 pay alırken, 2021 Eylül sonu itibariyle aynı oranlar sırasıyla %46 ve %20 civarındadır. Dolayısıyla 2017 yılında 30 ay ve üzeri vadeli sözleşmelerin ağırlığı %68,7 iken bu oran 30.09.2021 itibariyle %66,5 mertebesindedir. 2018 yılında yaşanan kur hareketi sonucu en radikal değişim kullanılan para biriminde olmuştur. Aşağıda yer alan grafikten de görüleceği üzere 2017 yılında kullanılan ana para birimi Euro iken TL sözleşme yapma zorunluluğu ile beraber TL'nin ağırlığı %95'e yaklaşmıştır.



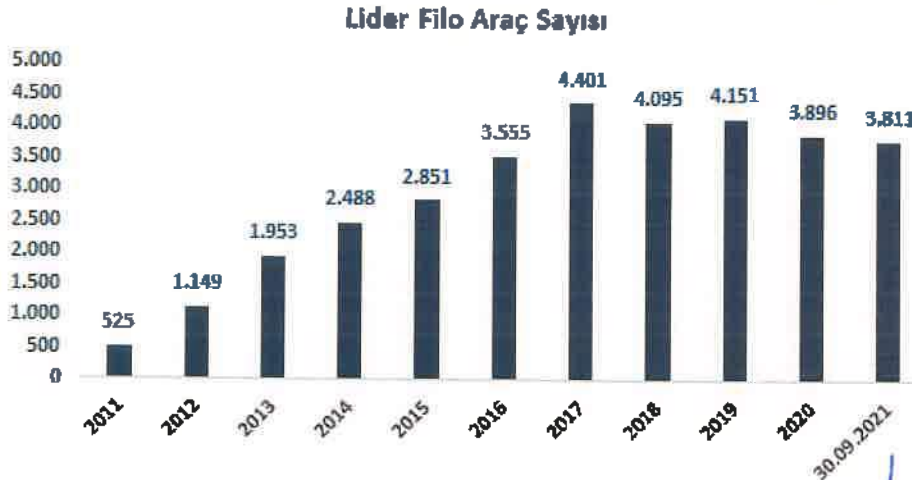
Sektörün önemli gelir kalemlerinden biri de 2. el araç satış gelirleridir. 2018 yılında yaşanan kur artışı ve kurun yüksek seviyesini günümüz itibariyle devam ettirmesi, fiyatlara yukarı yönlü bir ivme kazandırırken, bunun dışında özellikle 2020 yılında gerçekleşen yüksek ÖTV artışları 3-4 sene öncesinde alınan ve kiraya verilen araçların satışı esnasında yüksek karlılıklara ulaşılmasını sağlamıştır. Araç satış adetleri son senelerde gerilemiş olsa da bu satışlardan elde edilen kar marjları yükselmiştir.



Sektör Türkiye ekonomisi için önemli bir vergi geliri sağlamaktadır. Sektörde 3 çeşit vergi bulunmaktadır: ÖTV, Katma Değer Vergisi (KDV) ve Motorlu Taşıtlı Vergisi (MTV). Sektör özelinde 2018, 2019 ve 2020 yıllarının tamamında sırasıyla 5,3 milyar TL, 3,0 milyar TL ve 6,7 milyar TL, 2021 yılının ilk 9 ayında ise 6,6 milyar TL vergi tahakkuk etmiştir. 2020 yılında yaşanan vergi artışında araç fiyatlarındaki artışın dışında ÖTV matrahındaki düzenlemeler ve ÖTV oranları etkili olmuştur. 2018-2020 ve 2021 yılı ilk 9 ayında tahakkuk eden verginin yaklaşık %63'ü ÖTV kaynaklıdır.

Lider Filo'nun Operasyonel Kiralama Sektöründeki Konumu

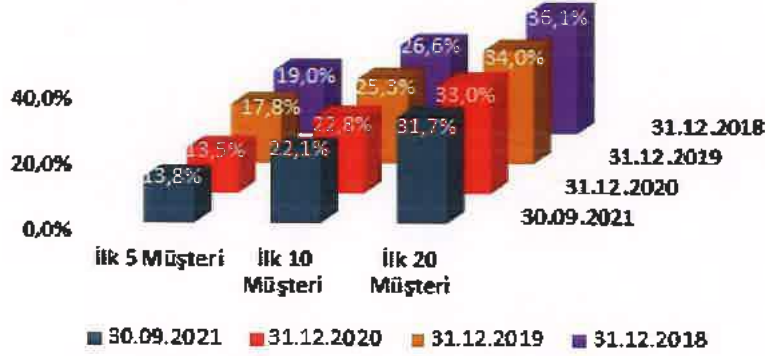
Operasyonel kiralama sektöründe 2010 yılından itibaren faaliyet gösteren Şirketin kuruluşundan itibaren araç filosu istikrarlı bir şekilde büyümüş ve 2017 yılında 4.401 adet ile sektöre paralel olarak en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Bu tarihten itibaren önceki bölümlerde yaşanan olumsuz gelişmeler neticesinde sektör 2017-2020 yılları arasındaki dönemde toplamda %28 gerilerken Şirket için bu rakam %12'nin altında kalmıştır. 2021 yılının ilk 9 ayında Şirketin filosu 2020 yılı seviyesinin hafif altında gerçekleşmiştir. TOKKDER 2021 yılı 3. çeyrek sektör raporunda belirtilen toplam araç rakamı olan 239 bin adet üzerinden Lider Filo'nun 30.09.2021 itibariyle sektörde yaklaşık %1,6 paya sahip olduğu tahmin edilmektedir.



Kaynak: Şirket

Şirketin sektörden pozitif ayrışmasının en önemli nedenleri arasında Lider Filo'nun müşteri portföyünün ağırlıklı olarak KOBİ ve Kurumsal müşterilerden oluşması ve müşteri konsantrasyonunun yüksek olmamasıdır. Aşağıdaki grafikte araç adedine göre müşteri konsantrasyon bilgisi dönemler itibariyle sunulmuştur.

Lider Filo Müşteri Konsantrasyonu



Kaynak: Şirket

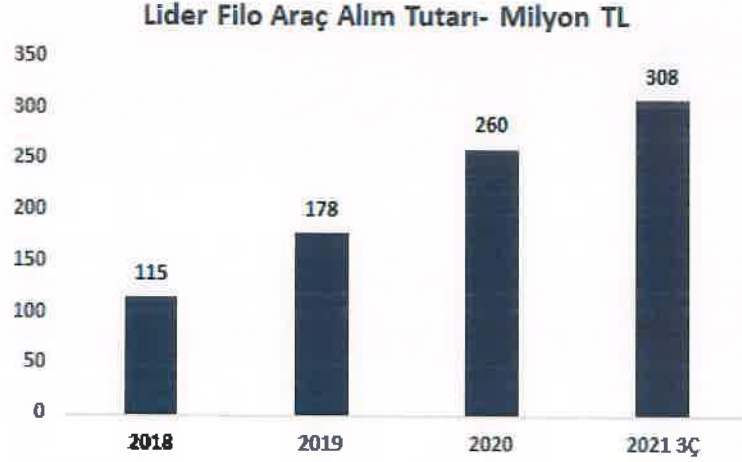
Şirket sektörün daralma yaşadığı son yıllarda da araç alımlarını, yavaşlayarak da olsa devam ettirmiş ve sözleşmesi biten araçları satmak suretiyle ilgili dönemlere ilişkin satış karlılıklarından da istifade etmiş ve böylelikle filo sayısını istikrarlı bir seviyede tutmayı başarmıştır. Araç satışlarında nakit tahsilat oranı %100'dür. Noter devri öncesi tahsilat peşin yapılmaktadır. Senetli işlem bulunmamaktadır.

Lider Filo Araç Alım & Satımı



Kaynak: Şirket

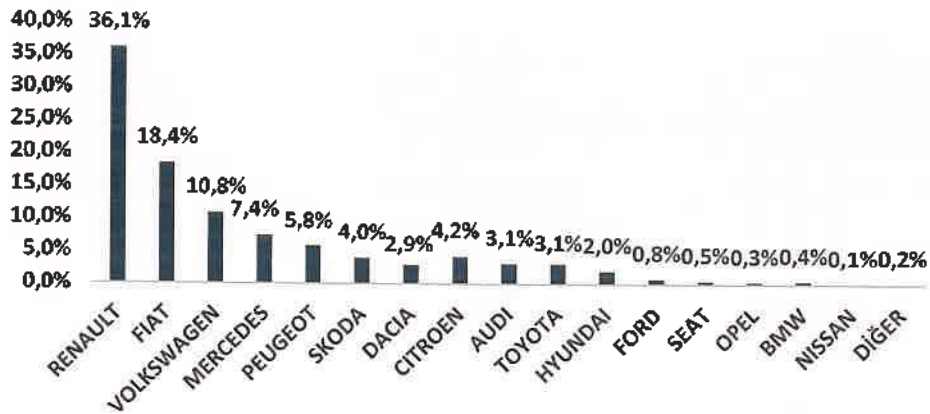
Şirketin finansal tabloları ve bağımsız denetim raporlarına göre araç alım bedelleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Buna göre Lider Filo 2020 yılının tamamında ve 2021 yılının ilk 9 ayında yaklaşık toplam 568 milyon TL sıfır araç yatırımı yapmıştır.



Kaynak: Şirket

Şirketin marka bazında filosu incelendiğinde sektöre paralel ilk 3 sırada Renault, Fiat ve Volkswagen markalarının yer aldığı görülmektedir. Sektörden farklı olarak 4. sırada Ford yerine Mercedes yer almaktadır.

2021 3. Çeyrek Lider Filo Marka Bazında Araç Dağılımı



Kaynak: Şirket

Şirketin 30.09.2021 itibariyle mevcut filosunun (2 adet tekne hariç) segment ve yakıt tipi bazında dağılımı sektörle benzerlik içermektedir. Segment bazında Şirket SUV araçları ayrı bir kategori olarak temin ederken, TOKKDER segmentler bazında dağıtmakta ve ayrıca bir SUV kategorisi verisi sağlamamaktadır.

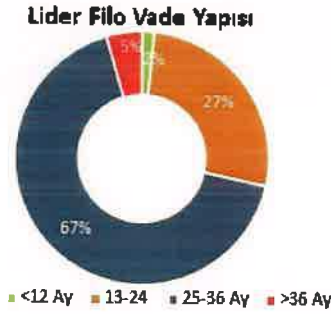
| Segment | Adet | Pay |
|-------------|--------------|-------|
| B | 1.116 | 29,3% |
| C | 1.716 | 45,1% |
| D | 607 | 15,9% |
| E-F | 93 | 2,4% |
| SUV-MPV | 277 | 7,3% |
| Filo | 3.809 | |

| Yakıt Tipi | Adet | Pay |
|------------|-------|-------|
| Benzin | 997 | 26,2% |
| Dizel | 2.710 | 71,1% |
| Elektrik | 1 | 0,0% |
| Hybrid | 101 | 2,7% |

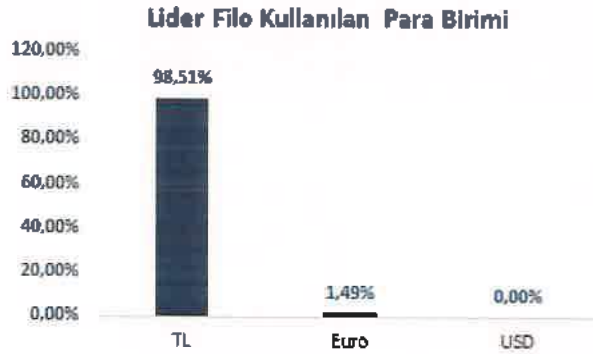
| Filo | 3.809 |
|------|-------|
|------|-------|

Kaynak: Şirket

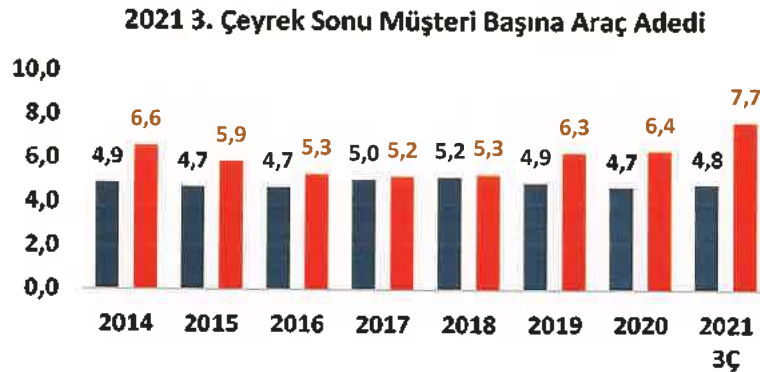
Lider Filo'nun araç kiralama vade ve kullanılan para birimi 2021 yılı itibariyle sektör ile önemli benzerlikler taşımaktadır.



Kaynak: Şirket



Son olarak Şirketin sektör ile mukayeseli müşteri başına araç adeti verisi de konsantrasyon riskinin düşük olduğunu ortaya koymaktadır. Şirketin faaliyet kiralaması ve 2018 yılına kadar devam ettirdiği günlük kiralama faaliyetlerinde kullandığı araçlar dikkate alınmıştır.



Kaynak: TOKKDER & Şirket

■ Lider Filo

5.5. Finansal Bilgiler

5.5.1. Bilanço

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 yıllık ve 30.09.2021 tarihli dokuz aylık finansal dönemlere ilişkin finansal durumunu gösteren tablolar aşağıdadır.

| AKTİF KALEMLER (TL) | Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş | | | |
|---|---------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
| Dönen Varlıklar | 60.665.933 | 92.592.435 | 178.551.188 | 271.367.842 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 4.970.689 | 20.851.520 | 63.524.822 | 134.706.119 |
| Finansal Yatırımlar | - | - | 18.409.623 | 33.474.613 |
| Ticari Alacaklar | 4.480.470 | 5.413.363 | 6.722.455 | 7.994.725 |
| - İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar | - | - | - | 19.205 |
| - İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar | 4.480.470 | 5.413.363 | 6.722.455 | 7.975.520 |
| Diğer Alacaklar | 10.795 | 105.710 | 3.012.891 | 166.614 |
| - İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar | - | - | 3.000.000 | - |
| - İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar | 10.795 | 105.710 | 12.891 | 166.614 |
| Stoklar | 17.163.125 | 47.672.603 | 76.164.191 | 85.735.860 |
| Peşin Ödenmiş Giderler | 3.473.009 | 3.349.919 | 3.835.031 | 8.789.386 |
| Riskten Korunma Amaçlı Türev Araçlar | 24.830.611 | 15.199.320 | 5.315.235 | 500.525 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 5.737.234 | - | 1.566.940 | - |
| Duran Varlıklar | 355.377.403 | 383.655.989 | 490.265.213 | 670.852.261 |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller | 43.230.000 | 43.900.000 | 52.680.000 | 65.460.000 |
| Maddi Duran Varlıklar | 299.268.571 | 337.177.958 | 437.357.108 | 605.245.499 |
| - Faaliyet Kiralamasına Konu Varlıklar | 294.541.419 | 332.530.990 | 432.796.715 | 600.748.283 |
| - Diğer Maddi Duran Varlıklar | 4.733.176 | 4.698.404 | 4.592.758 | 4.643.978 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 6.024 | 51.436 | 32.365 | 146.762 |
| Kullanım Hakkı Varlıklar | - | - | - | - |
| Riskten Korunma Amaçlı Türev Araçlar | 12.872.808 | 2.526.595 | 195.740 | - |
| TOPLAM VARLIKLAR | 416.043.336 | 476.248.424 | 668.816.401 | 942.220.103 |

| PASİF KALEMLER (TL) | Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş | | | |
|--|---------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 210.716.392 | 251.233.744 | 270.103.491 | 343.142.565 |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar | 200.071.884 | 218.362.939 | 242.032.748 | 315.823.659 |
| - Kısa Vadeli Banka Kredileri | 13.334.566 | 13.929.133 | 29.985.287 | 14.061.821 |
| - UV Kredilerin Kısa Vadeli Kısım | 163.572.790 | 197.096.352 | 204.204.818 | 293.441.320 |
| - Finansal Kiralama Borçları | 1.307.188 | 7.337.454 | 7.842.643 | 8.320.518 |
| - Diğer Finansal Borçlar | 21.857.340 | - | - | - |
| Ticari Borçlar | 9.288.571 | 30.252.795 | 24.296.692 | 22.101.195 |
| - İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar | 9.288.571 | 30.252.795 | 24.296.692 | 22.101.195 |
| Diğer Borçlar | 289.447 | 677.180 | 481.709 | 988.476 |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsam. Borçlar | 90.816 | 102.660 | 117.559 | 114.541 |
| Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülük | 271.807 | 194.394 | 255.015 | 296.647 |
| Ertelenmiş Gelirler | 339.387 | 1.185.721 | 2.033.700 | 1.391.727 |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü | 312.787 | 378.114 | 769.351 | 2.226.047 |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar | 51.693 | 79.941 | 116.717 | 200.273 |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | - | - | - | - |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 158.884.476 | 154.936.256 | 244.006.885 | 342.740.462 |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar | 156.888.036 | 149.869.086 | 220.125.319 | 298.554.875 |
| - Banka Kredileri | 153.184.336 | 140.459.589 | 211.036.663 | 287.862.377 |
| - Finansal Kiralama Borçları | 3.703.700 | 9.409.497 | 9.088.656 | 10.692.498 |
| Kıdem Tazminatı Karşılığı | 124.254 | 169.630 | 191.398 | 450.771 |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü | 1.872.186 | 4.897.540 | 23.690.168 | 43.734.816 |
| TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER | 369.600.868 | 406.170.000 | 514.110.376 | 685.883.027 |
| ÖZKAYNAKLAR | 46.442.468 | 70.078.424 | 154.706.025 | 256.337.076 |
| Ödenmiş Sermaye | 40.000.000 | 49.176.795 | 49.176.795 | 53.000.000 |
| Sermaye | 40.000.000 | 50.000.000 | 50.000.000 | 53.000.000 |
| Ödenmemiş Sermaye | - | -823.205 | -823.205 | - |
| Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler | 163.100 | 209.167 | 193.977 | -17.041 |
| - Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları) | 163.100 | 209.167 | 193.977 | -17.041 |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler | 240.694 | 330.545 | 436.201 | 917.945 |
| Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-) | 19.522.677 | 4.241.646 | 19.079.790 | 94.703.960 |
| Net Dönem Karı/Zararı (-) | -13.484.003 | 16.120.271 | 85.819.262 | 107.732.212 |
| TOPLAM KAYNAKLAR | 416.043.336 | 476.248.424 | 668.816.401 | 942.220.103 |

Dönen Varlıklar

Şirketin dönen varlıkları incelendiğinde 2019 yılından itibaren artan operasyonel karlılığa bağlı olarak nakit değerler, finansal yatırımlar dahil, önemli bir pay sahibi olmuştur. 2018 yılında dönen varlıklar içerisindeki payı sadece %8,2 olan nakit varlıkların ağırlığı 2020 yıl sonunda %45,9'a, 30 Eylül 2021 itibariyle ise %62,0'ye yükselmiştir. 2020 yılından itibaren Şirket yarattığı nakdin bir kısmını finansal yatırımlarda kullanmıştır. Bu yatırımlar 30 Eylül 2021 itibariyle İtfa Edilmiş Değerinden Gösterilen Özel Kesim Finansman Bonoları – 30.310.913 TL – ve Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kara/Zarara Yansıtılan Hisse Senetleri – 3.163.700 TL olarak sıralanmaktadır.

| Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar (TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
|---|------------|------------|-------------------|-------------------|
| İtfa edilmiş değerinden gösterilen finansal yatırımlar | | | | |
| Özel kesim tahvilleri ve bonoları (*) | - | - | 18.178.223 | 30.310.913 |
| Gerçeğe uygun değer değişimi kar veya zarara yansıtılan finansal varlıklar | | | | |
| Borsada işlem gören paylar (**) | - | - | 231.400 | 3.163.700 |
| Toplam | - | - | 18.409.623 | 33.474.613 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

(*) 30 Eylül 2021 tarihi itibarıyla 17 adet farklı ISIN kodlu özel kesim finansman bonusu mevcut olup, vadeleri 92-151 gün aralığındadır, ortalama faiz oranı % 21,45'tir. 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla 17 adet farklı ISIN kodlu özel kesim finansman bonusu mevcut olup, vadeleri 67-114 gün aralığındadır, ortalama faiz oranı % 18,72'dir.

(**) 30 Eylül 2021 tarihi itibarıyla borsada işlem gören 3 ayrı şirketin payları bulunmaktadır (31 Aralık 2020:1 adet)

Bir diğer önemli dönen varlık kalemi ise stoklardır. 2018 yılında dönen varlıklar içerisindeki payı %28,3 olan stokların ağırlığı 2019 yılında %51,5'e yükselirken, 2020 yılından itibaren nakdi varlıkların artan ağırlığına bağlı olarak 31 Aralık 2020 ve 30 Eylül 2021 itibariyle sırasıyla %42,7 ve %31,6 olarak gerçekleşmiştir.

| STOKLAR(TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ticari mallar | - | - | - | - |
| Araç stokları | 17.163.125 | 47.672.603 | 76.164.191 | 85.735.860 |
| Sıfır araçlar | 7.425.240 | 43.412.267 | 61.223.715 | 71.997.771 |
| İkinci el araçlar | 9.730.085 | 4.227.536 | 14.907.676 | 13.705.289 |
| Diğer stoklar | 7.800 | 32.800 | 32.800 | 32.800 |
| Toplam | 17.163.125 | 47.672.603 | 76.164.191 | 85.735.860 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in stokları operasyonel kiralamadan dönen ve satılacak olan 2. el araçlar ile sıfır olarak alınmış ancak henüz kiraya verilmemiş/teslim edilmemiş olan araçlardan oluşmaktadır. Stoklardaki artış azalış esas itibariyle ilgili mali dönem sonu itibariyle kiralamaya verilen araçların kontrat bitiş tarihleri ve sıfır araçların sözleşmeye bağlanması ve teslimatı ile ilintilidir. Sözleşme yapılması ve

araç teslimatı arasında süre farklılığı yaşanmaktadır. Stoklar hesabı 2019 yılında %178, 2020 yılında %60 ve 2021 yılının ilk 9 ayında, 2020 yıl sonuna göre %13 artış kaydetmiştir.

2019 yılındaki stok artışı henüz kiraya verilmemiş/teslim edilmemiş sıfır araç alımlarının 43,4 milyon TL olmasına karşılık kiralamaya verilen araçların (transferler) sadece 7,4 milyon TL olması ile bağlantılıdır. Öte yandan, 2020 yılındaki artış ağırlıklı olarak kiralamadan dönen araçların 2. el araç olarak stoklara kaydedilmesi – 14,4 milyon TL – karşısında satışların yaklaşık 3,7 milyon TL olması ve 17,8 milyon TL tutarındaki net (alımlar ile kiralamaya verilen araçlar/transferler farkı) sıfır araç girişidir. 2021 yılının ilk 9 ayında sınırlı stok artışı temel olarak sıfır araç girişlerinin 72 milyon TL olmasına karşın kiralamaya verilen sıfır araçların 61 milyon TL olmasından kaynaklı net girişlerdir.

13.09.2018 tarih ve 30534 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Kararda Değişiklik Yapılmasına Dair 12.09.2018 tarih ve 85 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı Türkiye’de yerleşik kişiler arasındaki kiralama sözleşmelerinin döviz cinsinden veya dövize endeksli olarak yapılmasını yasaklamıştır. 13 Eylül 2018 öncesi akdedilen sözleşmelere istisna getirilmiştir. Bu düzenleme neticesinde 2018 yılında dönen varlıklar içerisinde önemli bir kalem olan riskten korunma amaçlı türev hesabı, Şirket faaliyetlerinin TL bazlı bir yapıya dönmesi neticesinde ağırlığını yitirmeye başlamıştır.

Ticari alacakların dönen varlıklar içerisinde ağırlığı 2020 yıl sonu itibariyle %4 seviyesinin altındadır. 2021 yılı Eylül sonu itibariyle söz konusu oran daha da gerileyerek %2,9 olmuştur. 31.12.2018 ve 31.12.2020 tarihleri arasında ticari alacaklar toplamda %50,0 artarken, net satışlarda artış %64,3 olmuştur. 30 Eylül 2021 itibariyle net satışlar büyüme trendini devam ettirirken, ticari alacaklar bir miktar gerilemiş durumdadır. Ticari alacaklar kiralama işlemlerinden kaynaklanmaktadır. Araç satışlarında ise nakit tahsilat oranı %100’dür. Noter devri öncesi tahsilat peşin yapılmaktadır. Kiralama işlemlerinde ise aylık kira bedeline ait ilk taksitler peşin olarak alınmakta, geriye kalan aylara ilişkin tahsilatlar senete bağlanmamaktadır. 2018 yılı için dönem sonu ticari alacaklar, diğer dönemler için ortalama bakiyeler üzerinden hesaplanan alacak tahsil süresi 6-7 gün bandındadır. Bu sürelerde önemli değişiklik olması beklenmemektedir.

Peşin ödenmiş giderler içerisindeki en önemli kalem ise gelecek aylara ait sigorta ve kasko giderleridir. 2018-2020 yılları arasında 2,5 milyon TL ile 3,1 TL bandında gerçekleşen bu giderler 2021 yılının ilk 9 ayında 7,6 milyon TL olmuştur. 2021 yılında göreceli yüksek tutar temel olarak dönemseldir. Şirket aktifine kayıtlı araçların “Zorunlu Trafik Sigortası” ile “Genişletilmiş Kasko Sigorta” maliyetleri hizmet maliyeti içerisinde önemli bir gider unsurudur. Trafik sigortaları araçlar satın alındığında 1 yıllık dönem itibariyle yapılmaktadır. Kasko poliçelerinde ise aktifte kayıtlı tüm araçlara toplu olarak yenileme yapılmaktadır. Kasko poliçelerinin aynı anda tek dönemde toplu halde yenilenmesi Şirkete hem maliyet avantajı yaratmakta hem de takibi kolaylaştırmaktadır. Bu bağlamda Şirketin yenileme dönemi her yılın 24 Şubat tarihi itibariyle gerçekleşmektedir. Kasko poliçelerinin her yılın ikinci ayında yenilenmesi sebebi ile ara dönem mali raporlarda Peşin Ödenen Giderler bakiyesi yüksek olmakta, yıl sonuna yaklaştıkça (poliçe bitiş vadesi) azalma göstermektedir.

| Kısa Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler (TL) | 31 Aralık 2018 | 31 Aralık 2019 | 31 Aralık 2020 | 30 Eylül 2021 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Gelecek aylara ait giderler | 2.512.357 | 2.545.717 | 3.060.664 | 7.652.107 |
| Verilen sipariş avansları | 644.494 | 575.558 | 365.338 | 936.863 |
| Personel ve iş avansları | 96.822 | 60.893 | 59.149 | 78.094 |
| Diğer | 219.336 | 167.751 | 349.880 | 122.322 |
| Toplam | 3.473.009 | 3.349.919 | 3.835.031 | 8.789.386 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Diğer dönen varlık kalemi ise devreden KDV hesabıdır. Devreden KDV 2018 yılında 5,7 milyon TL olarak hesaplanırken, 2019 yıl sonunda bakiye bulunmamaktadır. 2021 Eylül sonunda da devreden KDV bakiyesi bulunmamaktadır (31.12.2020: 1.566.940 TL). 3065 Sayılı KDV Kanunu'na göre binek otomobillerin kiralanması ile ilgili olarak faaliyette bulunan firmaların bu araçların alışları sırasında yüklediği KDV'yi bu dönemde aracın kiralanıp kiralanmadığına bakılmaksızın indirme hakkı bulunmaktadır. Sektör özelinde park filo büyümesinin süreklilik arz ettiği dönemlerde devreden KDV sürekli borç bakiyesi verirken, 2018-2020 yılları arasında olduğu üzere büyümenin yavaşladığı dönemlerde ise araç satış gelirlerinin yukarı yönlü hareketinin etkisiyle de hasılatın yarattığı KDV alımlardan indirilen KDV'nin üzerine çıkmış (2019 yılında olduğu üzere) ve söz konusu hesabın bakiyesini düşürmüştür (2020-2021 dönemi).

Duran Varlıklar

Duran varlıklar hesabının alt kalemleri incelendiğinde en önemli hesabın maddi duran varlıklar hesabının bir alt kalemi olan faaliyet kiralamasına konu varlıklar (taşıtlar) olduğu görülmektedir. 30 Eylül 2021 sonu itibariyle taşıtlar toplamının duran varlıklar içerisindeki ağırlığı %89,6, toplam aktifler içerisindeki ağırlığı ise %63,8 seviyesindedir.

| Brüt Taşıtlar (TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Açılış | 280.270.980 | 304.489.806 | 339.102.473 | 435.629.310 |
| Giriş | 107.694.223 | 134.620.819 | 199.031.115 | 235.535.380 |
| Çıkış | -91.120.845 | -107.077.224 | -130.967.683 | -119.438.305 |
| Transferler | 7.645.448 | 7.069.072 | 28.463.405 | 49.579.230 |
| Kapanış | 304.489.806 | 339.102.473 | 435.629.310 | 601.305.615 |
| Birikmiş Amortismanlar (TL) | | | | |
| Açılış | -4.510.007 | -9.948.387 | -6.571.482 | -2.832.595 |
| Giriş (amortisman) | -8.258.822 | -1.554.494 | -65.237 | -18.259 |
| Çıkış | 2.556.949 | 4.948.981 | 3.286.548 | 2.266.153 |
| Transfer | 263.493 | -17.583 | 517.576 | 27.369 |
| Kapanış | -9.948.387 | -6.571.483 | -2.832.595 | -557.332 |
| Net Taşıtlar (TL) | 294.541.419 | 332.530.990 | 432.796.715 | 600.748.283 |
| Duran Varlıklar İçerisindeki Payı - % | 82,9 | 86,7 | 88,3 | 89,6 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Faaliyet kiralamasına konu araçlar maliyet modeline göre finansal tablolarda izlenmektedir. Taşıtlar kalemindeki “transferler” sıfır araç stoklarından gelen araçlar ile kiralamadan dönerek satılmak için taşıtlar hesabından stoklara yönlendirilen 2. el araç maliyetlerinin (taşıtlar hesabına transfer edilen araçların birikmiş amortisman transferi sonrası) farkını göstermektedir.

Taşıtlar hesabı 2019 yılında %12,9, 2020 yılında %30,2 ve 2021 yılının ilk 9 ayında %38,8 artış kaydetmiştir. Buna bağlı olarak taşıtların duran varlıklar içerisindeki payı her sene yükseliş göstermiştir. Taşıtların maliyetlerinin artışının temel sebepleri sektör incelemesi bölümünde ele alınmıştır. Buna göre 2018 yılının 3. çeyreğinde yaşanan kur artışı, ÖTV düzenlemeleri ve Covid-19 salgını ön plana çıkmaktadır. Araç fiyatlarının yukarı yönlü hareketi şirket filosunun da değerinin artmasına sebebiyet vermiştir. Daha önceden de vurgulandığı üzere stoklar hesabındaki “sıfır araç girişleri” de Şirket özelinde taşıtlar yatırımı olup, muhasebesel olarak henüz kiraya verilmediği/teslim edilmediği için taşıtlar hesabında giriş olarak kaydedilmeyip stoklarda izlenmektedir.

Maddi duran varlıklar hesabı ağırlıklı olarak bina ve demirbaşlardan oluşmakta olup, 30.09.2021 itibariyle sadece 4,5 milyon TL’dir. Duran varlıklar içerisindeki ağırlıkları son 2 sene zarfında %1’in altına gerilemiştir.

| Diğer Maddi Duran Varlıklar (TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
|----------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Binalar | 4.608.756 | 4.509.120 | 4.409.484 | 4.334.757 |
| Demirbaşlar | 110.515 | 134.935 | 150.909 | 162.459 |
| Diğer | 7.881 | 2.913 | - | - |
| Toplam | 4.727.152 | 4.646.968 | 4.560.393 | 4.497.216 |

Kaynak: Finansal Tablolara ve Bağımsız Denetim Raporu

Maddi olmayan duran varlıklar marka, lisans ve yazılımlardan oluşmaktadır ve bilanço içerisinde kayda değer bir paya sahip değildir. 2021 yılında bu hesapta yaşanan artış Lider Filo markasının şirket uhdesine geçmesi ile bağlantılıdır.

Öte yandan yatırım amaçlı gayrimenkuller Şirket’in operasyonlardan yarattığı nakdi, yatırım amaçlı olarak değerlendirdiği kiradaki ofis katlarından oluşmaktadır. Şirket bu yatırımları bilançosunda gerçeğe uygun değerleri üzerinden göstermektedir. Öte yandan, yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değer ölçümü en son 30.09.2021 tarihi itibariyle yapılmıştır. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerindeki değişikliklerden kaynaklanan kazanç veya zararlar oluştuğu dönemde gelir tablosuna dahil edilmektedir. 30 Eylül 2021 ve 31.12.2020 dönemleri itibariyle yatırım amaçlı gayrimenkuller sırasıyla 65.460.000 TL ve 52.680.000 TL’dir (31.12.2019: 43.900.000 TL; 31.12.2018: 43.230.000). En güncel ekspertiz değerlemesi 30.09.2021 itibariyle gerçekleştirilmiştir (bir önceki 31.12.2020).

| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (TL) | 31 Aralık 2018 | 31 Aralık 2019 | 31 Aralık 2020 | 30 Eylül 2021 |
|------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Açılış bakiyesi | 41.245.000 | 43.230.000 | 43.900.000 | 52.680.000 |
| Alımlar (ilaveler) | 895.510 | 14.100 | 6.046.086 | 3.570.429 |
| Değer artışı, net | 1.089.490 | 655.900 | 2.733.914 | 9.209.571 |
| Değer düşüklüğü | - | - | - | - |
| Toplam | 43.230.000 | 43.900.000 | 52.680.000 | 65.460.000 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Riskten korunma amaçlı türev araçlarının duran varlıklar altında takip edilen kısmı dönen varlıklar hesabındaki benzer şekilde, faaliyet kiralama sözleşmelerinin 2018 yılı Eylül ayından itibaren TL'ye dönülmesi mecburiyeti sonucu 12,9 milyon TL'den 2021 yılı Eylül sonunda sıfırlanmıştır. Bu kalemdeki değişimler (dönen ve duran varlıklar beraber) gelir tablosu ile ilişkilendirilmektedir.

Kısa & Uzun Vadeli Yükümlülükler

Bilançonun pasif tarafı incelendiğinde yatırımların ağırlıklı olarak kısa ve uzun vadeli borçlanmalar (banka kredileri) ile finanse edildiği görülmektedir.

| Finansal Yükümlülükler (TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
|--------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Kısa Vadeli Borçlanmalar | 200.071.884 | 218.362.939 | 242.032.748 | 315.823.659 |
| - Kısa Vadeli Banka Kredileri | 176.907.356 | 211.025.485 | 234.190.105 | 307.503.141 |
| - Finansal Kiralama Borçları | 1.307.188 | 7.337.454 | 7.842.643 | 8.320.518 |
| - Diğer Finansal Borçlar* | 21.857.340 | - | - | - |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar | 156.888.036 | 149.869.086 | 220.125.319 | 298.554.875 |
| - Uzun Vadeli Banka Kredileri | 153.184.336 | 140.459.589 | 211.036.663 | 287.862.377 |
| - Finansal Kiralama Borçları | 3.703.700 | 9.409.497 | 9.088.656 | 10.692.498 |
| Toplam Finansal Yükümlülükler | 356.959.920 | 368.232.025 | 462.158.067 | 614.378.534 |
| Değişim | | 3,2% | 25,5% | 32,9% |
| TL Cinsinden | 177.211.724 | 273.086.702 | 431.847.575 | 608.471.605 |
| Euro Cinsinden | 179.748.196 | 95.145.323 | 30.310.492 | 5.906.929 |
| | | | | |
| Nakit Değerler+Finansal Yatırımlar | 4.970.689 | 20.851.520 | 81.934.445 | 168.180.732 |
| Net Finansal Borç | 351.989.231 | 347.380.505 | 380.223.622 | 446.197.802 |
| Değişim | | -1,3% | 9,5% | 17,4% |

*14.037.631 TL'si özel sektör borçlanma senedi; 7.819.709 TL'si faktoring borçlarıdır.

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Banka borçlanmalarının toplam yükümlülükler içerisindeki payı 2018-2021 arasında yaklaşık %87-89 bandındadır. Toplam finansal yükümlülükler 2020 Aralık sonu ve 2021 Eylül sonu itibariyle

sırasıyla %25,5 ve %32,9 artış göstermiştir. Finansal borçlanmalarda (krediler ağırlıklı) 31.12.2020 ve 30.09.2021 dönemleri itibariyle görülen kayda değer artışının en önemli sebebi araç yatırım maliyetlerinin artışıdır. 2019 yılında 178,0 milyon TL olan stok girişleri dahil taşıt yatırımları, 2020 yılında 260,2 milyon TL'ye yükselmiştir. 2021 yılının sadece ilk 9 ayında ise araç yatırımları, 1 adet tekne alımı dahil, 307 milyon TL'yi aşmıştır.

| Araç Yatırımları (TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
|----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Dönen Varlıklar (Stoklar) | 7.425.240 | 43.356.050 | 61.223.715 | 71.997.771 |
| Duran Varlıklar (Taşıtlar) | 107.694.223 | 134.620.819 | 199.031.115 | 235.535.380 |
| Toplam | 115.119.463 | 177.976.869 | 260.254.830 | 307.533.151 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Ayrıca 2019 yılında 14,2 milyon Euro olan döviz cinsi toplam finansal yükümlülükler, her ne kadar 2020 yıl sonunda 3,4 milyon Euro'ya düşürülse de, Eur/TL paritesinin 2019 yılı sonundaki 6,65 seviyesinden, 2020 yılında 9,01'e yükselmesi sonucu, ortaya çıkan 8 milyon TL (parite değişimi x 3,4 milyon Euro finansal borç) civarındaki gayri nakdi kur farkı gideri de borçların yükselmesinde sınırlı da olsa etkili olmuştur. 30 Eylül 2021 itibariyle 595,4 milyon TL olan banka kredilerinin sadece 3,4 milyon TL'lik kısmı 3 yıldan uzun vadeli. 2018, 2019, 2020 12 aylık dönem sonlarında ve 30 Eylül 2021 itibariyle kısa vadeli yükümlülüklerin sırasıyla %84, %84, %87 ve %90'ı banka kredilerinden oluşmaktadır. Bakiye ise ağırlıklı olarak finansal kiralama borçları ve ticari borçlardan oluşmaktadır.

30 Eylül 2021 itibariye toplam finansal kiralama borçlarının toplam yükümlülükler içerisindeki payı %2,8, kısa vadeli kısmının ise kısa vadeli yükümlülükler içerisindeki payı %2,4 seviyesindedir. Finansal kiralama borçları, Şirket ile finansal kiralama şirketleri arasında yapılan finansal kiralama ve sat- geri kirala sözleşmelerinden oluşmaktadır. Bu yükümlülükler kapsamında yatırım amaçlı gayrimenkuller ve operasyonel kiralamadaki araçlar yer almaktadır.

Kısa vadeli yükümlülüklerin bir diğer önemli kalemi ticari borçlardır. Bu borçlar genel olarak araç alımlarından kaynaklanan borçlardır. Ticari borçların içerisindeki araç alımından kaynaklanan borçların oranı 2018 yılında %38 iken 2019 ve 2020 yıllarında %74-75 seviyesindedir. 30 Eylül 2021 itibariyle söz konusu oran yaklaşık %61'dir. Ticari borçların, toplam yükümlülükler içerisindeki payı 31.12.2020 ve 30.09.2021 itibariyle sırasıyla %4,7 ve %3,2, kısa vadeli yükümlülükler içerisindeki payı ise aynı dönemler için sırasıyla %9,0 ve %6,4'tür. Araç tedariki, tedarikçilerin faturalama dönemi ile bankaların kredilendirme süreçlerinin arasındaki süre farkı gibi sebeplere bağlı olarak araç alımı kaynaklı borçlar değişmekte ve böylelikle ticari borçların bilanço içerisindeki ağırlıkları değişmektedir. Şirket esas itibariyle peşin ödeme yoluyla araç alımı yapmamaktadır. Banka ve finans kurumları ile mevcut kredi çalışma koşulları çerçevesinde %100 fonlama ya da %80-85-90 fonlama ve bakiye nakit olarak araç finansmanı sağlanmaktadır. Banka ve finans kurumları operasyonel işlemler tamamlandığında tedarikçilere ödeme yapmaktadır. Öte yandan tedarikçilerin faturalama işlemlerini ay sonu yapmaları ve kredilendirme sürecinin aynı gün tamamlanamaması durumunda stok girişleri karşılığında ticari borçlara alacak yazılmaktadır. Bankadan kredi kullanımı ay başında devreye girdiğinde ise ilgili tedarikçiye olan borç kapatılmaktadır.

2019 yılında ticari borçların artmasının temel sebebi yılın son çeyreğinde yaşanan tedarik sıkıntısı nedeniyle markaların faturalamayı ay sonuna bırakmaları ve kredi temininin sarkarak bir sonraki aya kaymasıdır. 2020 yılında ise müşterilerin belirli bir marka talebinde bulunmak yerine kiralama şirketinin tavsiyeleri doğrultusunda araç kiralamaya yönelmesi ve filo şirketlerinin siparişlerini önceden vermesi suretiyle bu borçlar gerilemiştir. 2021 yılı Eylül sonu itibariyle ticari borçlar gerilemiştir. Bu gerilemede araç alımı kaynaklı borçların 2020 yıl sonundaki 18,1 milyon TL seviyesinden 2021 yılı Eylül sonu itibariyle 13,5 milyon TL'ye düşmüş olması etkin olmuştur. Tedarik sıkıntısının aşılmasıyla ticari borçların araç alımlarına bağlı olarak yükselmesi beklenmektedir. 2019 yılında ortalama ticari borçlar üzerinden hesaplanan borç ödeme süresi 50 gün iken bu süre 2020 yılında yaklaşık 60 gündür. 2021 Eylül sonu itibariyle borç ödeme süresi 39 gün olarak hesaplanmaktadır.

Bir diğer kısa vadeli kaynak ertelenmiş gelirler olup, 2019-2020-2021 dönemlerinde ortalama %86'sı alınan avanslardan oluşmaktadır.

Uzun vadeli yükümlülükler içerisinde banka kredileri sonrasında en önemli hesap ertelenmiş vergi yükümlülüğüdür. Yıllık bazda ertelenmiş vergi yükümlülüklerinin vergi varlıklarından yüksek olması neticesinde bilançonun pasif tarafında gelecek yılları ilgilendiren yükümlülük doğmaktadır. Yıllar içerisinde bu hesapta görülen yükselmenin temel sebebi operasyonel kiralamadaki araçların amortismanlarının 30 Eylül 2021 ve 31 Aralık 2020 dönemlerinde sırasıyla 50,9 milyon TL ve 30,3 milyon TL tutarındaki ilgili dönem sonu vergi etkisidir. Vergi varlıkları tarafında ise araçlar üzerindeki aktifleştirme iptalleri önemli yer tutmuştur. Aşağıda yer alan tabloda ertelenen vergi varlık ve yükümlülüklerini doğuran ilk 3 kalem detaylandırılmıştır.

| Erteleyen Vergi Varlık/Yükümlülük (TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
|---|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| Varlıklar | | | | |
| Faaliyet Kiralamasındaki Araçların Üzerindeki Aktifleştirme İptalleri | 9.408.847 | 10.382.336 | 10.388.812 | 11.305.207 |
| Banka Kredi Düzeltmeleri | 1.249.108 | 1.119.622 | 194.086 | 515.355 |
| Ticari Alacak Karşılık Gideri Düzeltmesi | 179.393 | 8.113 | 337.097 | 490.587 |
| Diğer | 203.460 | 442.354 | 207.076 | 317.006 |
| Toplam | 11.040.808 | 11.952.425 | 11.127.071 | 12.628.155 |
| Yükümlülükler | | | | |
| Faaliyet Kiralamasındaki Araçların Amortismanı | 1.606.873 | 10.250.708 | 30.266.831 | 50.940.693 |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Yeniden Değerleme Düzeltmesi | 2.420.605 | 2.096.870 | 2.643.653 | 4.470.735 |
| Riskten Korunma Hesabı | 8.294.752 | 3.899.701 | 1.212.415 | 125.131 |
| Diğer | 590.764 | 602.686 | 694.340 | 826.412 |
| Toplam | 12.912.994 | 16.849.965 | 34.817.239 | 56.362.971 |
| Erteleyen Vergi Varlığı/(Yükümlülüğü) – Net | -1.872.186 | -4.897.540 | -23.690.168 | -43.734.816 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Özkaynaklar

Özkaynaklar tarafında ise ödenmiş sermaye 2018 yılında 40 milyon TL iken 2019 yılında önce ortak alacağına mahsup edilerek 5 milyon TL artırılarak 45 milyon TL'ye yükseltilmiştir. Yine 2019 yılında sermaye 45 milyon TL'den 50 milyon TL'ye artırılmıştır. Söz konusu sermaye artırımının 3.292.823 TL'si ortak tarafından nakden taahhüt edilmiş ve 1.707.177 TL'si iç kaynaklardan (Geçmiş yıl karları hesabından) karşılanmıştır. Sermayenin ortak tarafından nakden taahhüt edilen 823.205 TL'lik ödenmemiş kısmı 2021 yılında ödenmiştir. 30 Eylül 2021 itibariyle Şirket geçmiş yıl karlarından karşılanarak ödenmiş sermayesini 3 milyon TL artırarak 53 milyon TL'ye yükseltmiştir.

5.5.2. Gelir Tablosu

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 yıllık ve 30.09.2021 tarihli dokuz aylık finansal dönemlere ilişkin faaliyet sonuçlarını gösterir tablolar aşağıda yer almaktadır;

| Kar Zarar Tablosu (TL) | Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş | | | | |
|---|---------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2020 | 30.09.2021 |
| Hasılat | 222.934.441 | 255.169.762 | 366.388.143 | 266.307.503 | 357.629.005 |
| Satışların Maliyeti (-) | (133.479.536) | (143.415.085) | (166.883.653) | (124.630.086) | (161.004.359) |
| Brüt Kâr/(Zarar) | 89.454.905 | 111.754.677 | 199.504.490 | 141.677.417 | 196.624.646 |
| Genel Yönetim Giderleri (-) | (7.055.191) | (6.996.526) | (7.628.869) | (5.149.628) | (7.135.580) |
| Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-) | (502.565) | (502.565) | (502.565) | (502.565) | (502.565) |
| Araştırma Geliştirme Giderleri (-) | - | - | - | - | - |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler | 3.961.087 | 3.602.941 | 2.508.409 | 1.498.025 | 1.757.322 |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-) | (3.221.932) | (1.567.532) | (3.065.978) | (1.915.021) | (3.309.583) |
| Faaliyet Kârı/(Zararı) | 82.636.304 | 105.917.973 | 190.329.892 | 135.528.211 | 187.085.126 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler | 4.368.163 | 3.136.519 | 9.996.853 | 3.833.885 | 29.171.291 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-) | - | - | - | - | (9.125) |
| Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı) | 87.004.467 | 109.054.492 | 200.326.745 | 139.362.096 | 216.247.292 |
| Finansman Gelirleri | 38.541.822 | 7.699.795 | 763.691 | 271.212 | 800.222 |
| Finansman Giderleri (-) | (138.888.409) | (96.898.296) | (93.607.421) | (71.137.812) | (82.032.632) |
| Vergi Öncesi Kârı/(Zararı) | (13.342.120) | 19.855.991 | 107.483.015 | 68.495.496 | 135.014.882 |
| Dönem Vergi Gelir/(Gideri) | (696.368) | (723.359) | (2.866.841) | (1.980.621) | (7.167.683) |
| Ertelenmiş Vergi Gelir/(Gideri) | 554.485 | (3.012.361) | (18.796.912) | (11.841.505) | (20.114.987) |
| Dönem Net Kârı/(Zararı) | (13.484.003) | 16.120.271 | 85.819.262 | 54.673.370 | 107.732.212 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

| Toplam Filo | 2018 | 2019 | 2020 | 2021/9 |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Dönem Başı Filo | 4.401 | 4.095 | 4.151 | 3.896 |
| Satılan Araç Sayısı | 1.585 | 1.486 | 1.592 | 1.406 |
| Alınan Araç Sayısı | 1.279 | 1.542 | 1.337 | 1.321 |
| Dönem Sonu Filo | 4.095 | 4.151 | 3.896 | 3.811 |
| Kiralanan Araç Sayısı | 3.883 | 3.733 | 3.438 | 3.488 |
| Filo Doluluk Oranı | %94,8 | %89,9 | %88,2 | %91,5 |

Kaynak: Şirket

Operasyonel araç kiralama sektöründe 2018 yılı Ağustos ayında yaşanan kur yükselişi ve akabinde yürürlüğe giren TL sözleşme yapma mecburiyeti sonrası kiralama maliyetlerinde önemli artış yaşanmıştır. Bu artışın 2 temel sebebi olmuştur: (1) Dövizli kiralamanın sona ermesine bağlı olarak dövizli borçlanmanın da sona ermesi sonucu operasyonel kiralama şirketlerinin döviz kredilerinin yerini yüksek faiz içeren TL kredilerin alması ve (2) TL kontratlarda akdedilen kira tutarlarının TL'nin volatilitesi ve döviz kurundaki belirsizlikler göz önünde bulundurularak yüksek tutulmasıdır. Bu gelişmeler sonucu müşterilerin araç kiralama segment tercihleri bütçeleri oranında değişmiştir. 2017 yılında günlük kiralamaya verilen araçlar dahil toplam kiradaki araç sayısı 4.042 iken 2021 Eylül sonunda bu rakam 3.488'e gerilemiştir.

| Bin TL | 2018 | 2019 | 2020 | 2021/9 |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Faaliyet Kiralaması Gelirleri | 116.842 | 125.723 | 156.748 | 130.954 |
| Kiralamadaki Araç Sayısı | 3.883 | 3.733 | 3.438 | 3.488 |
| Araç Başına Gelir | 30,2 | 33,0 | 43,7 | 50,4 |
| Araç Başına Gelir Yıllık Değişim (%) | -- | 9,2 | 32,4 | -- |
| Ortalama Enflasyon (%) | 16,2 | 15,5 | 12,3 | -- |
| İkinci El Araç Satış Geliri | 100.007 | 122.355 | 202.108 | 220.066 |
| Satılan Araç Sayısı | 1.585 | 1.486 | 1.592 | 1.406 |
| Araç Başına Gelir | 63,1 | 82,3 | 127,0 | 156,5 |
| Araç Başına Gelir Yıllık Değişim (%) | -- | 30,5 | 54,2 | -- |
| Ortalama Enflasyon (%) | 16,2 | 15,5 | 12,3 | -- |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu, Şirket, Tera Yatırım

Operasyonel araç kiralamada, araç başına gelir 2019 yılında bir önceki yıla göre %9,2 artış gösterirken, 2020 yılında tüm dünyayı saran Covid-19 salgını ve otomotiv üretimini sekteye uğratan çip krizi etkisiyle araç fiyatlarında yaşanan artışların etkisiyle bu oran %32,4'e yükselmiştir. Araç başına ikinci el satış gelirleri, 2019 yılında bir önceki yıla göre %30,5 değişim gösterirken yine aynı sebeplerden dolayı 2020 yılında artış %54,2 olarak gerçekleşmiştir. Kiralama gelirleri kısmında, araç başına gelir, satış gelirinin, araç sayısının iki yıl ortalamasına bölünerek bulunmasıyla hesaplanmaktadır.

Toplam net satış gelirleri içerisinde %2-3 bandında paya sahip olan diğer satış gelirleri hasar yansıtma geliri, kilometre aşım geliri ve erken iade tazminatı, giderlere de intikal eden hgs/ogs yansıtma geliri sayılabilir. Bu gelirler bir nevi kira sözleşmesine ve operasyona bağlı gelirler olarak görülebilir.

| Bin TL | 2018 | 2019 | 2020 | 2021/9 |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Diğer Gelirler | 6.085 | 7.092 | 7.533 | 6.609 |
| Kiralama Gelirlerine Oranı | %5,2 | %5,6 | %4,8 | %5,0 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu, Şirket, Tera Yatırım

Satılan Araçların Maliyeti

Şirketin her dönem içerisinde satılan araçlarının maliyeti, yaklaşık ortalama 3 sene önce satın aldığı araçlar dikkate alındığında, satılan araçların defter değerleri olarak gelir tablosunda satışların maliyeti hesabına intikal ettirilmektedir.

| Satışların Maliyeti (TL) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021/9 |
|----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Araç satışlarının maliyeti | 94.929.674 | 107.948.326 | 131.432.284 | 129.991.640 |
| Kiralama Maliyeti | 30.291.040 | 33.912.265 | 35.386.132 | 30.994.460 |
| Amortisman Giderleri | 8.258.822 | 1.554.494 | 65.237 | 18.259 |
| TOPLAM | 133.479.536 | 143.415.085 | 166.883.653 | 161.004.359 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Finansal tablolarda brüt kar marjı 2018 yılında %40,13, 2019 ve 2020 yıllarında ise sırasıyla %43,80 ve %54,45'tir. 30 Eylül 2021 itibariyle brüt kar marjı %54,98 olarak hesaplanmaktadır. Amortisman giderlerinin net satışlara oranı 2018 yılında %3,70 iken takip eden dönemlerde onbinde 1 seviyesine gerilemiştir. Bu amortisman giderleri faaliyet kiralamasına konu varlıkların amortisman giderlerini yansıtmaktadır. Bu amortisman giderlerinin tutarı, araçların defter değeri ile kiralama süresi sonunda ikinci el araç pazarında satışından elde edilecek bedel, diğer bir deyişle "kalıntı değer", arasındaki fark üzerinden hesaplanmaktadır. Kalıntı değerinin son yıllarda piyasa koşullarına bağlı olarak artışı sonucu taşıtların amortisman giderleri 2018 yılında 8.258.822 TL iken 30 Eylül 2021 itibariyle 18.259 TL'ye gerilemiştir.

Araç kiralama maliyeti, araç bakım giderleri, sigorta giderleri, taşıt vergi giderleri gibi giderlerden oluşmaktadır.

Faaliyet kiralaması gelirlerindeki brüt kar marjı geçmiş dönemlerde istikrarlı bir şekilde %73-79 bandında gerçekleşmiştir. Öte yandan, 2019 yılında %11,8 olan ikinci el araç satış karı, 2020 yılının tamamında ve 2021 yılının 9 aylık döneminde sırasıyla %35,0 ve %40,9 olarak gerçekleşmiştir. Tüm bu gelişmeler neticesinde brüt kar marjı 2019 ve 2020 yıllarının tamamında sırasıyla %16,0 ve %76,1, 30 Eylül 2021 itibariyle ise 2020 yılının aynı dönemine göre %38,8 yükselmiştir.

| Brüt Karlılık – TL | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2020 | 30.09.2021 |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Net Satış Gelirleri | 222.934.441 | 255.169.762 | 366.388.143 | 266.307.503 | 357.629.005 |
| Satışların Maliyeti | -133.479.536 | -143.415.085 | -166.883.653 | -124.630.086 | -161.004.359 |
| <i>Araç Satışlarının Maliyeti</i> | <i>-94.929.674</i> | <i>-107.948.326</i> | <i>-131.432.284</i> | <i>-100.423.139</i> | <i>-129.991.640</i> |
| <i>Araç Bakım Giderleri</i> | <i>-9.827.724</i> | <i>-11.484.145</i> | <i>-11.229.516</i> | <i>-7.382.689</i> | <i>-8.558.991</i> |
| <i>Sigorta Giderleri</i> | <i>-7.511.079</i> | <i>-7.790.310</i> | <i>-9.302.892</i> | <i>-6.801.977</i> | <i>-8.980.694</i> |
| <i>Taahhüt Vergi Giderleri</i> | <i>-6.579.169</i> | <i>-6.860.800</i> | <i>-7.705.345</i> | <i>-5.513.722</i> | <i>-6.446.626</i> |
| <i>Hasar & Yedekleme Gideri</i> | <i>-2.835.971</i> | <i>-2.333.618</i> | <i>-2.251.734</i> | <i>-1.412.980</i> | <i>-2.102.686</i> |
| <i>Diğer Giderler</i> | <i>-3.537.097</i> | <i>-5.443.392</i> | <i>-4.896.645</i> | <i>-3.055.244</i> | <i>-4.905.463</i> |
| <i>Amortisman Giderleri</i> | <i>-8.258.822</i> | <i>-1.554.494</i> | <i>-65.237</i> | <i>-40.335</i> | <i>-18.259</i> |
| BRÜT KAR | 89.454.905 | 111.754.677 | 199.504.490 | 141.677.417 | 196.624.646 |
| <i>Değişim</i> | | 24,9% | 78,5% | | 38,8% |
| <i>Brüt Kar Marjı</i> | 40,13% | 43,80% | 54,45% | 53,20% | 54,98% |
| Kiralama Geliri Brüt Kar Marjı | %74,08 | %73,03 | %77,42 | %78,97 | %76,33 |
| 2. El Araç Satış Gelir Brüt Kar Marjı | %5,08 | %11,77 | %34,97 | %31,63 | %40,93 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu, Tera Yatırım

Şirketin faaliyet giderleri pazarlama & satış ve genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Net satışların binde 2-3'ü seviyesinde gerçekleşen pazarlama ve satış giderleri içerisinde en önemli kalem net satışların binde 2'sine tekabül eden personel ücret giderleridir. Benzer şekilde genel yönetim giderleri içerisinde de en fazla ağırlığa sahip kalem personel ile ilintili giderlerdir. Dışarıdan sağlanan hizmet giderleri de genel yönetim giderleri içinde izlenen hesaplardır. Şirketin personel sayısı 2019-2020 yılları içerisinde 35, 2018 yıl sonunda ise 41 kişidir. 30 Eylül 2021 itibarıyla 38 kişi istihdam edilmektedir. Tüm bu gelişmeler ışığında 2018 yılında net satışların %3,3'üne ulaşan faaliyet giderleri artan ciro ve bütçe kontrolleri sayesinde 2020 ve 2021 yıllarında %2,2-%2,3 bandında dengelenmiş durumdadır. Bu gerilemede yarı sabit maliyet kalemlerinin ağırlığını oluşturduğu genel yönetim giderlerindeki nisbi düşüş daha etkili olmuştur.

| Faaliyet Giderler - TL | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2020 | 30.09.2021 |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Pazarlama&Satış Giderleri | 502.565 | 875.587 | 988.160 | 582.582 | 851.679 |
| Personel Giderleri | 292.615 | 710.712 | 915.930 | 416.237 | 601.876 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>%0,13</i> | <i>%0,28</i> | <i>%0,25</i> | <i>%0,16</i> | <i>%0,17</i> |
| Reklam Giderleri | 202.995 | 157.678 | 64.030 | 36.771 | 97.556 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>%0,09</i> | <i>%0,06</i> | <i>%0,02</i> | <i>%0,01</i> | <i>%0,03</i> |
| Diğer | 6.955 | 7.197 | 8.200 | 129.574 | 152.247 |
| Genel Yönetim Giderleri | 7.055.191 | 6.996.526 | 7.628.869 | 5.149.628 | 7.135.580 |
| Personel Giderleri | 3.227.343 | 2.978.123 | 4.473.818 | 2.911.876 | 4.064.228 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>%1,45</i> | <i>%1,17</i> | <i>%1,22</i> | <i>%1,09</i> | <i>%1,14</i> |
| Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmet | 841.735 | 896.901 | 657.259 | 724.833 | 1.123.816 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>%0,38</i> | <i>%0,35</i> | <i>%0,18</i> | <i>%0,27</i> | <i>%0,31</i> |
| Vergi, Resim ve Harç | 319.237 | 462.868 | 436.415 | 613.847 | 959.698 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>%0,14</i> | <i>%0,18</i> | <i>%0,12</i> | <i>%0,23</i> | <i>%0,27</i> |
| Yemek Giderleri | 209.313 | 129.181 | 162.750 | 104.986 | 132.067 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>%0,09</i> | <i>%0,05</i> | <i>%0,04</i> | <i>%0,04</i> | <i>%0,04</i> |
| Amortisman Giderleri | 164.897 | 158.033 | 192.246 | 137.303 | 139.528 |
| Diğer | 2.292.666 | 2.371.420 | 1.706.381 | 656.783 | 716.243 |
| Toplam Faaliyet Giderleri | 7.557.756 | 7.872.113 | 8.617.029 | 5.732.210 | 7.987.259 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>%3,39</i> | <i>%3,09</i> | <i>%2,35</i> | <i>%2,15</i> | <i>%2,23</i> |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu, Tera Yatırım

Genel yönetim giderleri içerisinde yer alan amortisman giderleri esas olarak maddi duran varlıkların amortisman gideri ile maddi olmayan duran varlıkların itfa giderlerinden oluşmaktadır.

Şirketin FAVÖK'ü 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla 90,3 milyon TL ve 105,6 milyon TL iken 2020 yılında %81 artarak 191,1 milyon TL olmuştur. Büyüme 2021 yılının ilk 9 ayında da devam etmiş ve geçen senenin aynı dönemine göre %39,0 büyüyen FAVÖK 188,8 milyon TL olmuştur.

| Net Satışlar | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2020 | 30.09.2021 |
|--|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| (TL) | 222.934.441 | 255.169.762 | 366.388.143 | 266.307.503 | 357.629.005 |
| Satışların Maliyeti (-) | (133.479.536) | (143.415.085) | (166.883.653) | (124.630.086) | (161.004.359) |
| Brüt Kâr/(Zarar) | 89.454.905 | 111.754.677 | 199.504.490 | 141.677.417 | 196.624.646 |
| Brüt Kar Marjı | 40,13% | 43,80% | 54,45% | 53,20% | 54,98% |
| Faaliyet Giderleri | (7.557.756) | (7.872.113) | (8.617.029) | (5.732.210) | (7.987.259) |
| FVÖK | 81.897.149 | 103.882.564 | 190.887.461 | 135.945.207 | 188.637.387 |
| Amortisman ve İtfa Giderleri | 8.423.719 | 1.712.527 | 257.483 | 177.638 | 157.787 |
| <i>Satılan Malın Maliyetine Aktarılan</i> | 8.258.822 | 1.554.494 | 65.237 | 40.335 | 18.259 |
| <i>Genel Yönetim Giderlerine Aktarılan</i> | 164.897 | 158.033 | 192.246 | 137.303 | 139.528 |
| FAVÖK | 90.320.868 | 105.595.091 | 191.144.944 | 136.122.845 | 188.795.174 |
| FAVÖK Marjı | 40,51% | 41,38% | 52,17% | 51,11% | 52,79% |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu, Tera Yatırım

5.5.3 Nakit Akış Tablosu

| ÖZET NAKİT AKIM TABLOSU - TL | Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş | | | |
|---|---------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
| Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit Akışları | 17.912.501 | 47.392.076 | 67.611.310 | 111.817.698 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışları | -36.414.529 | -45.163.775 | -116.805.368 | -184.905.307 |
| Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışları | -1.832.151 | 13.652.530 | 91.867.360 | 144.268.906 |
| Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Net Artış/Azalış | -20.334.179 | 15.880.831 | 42.673.302 | 71.181.497 |
| Dönem Başı Nakit ve Nakit Benzerleri | 25.304.868 | 4.970.689 | 20.851.520 | 63.524.822 |
| Dönem Sonu Nakit ve Nakit Benzerleri | 4.970.689 | 20.851.520 | 63.524.822 | 134.706.319 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu, Tera Yatırım

İhraççının 2018 yılında nakit pozisyonunda 20 milyon TL'nin üzerinde azalış kaydedilmiştir. Bu azalış temel olarak 13.484.003 TL net dönem zararının da etkisiyle sadece 17,9 milyon TL olan faaliyetlerden nakit katkısına karşın yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan 36,4 milyon TL nakit çıkışıdır. Yatırım faaliyetlerinden çıkış temel olarak taşıt yatırımları ile taşıt satışları arasındaki nakit farkını yansıtmaktadır.

2019 yılına gelindiğinde Şirket 16 milyon TL'ye yakın nakit artışı yaratmıştır. Bu gelişmede 2019 yılında, 2018 yılının aksine gerileyen net kredi kur farkı giderleri sayesinde 16.120.271 TL dönem karı elde edilmesi, ticari borçlarda yaşanan 21,6 milyon TL artış kaynaklı işletme sermaye finansmanı, 20,0 milyon TL tutarında gerçekleşmemiş yabancı para çevrim farkı düzeltmesi (riskten korunma amaçlı türev araçların gayri nakdi gideri) nakit akımlarına olumlu katkı yaparken, taşıt alımı kaynaklı nakit çıkışları azaltıcı etki yapmıştır. Böylelikle faaliyetlerden elde edilen nakit akışı 45,2 milyon TL olarak gerçekleşirken, yatırım faaliyetlerinin net nakit çıkışı bu rakamın altında kalmıştır.

2020 yılında da nakit artışı devam etmiş ve 42,7 milyon TL olmuştur. Bu artışta en büyük katkıyı 85.819.262 TL olan dönem karı ve 93,0 milyon TL'ye ulaşan net finansal borçlanma yapmıştır. 2020 sonunda nakit ve nakit benzerleri (finansal yatırımlar hariç) 20,8 milyon TL'den 63,5 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu dönemde Şirket finansal yatırımlara da 18,4 milyon TL kaynak aktarmıştır. Taşıt yatırımları 2020 yılı boyunca 260,2 milyon TL tutarında olup, net yatırım faaliyeti kaynaklı çıkış 116,8 milyon TL'dir.

30 Eylül 2021 itibariyle dönem sonu nakit ve nakit benzerleri 71,2 milyon TL artarak 134,7 milyon TL seviyesine gelmiştir. 2020 yılına benzer şekilde nakit artışına en ciddi katkıyı 107.732.212 TL olan dönem karı ve 150 milyon TL'ye ulaşan net borçlanma yapmıştır. 2021 yılının ilk 9 ayında taşıt yatırımları dahil net yatırım faaliyeti kaynaklı nakit çıkışı 184,9 milyon TL'dir. Bu dönemde Şirket finansal yatırımlara da 15,1 milyon TL kaynak aktarmıştır.

Sektöre özel ve dolayısıyla Şirketin nakit pozisyonunu da olumlu etkileyen bir durum ikinci el araç satışları ile ilintilidir. 2. el araçlar Şirket tarafından satışın gerçekleştiği dönemden yaklaşık 3 yıl önce alımı yapılan taşıtları içermektedir. Nitekim finansal tablolarda yer alan nakit akım tablosunda bu etki "Maddi duran varlıkların elden çıkarılmasından kaynaklanan kayıplar (kazançlar) ile ilgili düzeltmeler", "Maddi duran varlık satışından kaynaklanan nakit girişleri" ve "2.el araç stoklarından çıkış(taşıtların satışı)" kalemleri üzerinden Şirketin nakit pozisyonuna yansıtılmaktadır. Diğer bir deyişle Şirket ikinci el araç satışı yaptığı dönemde satışa ilişkin bir nakdi maliyet harcaması yapılmadığından satış gelirlerinin tamamı nakit akım tablosuna pozitif olarak yansımaktadır.

5.5.4 Karşılıklar ve Teminat, Rehin, İpotek ve Kefaletler ("TRİK")

30 Eylül 2021 itibarıyla Şirketin operasyonel kiralamadaki araçları üzerinde alınan kredilere istinaden tesis edilmiş olan 792.073.496 TL (31 Aralık 2020: 579.202.503 TL; 31 Aralık 2019: 456.141.549 TL; 31 Aralık 2018: 370.548.368 TL) tutarında rehin bulunmaktadır.

Rehinler dışında Şirketin 30 Eylül 2021 itibariyle farklı yatırım amaçlı gayrimenkulleri üzerinde alınan kredilere istinaden tesis edilmiş 55.000.000 TL tutarındaki ipotek bulunmaktadır (31 Aralık 2020: 51.000.000 TL, 31 Aralık 2019: 49.600.000 TL, 31 Aralık 2018: 37.000.000 TL). Yine aynı tarih itibariyle Şirketin binaları üzerinde alınan kredilere istinaden tesis edilmiş 8.000.000 TL tutarındaki ipotek bulunmaktadır (31 Aralık 2020: 8.000.000 TL; 31 Aralık 2019: 8.000.000 TL; 31 Aralık 2018: 8.000.000 TL). Verilen teminatlar, teminat mektuplarından oluşmakta olup 30.09.2021 itibariyle 111.830 TL'dir (31 Aralık 2020: 246.311 TL; 31 Aralık 2019: 342.804 TL; 31 Aralık 2018: 467.188)

| Koşullu Borçlar (TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
|----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Verilen rehinler | 370.548.368 | 456.141.549 | 579.202.503 | 792.073.496 |
| Verilen teminatlar | 467.188 | 342.804 | 246.311 | 111.830 |
| Verilen temlikler | - | 19.474.174 | 32.648.371 | 37.014.937 |
| İpotekler | 45.000.000 | 57.600.000 | 59.000.000 | 63.000.000 |
| Toplam | 416.015.556 | 533.558.527 | 671.097.185 | 892.200.263 |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

5.5.5 Borçluluk ve Likidite Rasyoları

| Borçluluk Analizi (TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Kısa Vadeli Finansal Borçlar | 200.071.884 | 218.362.939 | 242.032.748 | 315.823.659 |
| Uzun Vadeli Finansal Borçlar | 156.888.036 | 149.869.086 | 220.125.319 | 298.554.875 |
| Nakit ve Nakit Benz. ve Fin. Yat. | 4.970.689 | 20.851.520 | 81.934.445 | 168.180.732 |
| Net Borç (Nakit) | 351.989.231 | 347.380.505 | 380.223.622 | 446.197.802 |
| Özkaynak | 46.442.468 | 70.078.424 | 154.706.025 | 256.337.076 |
| Net Borç/Özkaynak | 7,58 | 4,96 | 2,46 | 1,74 |
| FAVÖK* | 90.320.868 | 105.595.091 | 191.144.944 | 243.817.273 |
| Net Borç/FAVÖK | 3,90 | 3,29 | 1,99 | 1,83 |

| Likidite Oranları | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| Cari Oran | 0,29 | 0,37 | 0,66 | 0,79 |
| Asit-Test Oranı | 0,21 | 0,18 | 0,38 | 0,54 |
| Nakit Oran | 0,02 | 0,08 | 0,24 | 0,39 |

* 30.09.2021 FAVÖK rakamı 01.10.2020-30.09.2021 arası toplam tutarı göstermektedir.

Cari Oran: Dönen varlıkların, kısa vadeli borçları karşılama oranıdır.

Asit-Test Oranı: Likit varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerle oranı ile hesaplanır. Hesaplama yöntemi olarak bilançoda, dönen varlıklardan stokların çıkarılması sonucu bulunan rakamın, kısa vadeli borçlara bölünmesi ile bulunur.

Nakit Oran: Hesaplama yöntemi olarak bilançoda, nakit ve nakit benzeri varlıkların, kısa vadeli borçlara bölünmesi ile bulunur. Şirketlerin nakit varlıkları ile kısa vadeli borçlarının ne kadarlık kısmını ödeyebileceğini gösterir.

| Mali Yapı Göstergeleri | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 |
|-----------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Kaldıraç Oranı | 0,89 | 0,85 | 0,77 | 0,73 |
| Özkaynaklar/Toplam Varlıklar | 0,11 | 0,15 | 0,23 | 0,27 |
| KV Yükümlülükler/Toplam Varlıklar | 0,51 | 0,53 | 0,40 | 0,36 |
| UV Yükümlülükler/Toplam Varlıklar | 0,38 | 0,33 | 0,36 | 0,36 |
| Ort. Alacak Vadeleri (gün) | 7 | 7 | 6 | 6 |
| Ort. Borç Vadeleri (gün) | 25 | 50 | 60 | 39 |
| Nakit Çevrim Hızı (gün)* | -18 | -43 | -54 | -33 |
| İşletme Sermayesi | (150.050.459) | (158.641.309) | (91.552.303) | (71.774.723) |

* Stoklar aslında satılacak olan arabalar olduğu için sıfır olarak alınmıştır. Stoklar kalemi, henüz kiralamaya gitmemiş araçlar ile kiralamadan dönen 2.el satışa hazır taşıtlardan oluşmaktadır. Söz konusu taşıtların kiralama ve 2.el satışlarının, Şirket envanterine girdikten birkaç gün sonra gerçekleşiyor olması nedeniyle bu varlıklar stok olarak değerlendirilmemiştir.

6. DEĞERLEMESİNE İLİŞKİN TEMEL HUSUSLAR

6.1. Değerlemede Baz Alınan Finansal Veriler

Değerlendirmemizde yer alan veriler, Şirket'in 31.12.2018, 30.12.2019, 31.12.2020 yıl sonu ve 30.09.2021 tarihli ara dönem finansal tabloları ile bunlara ilişkin Edit Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. tarafından hazırlanan özel bağımsız denetim raporu ve Lider Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporları ile kamuya açık kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket yönetimince sağlanan 2021 – 2031 projeksiyonlarına ait veriler ve bilgiler ile Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin analizlerine dayanmaktadır. Veri platformu olarak Finnet Analiz Expert Veri Platformu kullanılmıştır.

İlgili dönemlere ait finansal tablolara ve bunlara ilişkin bağımsız denetim raporlarına Şirket'in www.liderfilo.com.tr ve www.kap.org.tr adreslerinden ulaşılabilir.

6.2. Değerlemeye İlişkin Varsayım, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Durumlar

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

- Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,
- Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- Türkiye ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörleri şöyle sıralayabiliriz;

- İşletmenin geçmişi,
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görünümü,
- İşletmenin mali yapısı,
- İşletmenin sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri,
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri

7. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR

LDR Turizm A.Ş.'nin pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıdaki iki temel yöntem üzerinde çalışılmıştır.

- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi
- Piyasa Çarpanları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi, varsayıma dayanılarak şirketin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirketin spesifik risklerini de barındırarak kapsamlı bir değerlendirme imkanı sunar.

Çarpan Analizi yöntemi, borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleriyle kıyaslama imkânı vermektedir.

Değerleme metodolojileri, sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve söz konusu küresel ölçekte kabul görmüş yöntemlerin şirket değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari/hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt etmemektedir.

7.1 Gelir Tablosu Projeksiyonu

Şirket'in başlıca 2 ana gelir kalemi bulunmaktadır. Bunlar faaliyet kiralaması geliri ve 2. el araç satış geliridir.

Söz konusu satış gelirlerinin ileriye dönük hesaplanabilmesi için öncelikli olarak taşıt filosunun projeksiyonu gerçekleştirilmiştir. Aşağıdaki tabloda araç filosuna ait geçmiş ve projeksiyon dönemi verileri yer almaktadır.

Filo Gelişimi

Firma, toplam filosunu 10 sene içerisinde 2021 yıl sonuna göre ciddi bir oranda artırarak, 7.596 adete ulaştırmayı hedeflemektedir. 2021 yılında satılan araç sayısı içerisinde 2 adet, alınan araç sayısında 1 adet tekne mevcuttur. Bir diğer deyişle 2021 yılında tekne hariç taşıt satışı 1.658 adet iken, alınan taşıt sayısı da 1.607 adettir. Projeksiyon dönemi içinde tekne alım ve satımı yapılmayacağı varsayılmıştır. 2022-2031 dönemi için Yıllık Bileşik Büyüme Oranı (YBBO) olarak bakıldığında %7,0 yıllık büyümeye denk gelmektedir. Bu büyümenin ağırlıklı kısmı ilk 5 sene olarak öngörülmüştür. Filo doluluk oranının projeksiyon dönemi boyunca %93-95 bandında olması beklenmektedir.

| Toplam Filo | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Dönem Başı Filo | 3.896 | 3.844 | 4.433 | 5.566 | 6.599 | 7.346 | 7.541 | 7.564 | 7.572 | 7.580 | 7.588 |
| Satılan Araç Sayısı | 1.660 | 1.311 | 1.368 | 1.567 | 1.856 | 2.410 | 2.585 | 2.602 | 2.605 | 2.607 | 2.610 |
| Alınan Araç Sayısı | 1.608 | 1.900 | 2.500 | 2.600 | 2.603 | 2.605 | 2.608 | 2.610 | 2.613 | 2.616 | 2.618 |
| Dönem Sonu Filo | 3.844 | 4.433 | 5.566 | 6.599 | 7.346 | 7.541 | 7.564 | 7.572 | 7.580 | 7.588 | 7.596 |
| Kiralanan Araç Sayısı | 3.540 | 4.123 | 5.232 | 6.203 | 6.978 | 7.164 | 7.185 | 7.193 | 7.201 | 7.209 | 7.217 |
| Filo Doluluk Oranı | %92,1 | %93,0 | %94,0 | %94,0 | %95,0 | %95,0 | %95,0 | %95,0 | %95,0 | %95,0 | %95,0 |

Kaynak: Şirket Varsayımları, Tera Yatırım Analizleri

7.1.1.Faaliyet Kiralaması ve 2. El Araç Satış Gelirleri

2018 ve öncesi dönemde daha önceden belirtilen sebeplere bağlı olarak kiralama gelirlerinin net satış gelirlerinden aldığı pay daha yüksek iken özellikle 2020 yılından itibaren sektörel gelişmeler (pandemi nedeniyle üretim kısıntısı, ÖTV düzenlemeleri vb.) ve kur artışı nedeniyle artan taşıt fiyatlarına bağlı olarak ikinci el araç satış gelirlerinin ağırlığı önemli oranda artmıştır.

Söz konusu faaliyet kollarının gelirlere katkısının projeksiyonu yapılırken yukarıda tahmini gerçekleştirilen araç alım ve satışları dışında araç başına gelir projeksiyonu da yapılmıştır.

Araç başına kiralama geliri projeksiyonları esnasında enflasyon tahminlerinin üzerine %3 oranında ilave/spread ile 2022 yılından itibaren projeksiyon gerçekleştirilmiştir. 2021 yıl sonu tahminleri esnasında Şirket yıl sonu gerçekleştirmeleri üzerinden hesaplama yapılmıştır.

İkinci elde araç satış sayısının hesaplanmasında, ilgili senede satılan araç sayısı, 3 sene önce satın alınmış araçların %85'i ile 4 sene önce satın alınan araçların %15'inden oluşan toplam tutara eşit olmaktadır. Örnek vermek gerekirse, 2025 yılında satılan araç sayısı, 2022 yılında satın alınmış olan araç sayısının %85'i (1.615) ve 2021 yılında satın alınmış araç sayısının %15'inin (241) toplamından oluşmaktadır. Bu ortalama hesap, Şirket'in iş modeli ile ilgilidir. Şirket aldığı araçları ortalama 3 sene kiralamaya vermekte ve sonra elden çıkarmaktadır. İkinci el araç satış gelirinin hesaplanması ise, aynı mantıkla 3 sene evvel alınmış araçların maliyetlerine ortalama 3 senelik toplam enflasyon alındığında belli bir yıpranma payı konularak hesaplanmıştır. Araç kiralama gelirleri projeksiyon yılı ve önceki yıla ait kiralamadaki araç sayısının ortalaması kullanılarak hesaplanmaktadır. Yıpranma payı fiyat artışı eksi ortalama 3-4 yıllık kümüle enflasyon olarak hesaplanmıştır. 2021 yılında sıfır olmasının sebebi, 2.el satış fiyatlarının talep sebebiyle çok artması ve bu sebeple yıpranma payının ortadan kalkmış olmasıdır. Yıllık ortalama enflasyon tahminleri Tera Yatırım tarafından gerçekleştirilmiştir. Aralık 2021 ve Ocak 2022 aylık TÜFE gerçekleştirmeleri sebebiyle 2022 yılı ortalama enflasyon beklentileri yükselmiş olup, takip eden yıllarda enflasyon oranlarında kademeli gerileme beklenmektedir.

| Ortalama Enflasyon | 2021 | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T |
|-------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ortalama TÜFE | 19,6% | 47,5% | 28,5% | 16,2% | 13,6% | 11,1% | 9,7% | 9,7% | 9,7% | 9,7% | 9,7% |
| Enflasyon 3yıl toplam* | 47,3% | 79,3% | 95,5% | 92,1% | 58,3% | 40,9% | 35,8% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% |
| Enflasyon 4yıl toplam** | 63,5% | 94,8% | 107,8% | 111,7% | 105,7% | 69,4% | 52,0% | 46,9% | 44,4% | 44,4% | 44,4% |

* Son 3 yıllık kümüle yıllık ortalama enflasyon ** Son 4 yıllık kümüle yıllık ortalama enflasyon

Araç başına faaliyet kiralaması geliri hesaplanırken ilgili dönem ve bir önceki dönem sonlarının kiralamadaki araç sayısının ortalaması alınmakta ve ilgili dönemin faaliyet kiralaması gelirine bölünmektedir. Örneğin 2022 yılının faaliyet kiralaması geliri hesaplanırken, 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla 3.540 ve 4.123 adet olarak öngörülen kiralamadaki araç sayısının ortalaması, araç başına gelir ile çarpılmaktadır.

Satılan araçların birim fiyatları hesaplanırken ise daha önceden de ifade edildiği üzere araçların geçmiş dönem (3 ve 4 sene önce) satın alınma fiyatları ve toplam 3 ve 4 yıllık enflasyon oranları kullanılmaktadır. Hesaplanan araç başına satış fiyatı ile satılması öngörülen araç adedi çarpılarak toplam ikinci el araç satış gelirlerine ulaşılmaktadır. Projeksiyonlar araç kiralaması çerçevesinde gerçekleştirildiği için 2021 yılı araç başına gelir tekne hariç araç satış gelirlerinin araç satış adedine bölünmesi ile hesaplanmıştır.

| Bin TL | 2021 | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Faaliyet Kiralaması Gelirleri | 179.842 | 297.132 | 476.801 | 694.727 | 933.944 |
| Kiralamadaki Araç Sayısı | 3.540 | 4.123 | 5.232 | 6.203 | 6.978 |
| <i>Araç Başına Gelir</i> | <i>51,5</i> | <i>77,6</i> | <i>101,9</i> | <i>121,5</i> | <i>141,7</i> |

| Bin TL | 2021 | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| İkinci El Araç Satış Geliri | 282.910 | 311.951 | 521.120 | 680.628 | 993.034 |
| Tekne Satış Geliri | 2.772 | - | - | - | - |
| Satılan Araç Sayısı (tekne hariç) | 1.658 | 1.311 | 1.368 | 1.567 | 1.856 |
| <i>Araç Başına Gelir</i> | <i>170,6</i> | <i>238,0</i> | <i>381,0</i> | <i>434,5</i> | <i>535,0</i> |
| <i>Yıpranma Payı</i> | <i>-3%</i> | <i>-28%</i> | <i>-43%</i> | <i>-46%</i> | <i>-22%</i> |

| Bin TL | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T |
|--------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Faaliyet Kiralaması Gelirleri | 1.143.378 | 1.323.800 | 1.513.672 | 1.729.103 | 1.975.196 | 2.256.313 |
| Kiralamadaki Araç Sayısı | 7.164 | 7.185 | 7.193 | 7.201 | 7.209 | 7.217 |
| <i>Araç Başına Gelir</i> | <i>161,7</i> | <i>184,5</i> | <i>210,5</i> | <i>240,2</i> | <i>274,1</i> | <i>312,8</i> |
| İkinci El Araç Satış Geliri | 1.510.899 | 1.853.530 | 2.119.460 | 2.401.324 | 2.718.820 | 3.075.121 |
| Tekne Satış Geliri | - | - | - | - | - | - |
| Satılan Araç Sayısı (tekne hariç) | 2.410 | 2.585 | 2.602 | 2.605 | 2.607 | 2.610 |
| <i>Araç Başına Gelir</i> | <i>626,9</i> | <i>717,0</i> | <i>814,5</i> | <i>921,9</i> | <i>1.042,7</i> | <i>1.178,2</i> |
| <i>Yıpranma Payı</i> | <i>-13%</i> | <i>-11%</i> | <i>-10%</i> | <i>-10%</i> | <i>-10%</i> | <i>-10%</i> |

Kaynak: Şirket Varsayımları, Tera Yatırım Analizleri

7.1.2. Diğer Satış Gelirleri

Toplam net satış gelirleri içerisinde %2-3 bandında paya sahip olan diğer satış gelirleri hasar yansıtma geliri, kilometre aşım geliri ve erken iade tazminatı, giderlere de intikal eden hgs/ogs yansıtma geliri sayılabilir. Bu gelirler bir nevi kira sözleşmesine ve operasyona bağlı gelirler olarak görülebilir. Projeksiyon dönemi için bu gelirlerin geçmiş dönemde faaliyet kiralaması gelirlerine oranı dikkate alınmıştır.

| Bin TL | 2021T | 2022-2031T |
|----------------------------|---------------|-----------------------|
| Diğer Gelirler | 10.778 | 16.342-124.097 |
| Kiralama Gelirlerine Oranı | %6,0 | %5,5 |

Kaynak: Şirket Varsayımları, Tera Yatırım Analizleri

7.1.3. Maliyet Projeksiyonu

Şirket'in geçmiş dönemlerindeki faaliyet döngüsü dikkate alınarak, hesaplanan projeksiyon dönemleri boyunca her dönem içerisinde satılan araçların sayısı, 3 sene önce satın alınmış araçların %85 ile 4 sene önce satın alınan araçların %15'inden oluşan toplam tutara eşit olmaktadır. Satılan araçların maliyet hesaplamasına örnek vermek gerekirse, 2023 yılında satılan araç maliyeti, 3 yıl önce 2020 yılında satın alınan araçların %85'i üzerine aynı döneme ait ortalama enflasyon oranı eklenmesi ve 2019 yılında satın alınmış olan araçların %15'i üzerine uygulanan 4 yıllık ortalama enflasyon ile hesaplanan tutardan oluşmaktadır. Buna göre 2021 yılında %43,9 olan araç satışlarının brüt kar marjı 2023 yılında %52,4'e ulaşmakta ve kademeli olarak %23,5 seviyesine gerilemektedir.

| Satışların Maliyeti (TL) | 2021 | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T |
|----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Araç satışlarının maliyeti | 160.143.386 | 151.280.339 | 247.913.136 | 367.341.511 | 632.494.295 |
| Brüt Kar Marjı | %43,9 | %51,5 | %52,4 | %46,0 | %36,3 |
| Kiralama Maliyeti | 44.257.361 | 73.121.284 | 114.432.213 | 166.734.575 | 224.146.447 |
| Amortisman Giderleri | 9.599 | 50.000 | 50.000 | 50.000 | 50.000 |
| TOPLAM | 204.410.346 | 224.451.623 | 362.395.349 | 534.126.085 | 856.690.742 |

| Satışların Maliyeti (TL) | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Araç satışlarının maliyeti | 1.087.591.952 | 1.386.350.231 | 1.617.006.621 | 1.836.178.748 | 2.078.953.049 | 2.353.826.275 |
| Brüt Kar Marjı | %28,0 | %25,2 | %23,7 | %23,5 | %23,5 | %23,5 |
| Kiralama Maliyeti | 274.410.796 | 304.474.045 | 348.144.456 | 397.693.747 | 454.295.047 | 518.952.014 |
| Amortisman Giderleri | 50.000 | 50.000 | 50.000 | 50.000 | 50.000 | 50.000 |
| TOPLAM | 1.362.052.748 | 1.690.874.276 | 1.965.201.076 | 2.233.922.495 | 2.533.298.097 | 2.872.828.289 |

Kaynak: Şirket Varsayımları, Tera Yatırım Analizleri

Kiralama maliyetleri tarafında ise 2018 yılı Ağustos ayında yaşanan kur yükselişi ve akabinde yürürlüğe giren TL sözleşme yapma mecburiyeti sonrası kiralama maliyetlerinde önemli artış yaşanmıştır. Bu artışın sonucu Şirket'in geçmiş (2018-2020) yılları arasındaki dönem için ortalama araç kiralama maliyetinin araç kiralama gelirlerine oranı %27,9 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılı 9 aylık döneminde bu oran %21,1'e gerilerken, 2021 yılının tamamında %24,6 olarak gerçekleşen kiralama maliyeti / faaliyet kiralaması gelirleri oranı dikkate alınarak 2021 ve 2022 yılları için aynı oran (%24,6) değerlendirilmiş, 2023 – 2026 yılları için %24, 2027 – 2031 dönemi için ise %23 olarak projekte edilmiştir.

Faaliyet giderleri pazarlama & satış ve genel yönetim giderlerinden oluşmakta olup, geçmiş dönemde net satışların binde 2-3'ü seviyesinde gerçekleşmiştir. Pazarlama ve satış giderleri içerisinde en önemli kalem net satışların binde 3'üne tekabül eden personel ücret giderleridir. Benzer şekilde genel yönetim giderleri içerisinde de en fazla ağırlığa sahip kalem personel ile ilintili giderlerdir. Şirketin projeksiyon dönemleri boyunca artan faaliyetleri nedeniyle personel sayısı aynı oranda artmayacak olduğundan söz konusu giderlerinin net satışlara oranının %2,7 ile %1,7 oranları arasında seyredeceği varsayılmıştır.

| Faaliyet Giderler - TL | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Pazarlama&Satış Giderleri | 1.212.097 | 1.708.591 | 2.797.848 | 3.861.700 | 5.404.615 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>0,3%</i> | <i>0,3%</i> | <i>0,3%</i> | <i>0,3%</i> | <i>0,3%</i> |
| Genel Yönetim Giderleri | 10.478.812 | 16.777.305 | 24.500.265 | 32.525.926 | 41.530.793 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>2,2%</i> | <i>2,7%</i> | <i>2,4%</i> | <i>2,3%</i> | <i>2,1%</i> |
| Toplam Faaliyet Giderleri | 11.690.909 | 18.485.897 | 27.298.113 | 36.387.626 | 46.935.407 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>2,5%</i> | <i>3,0%</i> | <i>2,7%</i> | <i>2,6%</i> | <i>2,4%</i> |

| Faaliyet Giderler - TL | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Pazarlama&Satış Giderleri | 7.422.984 | 8.879.014 | 10.152.741 | 11.543.667 | 13.120.304 | 14.903.898 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>0,3%</i> | <i>0,3%</i> | <i>0,3%</i> | <i>0,3%</i> | <i>0,3%</i> | <i>0,3%</i> |
| Genel Yönetim Giderleri | 48.954.062 | 55.812.167 | 63.150.324 | 71.422.175 | 80.791.518 | 94.851.606 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>1,8%</i> | <i>1,7%</i> | <i>1,7%</i> | <i>1,7%</i> | <i>1,7%</i> | <i>1,7%</i> |
| Toplam Faaliyet Giderleri | 56.377.046 | 64.691.181 | 73.303.066 | 82.965.842 | 93.911.822 | 109.755.504 |
| <i>Net Satışlara Oranı</i> | <i>2,1%</i> | <i>2,0%</i> | <i>2,0%</i> | <i>2,0%</i> | <i>2,0%</i> | <i>2,0%</i> |

Faaliyet kiralaması gelirlerindeki brüt kar marjı geçmiş dönemlerde istikrarlı bir şekilde %73-79 bandında gerçekleşmiş olması göz önünde bulundurularak projeksiyon dönemleri boyunca %77,5 - %79,1 aralığında tahmin edilmiştir. Öte yandan, ikinci el araç satış kar marjının da yine Şirket'in geçmiş dönem performansına uygun olarak 2022 – 2023 projeksiyon dönemlerinde artarak yaklaşık %52 seviyesinde gerçekleşmesi ve 2024 yılından itibaren ikinci el araç fiyatlarının artış hızının gerileyebileceği öngörüsüyle giderek azalarak projeksiyon dönemi sonunda %23,5 olarak gerçekleşebileceği varsayılmıştır.

Tüm bu gelişmeler çerçevesinde 2021/09 döneminde yaklaşık %53,3 olan yıllıklandırılmış FAVÖK marjının 2021 yılında yaklaşık %55 olması, projeksiyon döneminin ilk yıllarında artarak %60'ın üzerine yükselmesi ve ikinci el araç satış kar marjının %52 seviyelerinden %23 seviyelerine gerilemesine paralel olarak takip eden yıllarda azalması ve projeksiyon döneminin son senesi olan 2031 yılında %45,4 olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.

| FAVÖK (TL) | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T |
|--|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Faaliyet Kiralaması Gelirleri | 179.841.810 | 297.131.681 | 476.800.886 | 694.727.394 | 933.943.530 |
| İkinci El Araç Satış Geliri | 285.681.928 | 311.951.341 | 521.119.741 | 680.627.541 | 993.034.148 |
| Diğer Gelirler | 10.777.571 | 16.342.242 | 26.224.049 | 38.210.007 | 51.366.894 |
| NET SATIŞ GELİRİ | 476.301.309 | 625.425.265 | 1.024.144.677 | 1.413.564.942 | 1.978.344.572 |
| Araç Kiralama Maliyeti | -44.257.361 | -73.121.284 | -114.432.213 | -166.734.575 | -224.146.447 |
| Araç Satışlarının Maliyeti | -160.143.386 | -151.280.339 | -247.913.136 | -367.341.511 | -632.494.295 |
| SATIŞLARIN MALİYETİ | -204.410.346 | -224.451.623 | -362.395.349 | -534.126.085 | -856.690.742 |
| BRÜT KAR | 271.890.963 | 400.973.642 | 661.749.328 | 879.438.857 | 1.121.653.830 |
| <i>Değişim</i> | 36,3% | 47,5% | 65,0% | 32,9% | 27,5% |
| <i>Brüt Kar Marjı</i> | 57,1% | 64,1% | 64,6% | 62,2% | 56,7% |
| <i>Kiralama Geliri Brüt Kar Marjı</i> | %75,4 | %75,4 | %76,0 | %76,0 | %76,0 |
| <i>2. El Araç Satış Gelir Brüt Kar Marjı</i> | %43,9 | %51,5 | %52,4 | %46,0 | %36,3 |

| | | | | | |
|------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|
| <i>Faaliyet Giderleri</i> | -11.690.909 | -18.485.897 | -27.298.113 | -36.387.626 | -46.935.407 |
| <i>+Amortisman Giderleri</i> | 206.464 | 264.245 | 189.744 | 206.176 | 224.269 |
| FAVÖK | 260.406.518 | 382.751.991 | 634.640.959 | 843.257.407 | 1.074.942.692 |
| <i>Değişim</i> | 36,2% | 47,0% | 65,8% | 32,9% | 27,5% |
| <i>FAVÖK marjı</i> | 54,7% | 61,2% | 62,0% | 59,7% | 54,3% |

| FAVÖK (TL) | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Faaliyet Kiralaması Gelirleri | 1.143.378.316 | 1.323.800.196 | 1.513.671.546 | 1.729.103.248 | 1.975.195.858 | 2.256.313.106 |
| İkinci El Araç Satış Geliri | 1.510.898.981 | 1.853.529.890 | 2.119.460.145 | 2.401.324.087 | 2.718.820.288 | 3.075.121.430 |
| Diğer Gelirler | 62.885.807 | 72.809.011 | 83.251.935 | 95.100.679 | 108.635.772 | 124.097.221 |
| NET SATIŞ GELİRİ | 2.717.163.104 | 3.250.139.097 | 3.716.383.626 | 4.225.528.014 | 4.802.651.919 | 5.455.531.756 |
| Araç Kiralama Maliyeti | -274.410.796 | -304.474.045 | -348.144.456 | -397.693.747 | -454.295.047 | -518.952.014 |
| Araç Satışlarının Maliyeti | -1.087.591.952 | -1.386.350.231 | -1.617.006.621 | -1.836.178.748 | -2.078.953.049 | -2.353.826.275 |
| SATIŞLARIN MALİYETİ | -1.362.052.748 | -1.690.874.276 | -1.965.201.076 | -2.233.922.495 | -2.533.298.097 | -2.872.828.289 |
| BRÜT KAR | 1.355.110.357 | 1.559.264.821 | 1.751.182.550 | 1.991.605.519 | 2.269.353.822 | 2.582.703.468 |
| <i>Değişim</i> | 20,8% | 15,1% | 12,3% | 13,7% | 13,9% | 13,8% |
| <i>Brüt Kar Marjı</i> | 49,9% | 48,0% | 47,1% | 47,1% | 47,3% | 47,3% |
| <i>Kiralama Geliri Brüt Kar Marjı</i> | %76,0 | %77,0 | %77,0 | %77,0 | %77,0 | %77,0 |
| <i>2. El Araç Satış Gelir Brüt Kar Marjı</i> | %28,0 | %25,2 | %23,7 | %23,5 | %23,5 | %23,5 |

| | | | | | | |
|------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <i>Faaliyet Giderleri</i> | -56.377.046 | -64.691.181 | -73.303.066 | -82.965.842 | -93.911.822 | -109.755.504 |
| <i>+Amortisman Giderleri</i> | 244.189 | 266.121 | 290.268 | 316.854 | 346.125 | 368.352 |
| FAVÖK | 1.298.977.500 | 1.494.839.761 | 1.678.169.752 | 1.908.956.531 | 2.175.788.125 | 2.473.316.315 |
| <i>Değişim</i> | 20,8% | 15,1% | 12,3% | 13,8% | 14,0% | 13,7% |
| <i>FAVÖK marjı</i> | 47,8% | 46,0% | 45,2% | 45,2% | 45,3% | 45,3% |

7.2. Net İşletme Sermayesi

Net işletme sermayesinin hesaplanmasında 2018, 2019 ve 2020 yılları ile 2021 yılı 3. Çeyrek finansal verileri baz alınmış olup, öncelikle ticari alacak ve ticari borç değişimleri incelenmiştir. Bu değişimlerin dışında dönen varlıklar ve kısa vadeli yükümlülükler içerisinde işletme sermayesine etki eden diğer kalemler de dikkate alınarak net işletme sermayesinde gözlemlenen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

| İşletme Sermayesi (TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 | 31.12.2021T | 31.12.2022T | 31.12.2023T | 31.12.2024T |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Ticari Alacaklar | 4.480.470 | 5.413.363 | 6.722.455 | 7.994.725 | 7.538.672 | 10.280.963 | 16.835.255 | 23.236.684 |
| Ort. Alacak Vadesi (gün) | 7 | 7 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Ticari Borçlar | 9.288.571 | 30.252.795 | 24.296.692 | 22.101.195 | 17.273.175 | 26.442.246 | 39.714.559 | 58.534.365 |
| Ort. Borç Vadesi (gün) | 25 | 50 | 60 | 39 | 37 | 43 | 40 | 40 |
| Nakit Çevrim Hızı (gün) | -18 | -43 | -54 | -33 | -31 | -37 | -34 | -34 |
| Ticari Alacak Ticari Borç Değişimi (net) | - | 20.031.331 | -7.265.195 | -3.467.767 | -4.371.967 | 6.426.780 | 6.718.021 | 12.418.378 |
| Net İşletme Sermayesi Değişimi | - | 36.690.104 | -1.184.302 | 2.249.465 | 3.272.343 | -3.801.729 | 282.058 | 6.132.517 |

| İşletme Sermayesi (TL) | 31.12.2025T | 31.12.2026T | 31.12.2027T | 31.12.2028T | 31.12.2029T | 31.12.2030T | 31.12.2031T |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Ticari Alacaklar | 32.520.733 | 44.665.695 | 53.426.944 | 61.091.238 | 69.460.734 | 78.947.703 | 89.679.974 |
| Ort. Alacak Vadesi (gün) | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Ticari Borçlar | 82.148.427 | 111.949.541 | 138.975.968 | 161.523.376 | 153.008.390 | 173.513.568 | 196.769.061 |
| Ort. Borç Vadesi (gün) | 35 | 30 | 30 | 30 | 25 | 25 | 25 |
| Nakit Çevrim Hızı (gün) | -29 | -24 | -24 | -24 | -19 | -19 | -19 |
| Ticari Alacak Ticari Borç Değişimi (net) | 14.330.013 | 17.656.151 | 18.265.178 | 14.883.115 | -16.884.483 | 11.018.210 | 12.523.221 |
| Net İşletme Sermayesi Değişimi | 5.213.574 | 5.730.449 | 9.662.100 | 7.357.189 | -25.102.881 | 1.702.515 | 1.984.706 |

Altının çizilmesi gereken husus stok değişimlerinin nakdi bir işletme sermayesi ihtiyacına işaret etmemesidir. Stokların oluşumu esas olarak sıfır araç alımlarının kiraya verilip verilmemesine ve geçmiş yıllarda alınıp kiralama dönemi sonrası muhasebesel olarak 2. el olarak stoklarda izlenmesine bağlı olarak şekillenmektedir. Dolayısıyla sıfır araç alımları aslında maddi duran varlık yatırımı ve stoklar kalemi değişimi (ilgili hesap döneminde sıfır araç girişi - 2.el araç çıkışı) olarak nakit akım tablosunda yer alırken, kiralamadan dönen ve satış için stoklarda bekletilen 2. el araçların nakdi çıkışı geçmiş yıllarda (yaklaşık 3 sene önce) fiilen gerçekleştirilmiştir.

7.3 Yatırımlar

Şirket, özellikle taşıt yatırımları ile pazar payını artırarak, daha hızlı ve kaliteli hizmet sunabilmeyi hedeflemektedir. Gerçekleştirilmesi planlanan filo yatırımları ile hasılatının ve faaliyet karımın yükselmesine katkı sağlanacağı öngörülmektedir.

Taşıt yatırımları şirketin öngördüğü yıllık araç alımı ile projekte edilen araç alım bedelleri üzerinden hesaplanmıştır. Bu hesaplamanın detayları aşağıda yer almaktadır. Birim araç alım bedeli, bir önceki senenin ortalama araç başı bedelinin üzerine ilgili projeksiyon yılı için tahmin edilen ortalama enflasyon artışı %2-3 aralığında spread/prim eklenerek (araç birim fiyatı_t = [araç birim fiyatı_{t-1} * (1+enflasyon_t+spread_t)]) hesaplanmaktadır.

| Bin TL | 2018 | 2019 | 2020 | 2021/9 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Araç Yatırımları (tekne hariç) | 115.119 | 177.977 | 260.255 | 301.296 | 380.002 | 675.951 | 1.160.234 |
| Alınan Araç | 1.279 | 1.542 | 1.337 | 1.321 | 1.608 | 1.900 | 2.500 |
| Araç Başına Yatırım Bedeli | 90,0 | 115,4 | 194,7 | 228,1 | 236,3 | 355,8 | 464,1 |

| Bin TL | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Araç Yatırımları (tekne hariç) | 1.426.253 | 1.650.669 | 1.868.916 | 2.116.018 | 2.395.792 | 2.712.557 | 3.071.204 | 3.477.269 |
| Alınan Araç | 2.600 | 2.603 | 2.605 | 2.608 | 2.610 | 2.613 | 2.616 | 2.618 |
| Araç Başına Yatırım Bedeli | 548,6 | 634,2 | 717,4 | 811,4 | 917,8 | 1.038,1 | 1.174,2 | 1.328,1 |

Şirket'in, 2021-2031 projeksiyon döneminde yapmayı planladığı filo yatırımlarına ve diğer duran varlıklar harcamalarına ait tablo özeti aşağıda yer almaktadır. Geçmiş dönemde yapılan yatırım amaçlı gayrimenkullerin niteliği ofis yatırımdır.

| Yatırımlar (TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.09.2021 | 31.12.2021T | 31.12.2022T | 31.12.2023T | 31.12.2024T |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| Yatırım Harcamaları Yeni Araç | -115.119.463 | -177.976.869 | -260.254.830 | -301.295.527 | -380.001.536 | -675.951.083 | -1.160.234.458 | -1.426.253.014 |
| Tekne | - | - | - | -6.237.624 | -6.237.624 | - | - | - |
| Yatırım Harcamaları (MDV & MODV) | -85.747 | -123.261 | -86.600 | -192.914 | -192.914 | -153.481 | -168.829 | -185.712 |
| Yatırım Amaçlı G.Menkul | -895.510 | -14.100 | -6.046.086 | -3.570.429 | -3.570.429 | - | - | - |
| Toplam | -116.100.720 | -178.114.230 | -266.387.516 | -311.296.494 | -390.002.503 | -676.104.564 | -1.160.403.287 | -1.426.438.726 |
| Yatırım Harcamaları (Yeni Araç)/Net Satışlar | 51,64% | 69,75% | 71,03% | 84,25% | 82,40% | 132,49% | 117,40% | 99,80% |
| Yatırım Harcamaları (MDV & MODV)/Net Satışlar | 0,04% | 0,05% | 0,02% | 0,05% | 0,04% | 0,02% | 0,02% | 0,01% |

| Yatırımlar (TL) | 31.12.2025T | 31.12.2026T | 31.12.2027T | 31.12.2028T | 31.12.2029T | 31.12.2030T | 31.12.2031T |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Yatırım Harcamaları Yeni Araç | -1.650.669.022 | -1.868.915.758 | -2.116.018.454 | -2.395.792.361 | -2.712.557.173 | -3.071.203.724 | -3.477.269.495 |
| Tekne | - | - | - | - | - | - | - |
| Yatırım Harcamaları (MDV & MODV) | -204.283 | -224.711 | -249.674 | -277.409 | -308.225 | -342.465 | -380.508 |
| Yatırım Amaçlı G.Menkul | - | - | - | - | - | - | - |
| Toplam | -1.650.873.305 | -1.869.140.469 | -2.116.268.127 | -2.396.069.769 | -2.712.865.398 | -3.071.546.188 | -3.477.650.002 |
| Yatırım Harcamaları (Yeni Araç)/Net Satışlar | - | - | - | - | - | - | - |
| Yatırım Harcamaları (MDV & MODV)/Net Satışlar | 75,53% | 66,21% | 64,74% | 64,34% | 64,06% | 63,82% | 63,61% |

7.4. Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları yöntemi, benzer şirketlerin uygun piyasa çarpanlarının kullanılarak analiz edilmesine dayanmaktadır. Bu metod etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Çarpan analizinde, LDR Turizm A.Ş. ile doğrudan ilgili bir borsa endeksi ve/veya aynı faaliyet konusuna sahip yurt içerisinde tek firma Operasyonel Araç Kiralama Sektörü içerisinde yer alan Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.Ş. firmasıdır. Bununla birlikte çeşitlilik sağlanabilmesi için otomotiv ve ulaştırma gibi alanlarda faaliyet gösteren benzer şirketlerin çarpan değerlerinin de kullanılmasına karar verilmiştir. Otomotiv ve ulaştırma sektöründe yer alan ve piyasa değeri 4 milyar TL üzeri olan firmalar değerlendirmeden hariç tutulmuştur.

Ayrıca, yurtdışında Şirket ile benzer iş kolunda faaliyet gösteren değişik büyüklükteki ve farklı ülkelerden benzer firmalar seçilmeye çalışılmıştır.

Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, Şirket değerinin objektif tespit edilmesi adına Firma Değeri/FAVÖK, Fiyat Kazanç Oranı (F/K), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Firma Değeri/Net Satışlar çarpanları tercih edilmiştir. Piyasa çarpanları kapsamında çarpan değerleri Finnet Analiz Expert Veri Platformu 17.03.2022 tarihi itibarıyla sağlanmıştır.

Yurtiçi Benzer Şirketler

| ŞİRKET | PD (TL) | AÇIKLAMA |
|---------------------------------------|---------------|---|
| Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş. | 750.646.875 | 1993 yılında kurulan Beyaz Filo günümüz itibariyle 2.el otomobil müzayedesı, sıfır araç filo satışı, perakendeciliği ve satış sonrası hizmetler konularında aktif olarak çalışmaktadır. |
| Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.Ş. | 1.914.618.000 | Escar Turizm 2001 yılında kurulmuş olup, günümüz itibariyle faaliyet alanı ise; şoförlü ve şoförsüz olarak sahibi bulunduğu her türlü motorlu veya motorsuz kara, deniz ve hava taşıtlarını kiraya vermektedir. |
| Karsan Otomotiv | 3.753.000.000 | Karsan, 1966 yılında 269 yatırımcı tarafından kurulan ve 1998 yılından itibaren İnan Kıraç yönetiminde hafif ve ağır ticari araç üretimi yapan Bursa merkezli bir otomotiv şirkettir. |
| Reysaş Lojistik | 1.142.500.000 | 1989 yılında kurulmuş olup oto taşıma, lojistik, uluslararası taşıma, akaryakıt taşıma, depolama hizmetleri vermektedir. |
| Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. | 590.940.000 | Dođu Karadeniz Bölgesi'nin en önemli limanı olma özelliğini taşıyan Trabzon Limanı'nın 30 yıllık işletme hakkı, 2003 yılında Albayrak Grubu tarafından devralınmıştır. |
| Tureks Turizm Taşımacılık A.Ş. | 1.361.880.000 | 2002 tarihinden bugüne turizm, personel ve öğrenci taşımacılığı, filo araç kiralama, özel yapım araç kiralama, şehir içi çevre temizliği ve iş makinası kiralannası alanlarında faaliyet göstermektedir. |
| Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş. | 1.892.900.000 | 1975 yılında kurulan ve 2004 yılında özelleştirilip Albayrak Holding'e satılan firma günümüz itibariyle traktör ve motor üretimi alanında faaliyet göstermektedir. |

Kaynak: Finnet Analiz Expert Veri Platformu

Yurtdışı Benzer Şirketler

| ŞİRKET | ÜLKE BORSASI | PD (Milyon ABD Doları) | FAALİYET KONUSU -AÇIKLAMA |
|-----------------------------|-----------------------------|------------------------|---|
| Europcar Mobility Group | Fransa EPA | 2.767 | Fransa'da kurulu olan, mobilite servis firması olup, müşterilerine binek araçlardan hafif ticari araçlara dağılan bir yelpazede kiralama hizmeti sunmaktadır. |
| Sixt SE | Almanya | 5.836 | Almanya menşekli uluslararası mobilite hizmet sağlayıcı bir firma olup, araç kiralama, şoför sağlama ve araç paylaşım hizmetleri sunmaktadır. |
| CIA De Locacao Das Americas | Brezilya BVMF | 2.455 | Brezilya'da kurulu olup, motorlu araçların kiralama hizmetini sağlamaktadır. |
| Redde Northgate Plc | Suudi Arabistan TADAWUL | 1.381 | İngiltere menşekli olup, ülkesinin en büyük ticari araç kiralama şirkettir. İspanya'da da faaliyet göstermektedir. |
| Synergetic Auto Performance | Tayland BKK | 46 | Tayland'da yerleşik olup, uzun süreli araç kiralama hizmeti sağlamanın yanı sıra müşterileri için dizayn ve modifiye araç hizmeti de sunmaktadır. |
| Krungthai Car Rent & Lease | İngiltere | 63 | Tayland'da uzun süreli araç kiralama ve ikinci el araç satışı ile iştigel etmektedir. |
| Carmax Inc. | Hindistan | 16.802 | ABD'de kurulu olup, araç kiralama ve satış hizmeti vermektedir. |
| United International | Amerika Birleşik Devletleri | 964 | Suudi Arabistan'da araç kiralama hizmeti sağlamaktadır. |

Kaynak: Bloomberg Terminali

| YURTIÇİ BENZER ŞİRKETLER | 17.03.2022 | | | |
|---------------------------------|-------------------|-----------------|--------------|------------------------|
| Bilanço Dönemi | 2021/12 | | | |
| | F/K | FD/FAVÖK | PD/DD | FD/NET SATIŞLAR |
| Beyaz Filo | 19,73 | 20,94 | 3,78 | 0,48 |
| Escar Turizm Taşımacılık | 7,36 | 8,13 | 3,64 | 4,56 |
| Karsan Otomotiv | 37,95 | 13,67 | 3,79 | 2,63 |
| Reysaş Lojistik | 0,00 | 7,34 | 1,22 | 2,58 |
| Trabzon Liman | 9,59 | 8,32 | 4,23 | 5,02 |
| Tureks Turizm Taşımacılık | 26,02 | 13,21 | 3,68 | 2,32 |
| Tümosan Motor ve Traktör | 37,43 | 12,51 | 1,89 | 1,91 |
| MEDYAN | 14,66 | 12,51 | 3,68 | 2,58 |

Kaynak: Finnet Analiz Expert Veri Platformu

| YURTDIŞI BENZER ŞİRKETLER | 17.03.2022 | | | |
|----------------------------------|-------------------|-----------------|--------------|------------------------|
| Bilanço Dönemi | 2021/12 | | | |
| | F/K | FD/FAVÖK | PD/DD | FD/NET SATIŞLAR |
| EUROPCAR MOBILITY GROUP | - | 46,58 | 1,56 | 2,79 |
| SIXT SE | 21,08 | 12,22 | 3,75 | 4,28 |
| CIA DE LOCAÇAO DAS AMERICAS | 13,41 | 8,51 | 2,58 | 2,84 |
| UNITED INTERNATIONAL TRANSPO | 14,58 | 5,33 | 2,76 | 3,29 |
| KRUNGTHAI CAR RENT & LEASE | 9,39 | 3,76 | 0,94 | 2,17 |
| REDDE NORTHGATE PLC | 10,54 | 4,81 | 1,13 | 1,34 |
| SYNERGETIC AUTO PERFORMANCE | - | 6,40 | 1,49 | 2,34 |
| CARMAX INC | 14,33 | 13,57 | 3,29 | 0,89 |
| MEDYAN | 13,87 | 6,40 | 2,07 | 2,57 |

Kaynak: Bloomberg Terminali

Otomotiv ve Ulaştırma sektöründe yer alan şirketler arasından hesaplanan uç değerlere sahip şirketlerin çarpan değerleri hesaplama dışında tutularak çarpanların medyan hesaplaması dikkate alınmıştır.

| LDR Turizm A.Ş. | (TL) |
|------------------------|-------------|
| Satışlar | 476.301.309 |
| FAVÖK | 260.406.518 |
| Net Kar | 140.285.954 |
| Net Borç | 454.685.986 |
| Özkaynaklar | 288.870.811 |

| Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları (Medyan) | 17.03.2022 tarihli |
|--|--------------------|
| F/K | 14,66 |
| FD/FAVÖK | 12,51 |
| PD/DD | 3,68 |
| FD/NET SATIŞLAR | 2,58 |

| Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları (Medyan) | 17.03.2022 tarihli |
|---|--------------------|
| F/K | 13,87 |
| FD/FAVÖK | 6,40 |
| PD/DD | 2,07 |
| FD/NET SATIŞLAR | 2,57 |

| LDR Turizm A.Ş. Değerleme (Yurt İçi Çarpanlara Göre) | | | | |
|--|-------|--------------------|---------|---------------------------------------|
| Çarpan | | Şirket Değeri (TL) | Ağırlık | Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL) |
| F/K | 14,66 | 2.056.105.140 | 25% | 514.026.285 |
| FD/FAVÖK | 12,51 | 2.801.789.830 | 25% | 700.447.458 |
| PD/DD | 3,68 | 1.064.130.608 | 25% | 266.032.652 |
| FD/NET SATIŞLAR | 2,58 | 772.333.084 | 25% | 193.083.271 |
| Toplam Değer | | | | 1.673.589.666 |

| LDR Turizm A.Ş. Değerleme (Yurt Dışı Çarpanlara Göre) | | | | |
|---|-------|--------------------|---------|---------------------------------------|
| Çarpan | | Şirket Değeri (TL) | Ağırlık | Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL) |
| F/K | 13,87 | 1.945.960.934 | 25% | 486.490.234 |
| FD/FAVÖK | 6,40 | 1.211.915.729 | 25% | 302.978.932 |
| PD/DD | 2,07 | 597.329.927 | 25% | 149.332.482 |
| FD/NET SATIŞLAR | 2,57 | 767.837.722 | 25% | 191.959.430 |
| Toplam Değer | | | | 1.130.761.078 |

7.5. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları (TL)

| Çarpan | Şirket Değeri (TL) | Ağırlık | Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL) |
|------------------------------------|----------------------|---------|---------------------------------------|
| Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları | 1.673.589.666 | 50% | 836.794.833 |
| Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları | 1.130.761.078 | 50% | 565.380.539 |
| | | | 1.402.175.372 |

| | |
|--|----------------------|
| LDR Turizm A.Ş Şirket Değeri (TL) | 1.402.175.372 |
| Pay Sayısı | 53.000.000 |
| Pay Başına Değeri (TL) | 26,46 |

Çarpan analizi yöntemiyle, LDR Turizm A.Ş. için yurt içi ve yurtdışı benzer şirketlerin sonuçları eşit ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. Ayrıca Firma Değeri/FAVÖK, Fiyat Kazanç Oranı (F/K), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Firma Değeri/Net Satışlar çarpanları ile hesaplanan değerler de eşit olarak ağırlıklandırılmıştır. Buna göre şirketin piyasa değeri **1.402.175.372 TL** ve pay başı fiyatı **26,46 TL** olarak bulunmuştur.

Şirket filosunda bulunan ve 2021 yılı öncesinde tedarik edilmiş olan araçların gerçeğe uygun değerinin son dönemlerde kur artışı, pandemi ve çip krizi gibi olgular nedeni ile yukarı yönlü hareketi Şirket'in hem aktif filo değerini hem de satılan araçlar için brüt araç satış karlılığını önemli ölçüde artırmıştır. 2021 yılı öncesinde aktifte bulunan araçların maliyet değeri ile gerçeğe uygun değeri arasında oluşan değer artışının, 2022 ve 2023 yıllarında satılacak araçlar için de brüt karlılığı artırması öngörülmektedir. 2021 yılı ve takip eden dönemlerde yapılan ve/veya yapılacak olan araç yatırımlarında ikinci el araç brüt satış kar marjının önceki dönemlerde oluşan brüt kar marjından daha düşük olması ihtimali bulunmaktadır. Şirket'in 2020 ve 2021 hesap döneminde elde etmiş olduğu ikinci el araç satışı kaynaklı brüt satış karlılığı belirtilen sebepler ile borsa çarpanları üzerinden şirket değerini artırmıştır.

7.6.İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA (İndirgenmiş Nakit Akımı) Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemidir. Bu yöntemde serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değer, şirketin özsermaye değeri olarak kabul edilir.

Nakit akımları projeksiyonları, genellikle 5 ile 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son senesindeki nakit akımı baz alınarak nihai değer (uç değer) hesaplanmaktadır.

Bu yöntemle göre; şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip nihai olarak da net finansal borç düşülerek şirket değeri tespit edilir.

7.7.İndirgenmiş Nakit Akımları Varsayımları

Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi"ne göre yapılan değerlemede kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- ✓ Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindedir.
- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi gelecek on yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- ✓ Gösterge faiz olarak 10 yıllık devlet tahvilinin bir yıllık ortalaması baz alınmıştır.
- ✓ Daha önce 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre kurumlar vergisi oranı %20 olarak uygulanmakta iken son değişiklik ile 2021 yılı için %25'e; 2022 yılı için ise %23'e yükseltilmiş ve karar Resmî Gazetede yayımlanmıştır. Takip eden yıllar için kurumlar vergisi oranı %20 olarak varsayılmıştır.

7.8.Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) parametreleri aşağıdaki açıklamalar çerçevesinde hesaplanmıştır.

Risksiz Faiz Oranı (R_f): Türkiye 10 yıllık devlet tahvil faizinin 1 yıllık ortalaması da dikkate alınarak %19,9 olarak çalışmada kullanılmıştır.

Şirket Risk Primi: Şirket ve sektör ile ilgili olası riskler için ilave %1 risk primi dikkate alınarak sermaye maliyeti hesabında kullanılmıştır.

Piyasa Risk Primi (R_p): Piyasa ortalama getiri beklentisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır. Genel olarak piyasa ortalama getirisi olarak Borsa İstanbul 100 endeksinin belli bir döneme ait ortalama getirisi, risksiz faiz oranı olarak ise Hazine'ye ait tahvil faizi kullanılarak hesaplanır. Türkiye için ülke risk primi %5,5 olarak değerlendirilmiştir.

Beta: Beta değeri için ilk halka arz olan şirketlerde genelde olduğu üzere varsayımsal olarak “1” alınmıştır.

Borçlanma Maliyeti: Son dönemlerde artan borçlanma maliyetleri dikkate alınarak muhafazakar bir bakış açısıyla, faiz ve enflasyon oranlarında takip eden yıllarda beklenen gerilemeye rağmen, tüm projeksiyon dönemi boyunca borçlanma maliyeti vergi öncesi %25,9 olarak kullanılmıştır.

Vergi Oranı: Tüm projeksiyon dönemi boyunca %20 olarak sabit alınmıştır.

AOSM = [(Sermaye Maliyeti x (1-Borçluluk Oranı)] + [Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti x (Borçluluk Oranı)] formülü üzerinden %22,5 olarak hesaplanmıştır.

Sonsuz Büyüme Oranı : Şirkete ait serbest nakit akımları çerçevesinde uç değer hesaplamasında 2031 yılından sonraki dönemler için sonsuz büyüme oranı %2 olarak alınmıştır.

Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlemesinin yapılabilmesi için ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek (Serbest Nakit Akımları x İskonto Oranı) bugünkü değerine indirgenmiştir.

| İskonto Oranları | |
|---------------------------------------|--------------|
| Risksiz Faiz Oranı (Türkiye 10 yıl) | 19,9% |
| Şirket Risk Primi (10 yıldan 30 yıla) | 1,0% |
| Hisse Risk Primi | 5,5% |
| Beta | 1 |
| Sermaye Maliyeti | 26,4% |
| Borç Maliyeti | 25,9% |
| Vergi Oranı | 20,0% |
| Borç/Sermaye+Borç | 68,6% |
| Sermaye/Sermaye+Borç | 31,4% |
| AOSM | 22,5% |
| Sonsuz Büyüme Oranı | 2,0% |

7.9.İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme Sonuçları

İNA yönteminin yapısı gereği kullanılan projeksiyonlar, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özkaynak, şirket ve pay değerlerine ulaşılabilir.

| Tl. | TARİHSEL NAKİT AKIŞI | | | | | | | | | | TAHİMİNİ NAKİT AKIŞI | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|----------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021T | 31.12.2022T | 31.12.2023T | 31.12.2024T | 31.12.2025T | 31.12.2026T | 31.12.2027T | 31.12.2028T | 31.12.2029T | 31.12.2030T | 31.12.2031T | 31.12.2019 | 31.12.2020T | 31.12.2021T | 31.12.2022T | 31.12.2023T | 31.12.2024T | 31.12.2025T | 31.12.2026T | 31.12.2027T | 31.12.2028T | 31.12.2029T | 31.12.2030T | 31.12.2031T |
| Net Satışlar | 255.169.762 | 366.988.143 | 476.301.309 | 625.425.265 | 1.024.144.677 | 1.419.564.942 | 1.978.344.572 | 2.717.163.104 | 3.250.139.097 | 3.716.383.626 | 4.225.528.014 | 4.802.651.919 | 5.455.531.756 | 255.169.762 | 366.988.143 | 476.301.309 | 625.425.265 | 1.024.144.677 | 1.419.564.942 | 1.978.344.572 | 2.717.163.104 | 3.250.139.097 | 3.716.383.626 | 4.225.528.014 | 4.802.651.919 | 5.455.531.756 |
| Yükük Büyüme | 14% | 44% | 30% | 31% | 64% | 39% | 40% | 37% | 20% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% |
| Satışların Maliyeti | -143.415.085 | -166.893.653 | -204.410.346 | -224.451.623 | -362.395.349 | -534.126.085 | -856.690.742 | -1.362.052.748 | -1.690.874.276 | -1.965.201.076 | -2.233.922.495 | -2.533.298.087 | -2.877.828.289 | -143.415.085 | -166.893.653 | -204.410.346 | -224.451.623 | -362.395.349 | -534.126.085 | -856.690.742 | -1.362.052.748 | -1.690.874.276 | -1.965.201.076 | -2.233.922.495 | -2.533.298.087 | -2.877.828.289 |
| Faaliyet Giderleri | -7.872.113 | -8.617.029 | -11.690.909 | -18.485.897 | -27.298.113 | -36.387.626 | -46.935.407 | -56.377.046 | -64.691.181 | -73.303.066 | -82.965.842 | -93.911.822 | -109.755.504 | -7.872.113 | -8.617.029 | -11.690.909 | -18.485.897 | -27.298.113 | -36.387.626 | -46.935.407 | -56.377.046 | -64.691.181 | -73.303.066 | -82.965.842 | -93.911.822 | -109.755.504 |
| FAALİYET KARI (FVÖK) | 103.882.564 | 190.887.461 | 260.200.054 | 382.887.746 | 634.451.215 | 843.051.231 | 1.074.718.423 | 1.298.733.311 | 1.494.573.640 | 1.677.879.484 | 1.908.639.677 | 2.175.442.000 | 2.472.947.963 | 103.882.564 | 190.887.461 | 260.200.054 | 382.887.746 | 634.451.215 | 843.051.231 | 1.074.718.423 | 1.298.733.311 | 1.494.573.640 | 1.677.879.484 | 1.908.639.677 | 2.175.442.000 | 2.472.947.963 |
| Net Satışlara Oranı | 40,7% | 52,1% | 54,6% | 61,2% | 61,9% | 59,6% | 54,3% | 47,8% | 46,0% | 45,1% | 45,2% | 45,3% | 45,3% | 40,7% | 52,1% | 54,6% | 61,2% | 61,9% | 59,6% | 54,3% | 47,8% | 46,0% | 45,1% | 45,2% | 45,3% | 45,3% |
| Vergi Oranı | 0,7% | 1,5% | 4,1% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 0,7% | 1,5% | 4,1% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Dönemin Vergi Gideri | 723.359 | 2.866.841 | 10.669.122 | 19.124.387 | 31.722.561 | 42.152.562 | 53.795.921 | 64.936.666 | 74.728.682 | 83.893.974 | 95.431.984 | 106.772.100 | 123.647.398 | 723.359 | 2.866.841 | 10.669.122 | 19.124.387 | 31.722.561 | 42.152.562 | 53.795.921 | 64.936.666 | 74.728.682 | 83.893.974 | 95.431.984 | 106.772.100 | 123.647.398 |
| VSNFK (vergi sonrası net faaliyet karı) | 103.159.205 | 188.020.620 | 249.530.932 | 363.363.358 | 602.728.654 | 800.898.669 | 1.020.982.502 | 1.233.796.645 | 1.419.844.958 | 1.593.985.510 | 1.813.207.693 | 2.066.669.900 | 2.349.300.565 | 103.159.205 | 188.020.620 | 249.530.932 | 363.363.358 | 602.728.654 | 800.898.669 | 1.020.982.502 | 1.233.796.645 | 1.419.844.958 | 1.593.985.510 | 1.813.207.693 | 2.066.669.900 | 2.349.300.565 |
| Araç Satışların Maliyeti | 107.948.326 | 131.432.284 | 160.143.386 | 151.280.339 | 247.913.136 | 367.341.511 | 632.494.295 | 1.087.591.952 | 1.386.350.231 | 1.617.006.621 | 1.836.178.748 | 2.078.953.049 | 2.353.826.275 | 107.948.326 | 131.432.284 | 160.143.386 | 151.280.339 | 247.913.136 | 367.341.511 | 632.494.295 | 1.087.591.952 | 1.386.350.231 | 1.617.006.621 | 1.836.178.748 | 2.078.953.049 | 2.353.826.275 |
| Net Satışlara Oranı | 42,3% | 35,9% | 39,6% | 24,2% | 24,2% | 26,0% | 32,0% | 40,0% | 42,7% | 43,5% | 43,5% | 43,3% | 43,3% | 42,3% | 35,9% | 39,6% | 24,2% | 24,2% | 26,0% | 32,0% | 40,0% | 42,7% | 43,5% | 43,5% | 43,3% | 43,3% |
| Yatırım Harcamaları | -178.114.230 | -266.387.516 | -390.002.503 | -676.104.564 | -1.160.403.287 | -1.426.438.726 | -1.869.140.469 | -2.116.268.127 | -2.396.069.769 | -2.712.865.398 | -3.071.546.188 | -3.277.650.002 | -3.477.650.002 | -178.114.230 | -266.387.516 | -390.002.503 | -676.104.564 | -1.160.403.287 | -1.426.438.726 | -1.869.140.469 | -2.116.268.127 | -2.396.069.769 | -2.712.865.398 | -3.071.546.188 | -3.277.650.002 | -3.477.650.002 |
| Net Satışlara Oranı | 69,8% | 72,7% | 81,9% | 108,1% | 113,9% | 100,9% | 83,4% | 68,8% | 65,1% | 64,5% | 64,2% | 64,0% | 63,7% | 69,8% | 72,7% | 81,9% | 108,1% | 113,9% | 100,9% | 83,4% | 68,8% | 65,1% | 64,5% | 64,2% | 64,0% | 63,7% |
| Amortisman | 1.712.527 | 257.483 | 206.464 | 264.245 | 189.744 | 206.176 | 224.269 | 244.189 | 266.121 | 290.268 | 316.854 | 346.125 | 368.352 | 1.712.527 | 257.483 | 206.464 | 264.245 | 189.744 | 206.176 | 224.269 | 244.189 | 266.121 | 290.268 | 316.854 | 346.125 | 368.352 |
| Net Satışlara Oranı | 0,7% | 0,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,7% | 0,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Net İşletme Sermayesi Değişimi | 36.690.104 | -1.184.302 | 3.272.343 | -3.801.729 | 282.058 | 6.132.517 | 5.213.574 | 5.730.449 | 9.662.100 | 7.357.189 | -25.102.881 | 1.702.515 | 1.984.706 | 36.690.104 | -1.184.302 | 3.272.343 | -3.801.729 | 282.058 | 6.132.517 | 5.213.574 | 5.730.449 | 9.662.100 | 7.357.189 | -25.102.881 | 1.702.515 | 1.984.706 |
| Net Satışlara Oranı | 14,4% | -0,3% | 0,7% | -0,6% | 0,0% | 0,4% | 0,3% | 0,2% | 0,3% | 0,2% | -0,6% | 0,0% | 0,0% | 14,4% | -0,3% | 0,7% | -0,6% | 0,0% | 0,4% | 0,3% | 0,2% | 0,2% | -0,6% | 0,0% | 0,0% | |
| Serbest Nakit Akışı (SNA) | 71.395.932 | 52.138.569 | 23.150.622 | -164.998.351 | -309.289.695 | -251.859.853 | 8.041.336 | 456.222.765 | 699.855.283 | 822.569.818 | 911.795.016 | 1.076.125.401 | 1.227.829.895 | 71.395.932 | 52.138.569 | 23.150.622 | -164.998.351 | -309.289.695 | -251.859.853 | 8.041.336 | 456.222.765 | 699.855.283 | 822.569.818 | 911.795.016 | 1.076.125.401 | 1.227.829.895 |
| SNA Bugünkü Değeri | -138.913.795 | -212.556.896 | -141.290.405 | -138.913.795 | -212.556.896 | -141.290.405 | 3.682.357 | 171.284.609 | 213.547.209 | 204.881.338 | 185.371.192 | 178.599.594 | 166.341.175 | -138.913.795 | -212.556.896 | -141.290.405 | -138.913.795 | -212.556.896 | -141.290.405 | 3.682.357 | 171.284.609 | 213.547.209 | 204.881.338 | 185.371.192 | 178.599.594 | 166.341.175 |

- Net İşletme Sermayesinde stoklar hesaplanmamaktadır. Stoklar, taşıt filosu ile ilgili olduğu için yatırım harcamalarında hesaba katılmaktadır.
- Araç satışlarının maliyeti hesaplaması üç sene önce satın alınan araçların yatırım maliyetleri içerisinde yer aldığından artı değer olarak Serbest Nakit Akışına eklenmiştir.

| | |
|----------------------------------|----------------------|
| Daimi Büyüme Metodu (TL) | |
| Sonsuz Büyüme SNA Değeri | 1.252.386.493 |
| SNA'nın Bugün Değerleri Toplamı | 630.946.379 |
| + Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri | 827.421.817 |
| Firma Değeri | 1.458.368.197 |
| + Nakit | 175.330.440 |
| - Toplam Finansal Borç | 630.016.430 |
| + Yatırım Amaçlı Gayrimenkul | 65.460.000 |
| Toplam Sermaye Değeri | 1.069.142.211 |
| Hisse Sayısı | 53.000.000 |
| Teorik Hisse Başına Değer | 20,17 |

8. SONUÇ

LDR Turizm A.Ş.'nin değerlemesinde Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi kullanılmış olup, 1.235.658.791 TL sermaye değerine ulaşmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 53.000.000 TL'ye göre halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 23,31 TL'ye karşılık gelmektedir.

| DEĞERLEME SONUCU | | | |
|-------------------|----------------------|---------|------------------------------|
| Değerleme Yöntemi | Özkaynak Değeri (TL) | Ağırlık | Ağırlıklı Piyasa Değeri (TL) |
| İNA Analizi | 1.069.142.211 | 50% | 534.571.105 |
| Çarpan Analizi | 1.402.175.372 | 50% | 701.087.686 |
| SONUÇ | | | 1.235.658.791 |

| | |
|---------------------------|-------------|
| Çıkarılmış Sermaye | 53.000.000 |
| Pay Başına Fiyat (TL) | 23,31 |
| Halka Arz İskontosu | 20% |
| Şirket Piyasa Değeri (TL) | 988.450.000 |
| Halka Arz Pay Fiyatı (TL) | 18,65 |

Şirketin %20 halka arz iskontosundan sonra piyasa değeri 988.450.000 TL ve halka arz pay başına değer 18,65 TL olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırım ve ortak satışı yoluyla gerçekleşmesi planlanan halka arzın büyüklüğü 317.050.000 TL, halka açıklık oranı ise %25,76 olacaktır.

Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde mevcut ortakların paylarından toplam halka arz edilen payların %20'sine tekabül eden 3.400.000 TL nominal değerli payın dağıtımına tabi tutulacak toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır. Ek satışın gerçekleşmesi halinde toplam 20.400.000 TL nominal değerli 20.400.000 adet payın halka arzı gerçekleşecektir. Bu durumda halka arzın büyüklüğü 380.460.000 TL, halka açıklık oranı ise %30,91 olacaktır.

18.03.2022

TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Ethem Umut BEYTORUN
Kurumsal Finansman Müdürü

Emir Münir SARPYENER
Genel Müdür

EK 1: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**SERMAYE PİYASASI KURULU****Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığına**

Eskişehir Yolu 8.Km No.156 06530 Ankara

18.03.2022**Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 18.03.2022 tarihli LDR Turizm A.Ş. Fiyat Tespit raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksilik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ**Ethem Umut BEYTORUN**
Kurumsal Finansman Müdürü
Emir Münir SARPYENER
Genel Müdür