

3.2.2. Mali Yapı

3.2.2.1. Mali Yapı Oranları

Şirket'in kaldıraç oranı incelendiğinde 2018 yılından 2020 yılına 7 puanlık bir iyileşme gözlemlenmektedir. 2021 yılı ilk 6 ayında ise 2 puanlık bir artışla kaldıraç oranı %91 olarak hesaplanmıştır. Kaldıraç oranı hesaplanırken dikkate alınan toplam yükümlülüklerde ağırlıklı pay, aşağıda da anlatıldığı üzere kısa vadeli ticari borçlar kaleminde.

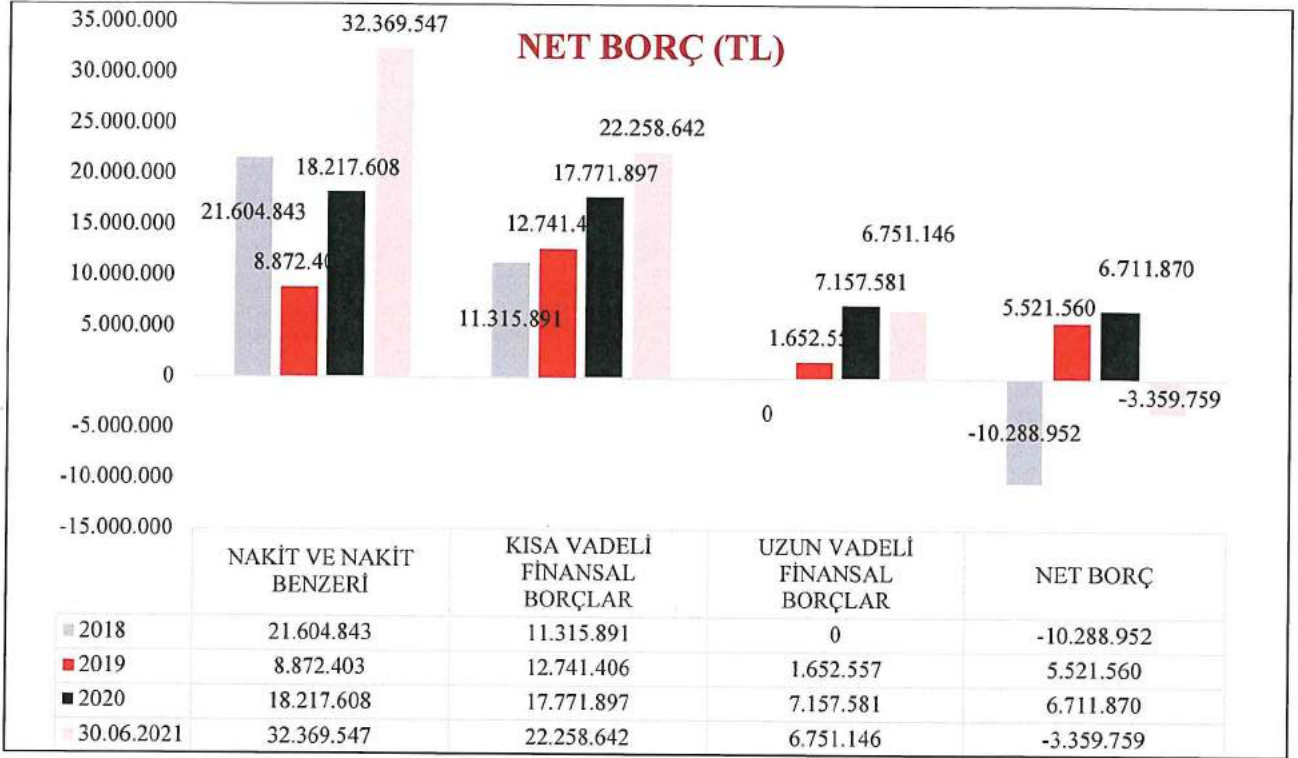
Şirket'in kısa vadeli borçlanmaları ve uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 30 Haziran 2021 itibarıyla sırasıyla 11.315.891 TL, 11.253.515 TL, 17.277.157 TL ve 20.589.030 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu bakiyelerin tamamı banka kredilerinden oluşmaktadır. Banka kredilerinin tamamı ise sabit faizli TL kredilerden meydana gelmektedir. 2020 ve 2021 yıllarında yaşanan banka kredilerindeki artış, tüm dünyayı etkisi altına alan Covid - 19 pandemisi nedeniyle ihtiyatlı davranan Şirket'in likiditesini iyileştirme amaçlı gerçekleştirilmiştir. Şirket'in nakit pozisyonu bu şekilde güçlendirilmiştir.

IFRS 16 standardına göre, Şirket'in kiralama sözleşmelerinden doğan hakları ve yükümlülükleri, varlık ve yükümlülük olarak bilançosunda gösterilmelidir. 2019 yılı itibarıyla Şirket'in kiralama yoluyla edindiği binalar ve araç kiralamaları bu kapsamda sınıflanmıştır. 2020 yılındaki artışın temel sebebi ise PC İletişim ve UP İletişim'in kira sözleşmelerinin uzatılmasından doğan yükümlülüklerdir. 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 30 Haziran 2021 itibarıyla kısa ve uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülük tutarları sırasıyla 3.140.448 TL, 5.739.004 TL ve 6.110.612 TL olarak gerçekleşmiştir.

MALİ YAPI ORANLARI	2018	2019	2020	2020/06
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler / Toplam Aktifler)	96%	95%	89%	91%
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı	92%	82%	82%	74%
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı	4%	13%	7%	17%
Özkaynaklar/Aktif Toplamı	4%	5%	11%	9%
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	25,58x	20,50x	8,21x	10,26x

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.2.2.2. Net Borç



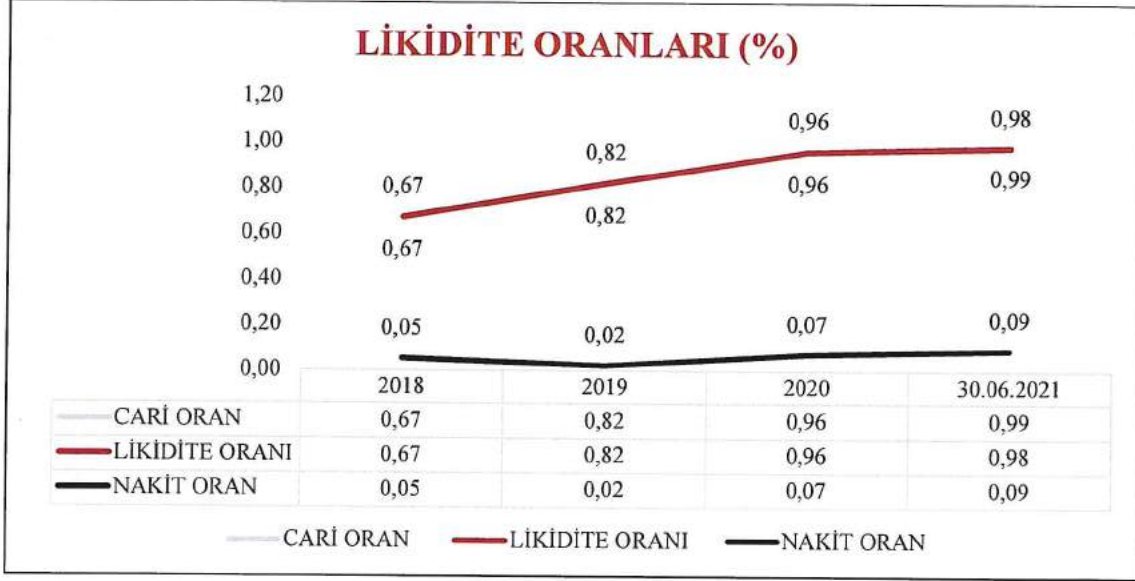
Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in nakit ve nakit benzerleri; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 30 Haziran 2021 itibarıyla sırasıyla 21.604.843 TL, 8.872.403 TL, 18.217.608 TL ve 32.369.547 olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli finansal borçlar sırasıyla 11.315.891 TL, 12.741.406 TL, 17.771.897 TL ve 22.258.642 TL olarak hesaplanmıştır. Uzun vadeli borçlar ise sırasıyla - TL, 1.652.557 TL, 7.157.581 TL ve 6.751.146 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu verilerin ışığında net borç 2021 yılının 6. ayında -3.359.759 TL* olarak hesaplanmıştır.

*Şirket net nakit pozisyonundadır.

**Kısa ve Uzun vadeli finansal borçlar hesaplanırken "Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler" kalemi de finansal borç olarak hesaba katılmıştır (Kısa ve uzun vadeli olmak üzere toplam 6.100.612 TL.)

3.2.3. Likidite Oranları



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

Cari Oran : Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler

Likidite Oranı : (Dönen Varlıklar – Stoklar - Diğer Dönen varlıklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler

Nakit Oran : Nakit ve Nakit Benzerleri / Kısa Vadeli Yükümlülükler

2018 – 2021 1. Yarı dönemleri incelendiğinde Şirket'in cari oran ve nakit oranlarının artış eğiliminde olduğu gözlenmektedir, bu artış Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama konusunda daha güçlü bir yapıya ulaştığını göstermektedir. Şirket, likidite oranını da analiz dönemi boyunca artırmayı başarmıştır. 2018 yılında 0,67, 2019 yılında 0,82, 2020 yılında artarak 0,96 ve 30.06.2021 tarihinde 0,98 olarak gerçekleşmiştir.

3.2.4. İşletme Sermayesi

Şirket'in 2018 - 2020 dönemlerinde devir sürelerinin dalgalanma gösterdiği görülürken, ortalama tahsilat sürelerine bakıldığı zaman, 2020 yılında Covid - 19 sürecinden dolayı yükseliş gözlenmektedir. 2021 yılında bir önceki yılın sonuna kıyasla düşüş gözlenmekte ve 2019 yılı sürelerine dönmektedir.

Ortalama borç ödeme süreleri incelendiğinde ise 2019 yılından itibaren düşüş gözlenmektedir. Şirket faaliyetlerinin doğası gereği elde ettiği tahsilatlara göre ticari borçlarını çok daha uzun vadede ödemektedir.

DEVİR HIZLARI*				
Gün	2018	2019	2020	2020/06
Ortalama Tahsilat Süresi	105	134	144	131
Ortalama Stok Tutma Süresi	10	12	29	20
Ortalama Borç Ödeme Süresi	180	192	184	168

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

* Ortalama tahsilat, stok ve borç ödeme süreleri hesaplanırken, Maya Medya satın alımının etkilerinin de hesaba katılabilmesi için 2018, 2019 ve 2020 yılları için hazırlanan Bağımsız Denetimden Geçmemiş Proforma Finansal Tablolar kullanılmıştır.

4. Değerleme

4.1. Değerleme Yöntemleri

PC İletişim'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen iki temel değerlendirme yöntemi kullanılmıştır;

- Pazar Yaklaşımı Kapsamında
 - Piyasa Çarpanları Analizi (FD/FAVÖK) – %40
 - Yurt Dışı Benzer Şirketler
- Gelir Yaklaşımı Kapsamında
 - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) – %60

4.1.1. Piyasa Çarpanları Analizi

Bu yöntemde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin ve bunun yanı sıra ilgili endekslerin değerlendirme çarpanları karşılaştırılarak şirket değeri belirlenmektedir.

Şirket'in çarpan analizi yönteminde kullanılan Firma Değeri/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır:

Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK)*: İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

*PC İletişim çarpan analizi yapılırken yurt içi benzer şirket olarak CEO Event Medya A.Ş. ve Flap Kongre Hizmetleri Otomotiv ve Turizm A.Ş. şirketleri incelenmiş fakat FD/FAVÖK çarpanlarının anlamlı olmaması sebebiyle sadece yurt dışındaki piyasalarda işlem gören şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanı baz alınarak analiz yapılmıştır.

4.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Bu yöntem, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Tahmini nakit akışlarını bugünkü değere indirmek için

kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" (AOSM) kullanılmaktadır. AOSM, Şirket'in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülere, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminin değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

4.2. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

Global Menkul Değerler olarak yapmış olduğumuz değerlendirme çalışmasında aşağıdaki temel veriler ve varsayımlar kullanılmıştır:

- Değerleme çalışmasında Şirket tarafından sağlanan 2018, 2019, 2020 mali yılları bağımsız denetimden geçmemiş konsolide proforma finansal tablolar ve 2018, 2019, 2020 mali yıllarına ve 1 Ocak 2021 – 30 Haziran 2021 ara hesap dönemine ait bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablolar kullanılmıştır,
- Şirket değeri hesaplanırken indirgenmiş nakit akımları analizinde oluşturulan projeksiyonlar Covid – 19'un yarattığı belirsizlikler göz önüne alınarak temkinli bir anlayışla hazırlanmış ve normalleşmenin başlayacağı 2022'den itibaren Şirket'in ortalama yıllık %19 ile büyüyeceği varsayılmış, sonsuz büyüme oranı ise %5,0 kabul edilmiştir. Bunun yanı sıra 2019 yıl sonu konsolide net satışların ancak 2022 yıl sonu finansallarında yakalanabileceği varsayılmıştır,
- 2020 yıl sonu ve 2021 1. yarı FAVÖK marjı sırasıyla %7,2 olarak gerçekleşmesine rağmen 2021 – 2026 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde ortalama FAVÖK marjı %3,8 hesaplanmıştır,
- Şirket değeri hesaplamasında kullanılan çarpan analizinde son 12 ay FAVÖK rakamı kullanılmıştır. 01.07.2020 – 30.06.2021 aralığında Şirket'in yarattığı FAVÖK 54.58 mn TL olarak hesaplanmıştır,
- Önceki dönemlerde İlbak Holding tarafından PC İletişim'e yansıtılan genel yönetim giderleri ile ilgili İlbak Holding 15.03.2021 tarihinde yönetim kurulu kararı almıştır. Bu karar kapsamında Şirket'e ya da bağlı ortaklık veya iştiraklerine 2020 yılından başlamak üzere önümüzdeki dönemlerde herhangi bir gider yansıtılmayacaktır. Bu kararın uygulandığı 2020 1. yarı, 2020 yıl sonu ve 2021 1. yarı dönemlerinde işletme giderlerinin net satışlara oranı ortalama %2,3 olarak gerçekleşmesine rağmen 2021 – 2026 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde bu oran temkinli olmak adına %5,0 olarak hesaplanmıştır,

- Şirket'in hem piyasa çarpanları analizinde kullanılan benzer şirket FD/FAVÖK çarpanları hem de indirgenmiş nakit akımları analizinde kullanılan risksiz faiz oranı 02.09.2021 tarihinde güncellenmiş ve hesaplamalar bu tarihteki değerlere göre yapılmıştır.

4.3. Çarpan Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri

FD/FAVÖK – Söz konusu çarpan, şirketin operasyonel karlılığını, diğer muhasebe ve finansal faktörleri dışarıda bırakarak, nakit akışını yansıtan FAVÖK kalemini baz alması nedeniyle en çok kullanılan değerlendirme yöntemlerinden biridir. Operasyonel karlılığı ve nakit akışlarını ön plana almasından dolayı benzer şirketler ile karşılaştırmayı olumsuz etkileyebilecek unsurlardan arınmış olan FAVÖK rakamının çalışmada karşılaştırma açısından daha uygun bir ölçüt olduğu öngörülmüş ve FD/FAVÖK çarpanı çarpan analizinde kullanılmıştır.

Yurt içi benzer şirket analizi - Yurt içinde Borsa İstanbul'da işlem gören, ana faaliyet konusu medya hizmetleri, reklamcılık, dijital medya planlama ve satın alma olan bir şirket bulunmamaktadır. PC İletişim şirketine bazı faaliyet alanları benzer olan CEO Event Medya A.Ş. ve Flap Kongre Hizmetleri Otomotiv ve Turizm A.Ş. analize dahil edilmesi düşünülmüş fakat FD/FAVÖK çarpanlarının anlamlı olmaması sebebiyle analizden çıkarılmıştır. Bu nedenden dolayı PC İletişim değerlemesi yapılırken yurt içi benzer şirket analizi kullanılmamıştır.

Yurt dışı benzer şirket analizi - Yurt dışı çarpan analizinde kullanılan uluslararası benzer şirketlerin bilgileri ve FD/FAVÖK çarpanları "Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları" tablosunda yer almaktadır. Yurt dışı benzer şirket çarpanları tablosu hazırlanırken hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerden PC İletişim'in faaliyet alanlarına uygun şirketler seçilmiş ve değerlemeye dahil edilmiştir.

FD/FAVÖK çarpanına göre hesaplanan piyasa değeri şu şekildedir:

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları			
Şirketler	Menşei	Açıklama	FD/FAVÖK
Ad Pepper	Almanya	Şirket, Avrupa'da dijital kanallar üzerinden reklam ve pazarlama alanında faaliyet göstermektedir.	17,58x
Hypebeast	Çin	Şirket; dijital medya, e-ticaret ve yaratıcı ajans hizmetleri sunmaktadır.	16,17x
M&C Saatchi	İngiltere	M&C Saatchi Group, Mayıs 1995'te kurulan ve CEO Moray MacLennan tarafından yönetilen uluslararası bir iletişim, medya şirkettir.	7,70x

Cheil Worldwide	Güney Kore	1973 yılında kurulan şirket Samsung Grup altında reklamcılık, halkla ilişkiler ve dijital pazarlama alanlarında faaliyet göstermektedir.	8,03x
Echo Marketing	Hollanda	2008 yılında kurulan şirket Google reklamları konusunda uzmanlaşmış olup bu alanda hizmet vermektedir.	13,69x
Incross	Güney Kore	Dijital medya ve reklamcılık servisi hizmetleri veren Şirket IPTV alanında da faaliyet göstermektedir.	18,38x
Mediacap	Polonya	Medya alanında hizmet veren holding, sosyal medya kanaat önderi pazarlaması alanında faaliyet göstermektedir.	6,57x
Nasmedia	Güney Kore	Şirket Güney Kore'nin en büyük mobil performans pazarlama ajansıdır.	5,87x
Omnicom	Amerika Birleşik Devletleri	Şirket 100'den fazla ülkede marka ve reklam hizmetleri sunmaktadır.	7,89x
Plan B	Tayland	Plan B bir reklam şirkettir. Şirket, otobüs gövdesi ve içi, gold sahası, geniş formatlı ekran, dijital reklam panoları gibi ev dışı medya reklam formatlarında uzmanlaşmıştır.	10,99x
Publicis Media	Fransa	Fransa merkezli bir iletişim şirkettir. Grup; yaratıcı iletişim, dijital dönüşüm, yatırım, strateji, analitik, veri ve teknoloji, ticaret performans pazarlaması, sağlık alanlarında çözümler sunar.	8,03x

InterPublic Group	Amerika Birleşik Devletleri	Medya planlama, pazarlama, halka ilişkiler, yetenek temsili gibi alanlarda faaliyet göstermektedir.	12,77x
WPP PLC	İngiltere	Birleşik Krallık merkezli bir reklamcılık ve halkla ilişkiler şirkettir. Şirket, 1985 yılında kurulmuştur. Şirketin merkezi Londra'da, yürütme ofisi ise Dublin'de yer almaktadır.	12,82x
Soldout*	Japonya	Şirket internet reklamcılığı alanında faaliyet göstermektedir.	38,32x
The Pebble Group*	İngiltere	Manchester merkezli şirket kurumsal reklamcılık, iletişim ve medya hizmetleri vermektedir.	27,06x
Emnet Japan*	Japonya	Genel merkezi Japonya'da bulunan şirket reklamcılık ve medya analizi hizmetleri vermektedir.	26,32x
VGI Public*	Tayland	Şirket dijital pazarlama, reklamcılık ve ajans hizmetleri alanlarında faaliyet göstermektedir.	42,32x
Fluent*	Amerika Birleşik Devletleri	2001 yılında faaliyetlerine başlayan şirket veri temelli reklamcılık alanında hizmet vermektedir.	20,68x

Kaynak: Bloomberg Terminal

*The Pebble Group, Soldout, Emnet Japan, VGI Public ve Fluent şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanları uç değer olarak değerlendirilmiş ve analize dahil edilmemiştir.

Bu veriler doğrultusunda toplam 13 şirketin FD/FAVÖK çarpanları değerlemeye katılmış ve medyan değeri dikkate alınmıştır. Değerlemeye katılan 13 yurt dışı benzer şirketin medyanı 10,99x bulunmuş ve PC İletişim'in piyasa değerinin bulunmasında kullanılmıştır.

Yurt dışı benzer şirketler 12 aylık ortalama FD/FAVÖK çarpanı medyanı ve PC İletişim'in son 12 ay FAVÖK gerçekleştirmelerine göre firma değeri 599,78 milyon TL olarak hesaplanmış,

Şirket'in net nakit (3,36 mn TL) rakamı eklenerek **603,14 milyon TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Çarpan analizi sonucunda PC İletişim'in 35,05 milyon TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer **17,21 TL**'dir.

SON 12 AY FAVÖK DEĞERİNİN BELİRLENMESİ	
FAVÖK (milyon TL)	
2020 1. Yarı FAVÖK	9,42
2020 Yıl Sonu FAVÖK	37,61
2021 1. Yarı FAVÖK	26,39
Son 12 Ay FAVÖK	54,58

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları, Global Menkul Değerler

FD/FAVÖK ÇARPANINA GÖRE PİYASA DEĞERİNİN BELİRLENMESİ	
FD/FAVÖK Çarpanı	
Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı	10,99x
PC İletişim Son 12 Ay (1. Y-2021) FAVÖK (mn TL)	54,58
Firma Değeri (mn TL)	599,78
2021 1. Yarı İtibarıyla Net Nakit (mn TL)	3,36
Özsermaye Değeri (mn TL)	603,14
Ödenmiş Sermaye (30.06.2021) (mn TL)	35,05
Pay Başına Değer (TL)	17,21

Kaynak: Bloomberg, Şirket Bağımsız Denetim Raporları, Global Menkul Değerler

4.4. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemine Göre Şirket Değeri

4.4.1. Varsayımlar

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında kullanılan varsayımlar, Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş finansal verilerini ve gelecek yıllara ilişkin beklentilerini yansıtabilecek şekilde oluşturulmuştur. İNA modelinde kullanılan varsayımlara ve öngörülere ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.

4.4.1.1. Satış Projeksiyonları:

Şirket'in gelirlerini, hizmet vermekte olduğu markaların gerçekleştirdikleri medya yatırımları oluşturmaktadır. Şirket; bu medya yatırımların mecralarda yönetiminden, planlamasından, rezervasyonundan ve satın almasından sorumludur. Şirket gelirleri bu mecralarda yapılan yatırımların büyüklükleri ve taraflar ile yapılan ticari anlaşmaların şartları doğrultusunda şekillenmektedir.

Bu doğrultuda gelir kalemlerine ilişkin öngörüler aşağıda açıklanmaktadır:

A. Makro Öngörüler:

Pazar Büyümesi – Enflasyon Etkisi

- Pazarın medya enflasyonu doğrultusunda büyümeye devam edeceği beklenmektedir. 2020 yılında pazarda oluşan sıra dışı şartlar ve dış faktörlerin etkisine karşın pazar %18 büyüme kaydetmiştir. 2021'in ilk 6 ay gerçekleşmesinde bu büyümenin %30 ve üstü oranında olacağı tahmin edilmektedir, yıl sonu gerçekleşen büyümenin de %20 ve üstü civarında gerçekleşmesi beklenmektedir. Takip eden yıllarda pazar büyümesinin TÜFE'deki düşüş beklentisine paralel olarak azalan oranlarda gerçekleşeceği öngörülerek temkinli bir yaklaşım sergilenmiş ve 2022 yılından itibaren PC İletişim tarafında sırasıyla %15, %13, %11, %10 ve %9 oranında büyüme öngörülmüştür.
- Maya Medya'nın büyüme etkisine katkısı projeksiyonlara dahil edildiğinde toplam büyüme etkisinin 2021 yılı itibarıyla sırasıyla %17, %16, %14, %11, %10 ve %9 şeklinde olacağı tahmin edilmiştir.

Yeni İş Kazanımı Etkisi

- Şirket, kuruluşundan bugüne geçen 10 yılda hasılatını büyütürken yeni iş kazanımlarının hasılatına katkısını da kuruluş yılı hariç bakıldığında ortalama %14,2 seviyesinde tutmayı başarmıştır. Tek seferde alınan çok büyük ve yine tek seferlik fırsatlar ile kazanılan ihale kazanımları dışarıda bırakıldığında bu oranın ortalamada %8,6 olarak gerçekleştiği hesaplanmaktadır. 2021 yıl sonu itibari ile yılın geri kalanında yeni iş kazanımı olmayacağı varsayılarak halihazırda kazanılmış yeni işlerin gerçekleşmesinin öngörülen hasılatına oranı %13,8 olarak hesaplanmaktadır. Her ne kadar gerçekleşmesi durumunda halka arzın yeni iş kazanımına pozitif katkısı olacağı düşünülse de yine temkinli bir öngörü ile yeni iş kazanım payının 2022'de %10 oranında olacağı varsayılmıştır. İlerleyen yıllarda benzer büyüklükteki yeni iş kazanımlarının toplam hasılat içindeki payının oransal olarak düşeceği öngörülmüş ve 2023 itibarıyla sırasıyla %9, %8, %7 ve %6 oranında hesaplanmıştır.
- Maya Medya'nın da projeksiyonlara dahil edilmesi ile toplam yeni iş kazanımı etkisinin %21, %12, %10, %9, %8 ve %6 olacağı tahmin edilmiştir. 2021 yılı için Maya Medya projeksiyonlarında yılın geri kalanında yeni iş kazanımı olmayacağı varsayılmıştır. 2021 yılındaki artış baz yılı olan 2020 yılının Covid – 19 nedeniyle nispeten zayıf bir yıl olmasından kaynaklanmaktadır.

Kayıp Etkisi

- Şirket'in kuruluşundan bugüne geçtiğimiz 10 yıl içinde hizmet vermekte olduğu müşteri portföyü içinde çok önemli kayıpları bulunmamaktadır. Son 3 yıl içinde 2018'de yaklaşık %12'lik kayba sebep olan bir iletişim markası 2019 yılında ise %2 oranında kayba sebep olan tekstil ve bir sağlık firması bulunmaktadır. 2020 yılında Şirket'in portföyünde hizmet verdiği markalardan herhangi biri kaybedilmemiştir. 2021 yılında da bu rapor tarihi itibarıyla herhangi bir kayıp gerçekleşmemiştir. Bu tarihçe doğrultusunda gerçekçi

bir öngörü hazırlayabilmek adına yine de Şirket tahminlerinde 2022 yılı itibari ile %5'lik bir kayıp öngörüsünde bulunmuştur. Yıllar içinde yine artan hasıllara oransal olarak benzer net değerlerde yarımşar puanlık azalmalar ile kayıp öngörülerini gerçekleştirmiş olup 2026'da %3 seviyelerinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.

- Maya Medya'nın kayıp etkisi dikkate alındığında 2021 yılı itibarıyla toplam kayıp etkisinin sırasıyla %3, %5, %4, %4, %3 ve %3 şeklinde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

B. Mecra Öngörülerini – Gelirleri:

Mecra gelir kırılımları Maya Medya dahil olarak ele alınmıştır. Yönetim kontrolü olması sebebiyle Maya Medya finansal tablolarda %100 konsolide gösterilmesine rağmen projeksiyonlarda Maya Medya gelirlerinin %50'si değerlemeye katılmıştır. Geçmişe dönük tutar ve oranlar da yapılan projeksiyonların karşılaştırılabilir olması için Maya Medya'nın %50 katkısı düşünülerek verilmiştir.

Televizyon Gelirleri:

- Covid - 19 döneminde yaşanan şartların normalleşmeye başlaması ile pazarın televizyona olan talebi hızla artmıştır. Pazar genelinde TV medya yatırımları büyümesinin 2021 ilk 6 ayı toplamında %60 seviyesinde gerçekleştiği düşünülmektedir. PC İletişim şirketlerinde (Maya Medya dahil) 2020 tüm yıl TV yayın gelirleri gerçekleşeni 177 milyon TL seviyesindeyken 2021 yılında ilk 6 ay toplamında 2020 yıllık değer aşılmış ve 200 milyon TL seviyelerine ulaşmıştır. Bu bağlamda yıl sonunun ilk 6 ay trendine paralel olarak öngörülmesi ve kazanılmış yeni işlerin de katkısıyla 366 milyon TL seviyelerinde son bulacağı tahmin edilmektedir. Bu doğrultuda 2020 mecra gelirleri içinde %52 olan TV gelirleri payının 2021 yılında %60 civarlarında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Önümüzdeki yıllarda pazarda lider mecralardan biri konumunda bulunan TV'nin net değerlerde büyümesine devam edeceği beklenirken, Şirket hasıllarında beklenen büyümeler ile payının mecra gelirleri içinde 2022 yılında %58 ve devam eden yıllarda %56 seviyelerinde gerçekleşeceği beklenmektedir.

Radio Gelirleri:

- Radio kanallarında Covid - 19 etkisi ile 2020'nin ilk yarısında yaşanan daralma etkisinin ortadan kalkması ile bu mecra 2021'in ilk yarısında normalleşme dönemi ile büyüyerek tekrar 2019 seviyelerine ulaşmıştır. Radio yayın gelirleri 2020 yılında 57 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2021 yılının ilk yarısında 36 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu bağlamda yıl sonunun ilk 6 ay trendine paralel olarak öngörülmüş olup, kazanılmış yeni işlerin de katkısıyla 78 milyon TL seviyelerinde son bulacağı tahmin edilmektedir. 2020 mecra gelirleri içinde radyo mecrası daralarak %17'lik paya sahip olurken, 2021 yılında bu payın özellikle TV mecrasındaki pay artışına bağlı olarak %13 seviyesine gerileyeceği beklenmektedir. 2023 ve sonrasında pazar trendine benzer hareket etmesi beklenen radyo yatırımlarının mecra gelirleri içindeki payının %12 - %13 seviyelerinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Açık hava Gelirleri:

- Açık hava kanallarında Covid - 19 etkisi ile 2020'nin ilk yarısında yaşanan daralma etkisinin ortadan kalkması ile bu mecra 2021'in ilk yarısında normalleşme dönemi ile büyüyerek tekrar 2019 seviyelerine çıkmıştır. Açık hava yayın gelirleri 2020 yıl sonunda 11 milyon TL, 2021 yılının ilk yarısında ise aynı seviyeyi yakalayarak 11 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu bağlamda yıl sonunun ilk 6 ay trendine paralel olarak öngörülmüş olup, kazanılmış yeni işlerin de katkısıyla 20 milyon TL seviyelerinde son bulacağı tahmin edilmektedir. 2020 mecra gelirleri içinde açık hava mecrası daralarak %2,7'lik paya sahip olurken, 2021 yılında bu payın TV mecrasında beklenen pay artışına karşın açık hava mecra gelirlerindeki normalleşme ve artışın etkisi ile %3,3 seviyelerine çıkacağı beklenmektedir. 2023 ve sonrasında pazar trendine benzer hareket etmesi beklenen açık hava yatırımlarının mecra gelirleri içindeki payının %3,0 seviyelerinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Basın Gelirleri:

- Basın kanallarında Covid - 19 etkisi ile 2020'nin ilk yarısında yaşanan daralma etkisinin ortadan kalkması ile bu mecra 2021 ilk yarısında normalleşme dönemine girmiştir. Basın yatırımları 2020 yıl sonunda 7,3 milyon TL ve 2021 yılının ilk yarısında 4,4 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu bağlamda yıl sonunun ilk 6 ay trendine paralel olarak öngörülmüş olup, kazanılmış yeni işlerin de katkısıyla 7,4 milyon TL seviyelerinde son bulacağı tahmin edilmektedir. 2020 mecra gelirleri içinde basın mecrası daralarak %1,9'luk paya sahip olurken, 2021 yılında bu payın TV kanalındaki pay artışına bağlı olarak %1,2 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Pazarda da daralan bir mecra konumunda bulunan basının yıllar içinde net değer artışının Şirket'in mecra gelirleri hasılat artışına oranla çok geride kalacağı tahmin edilerek 2022 ve sonrasında mecra gelirleri içindeki payının %0,9 seviyelerinden 2026 sonunda %0,6 seviyelerine kademeli olarak gerileyeceği öngörülmektedir.

Sinema Gelirleri:

- Sinema mecrası Covid - 19 etkisi ile 2020'nin Nisan ayından beri sinemaların kapalı olması sebebiyle henüz normalleşme etkisini görememiştir. 2021 yılının ikinci yarısı ile pazarda bu mecraya yatırımların başlaması beklense de çalışılan öngörü doğrultusunda mevcut müşteri portföyünde bu mecrada yatırıma yönlendirilecek markaların 2022 yılını ve gidişatı beklemesi gerekliliği öngörülerek, tedbirli bir yaklaşım sergilenmiş ve 2021 yılı mecra gelir payına dahil edilmemiştir. 2022 itibari ile 2,4 milyon TL'lik gelir öngörülmekte olup bu tutar 2019 yılında gerçekleşmesinin altında tahmin edilmektedir. Öngörüde mecrada normalleşmenin pazar şartlarına bağlı olarak yavaş gerçekleşeceği güvenli yaklaşımı tercih edilmiştir. 2022 itibari ile artan mecra gelirleri içindeki payının %0,3 olarak gerçekleşeceği öngörülmürken, normalleşme ve mecranın büyüme potansiyel etkisi 2023 ve sonrasında mecra gelirleri içindeki payının %0,4 seviyelerine sabitleneceği öngörülmektedir.

İnternet yayın gelirleri:

- 2020'nin ilk yarısında Covid - 19'dan negatif etkilenmeyen, hatta genel pazarda pozitif etkilenen mecralardan biri olan internet mecrası, doğal büyüme trendine uygun bir şekilde 2021'in ilk yarısında da büyümesine devam etmiştir. Şirket portföyünde bulunan turizm sektöründe faaliyet gösteren markalar internet yatırımlarını daraltmalarına rağmen internet yayın gelirleri; 2020 yıl sonunda 136 milyon TL ve 2021'in ilk 6 ayında 59 milyon TL olarak gerçekleşmiş olup, yıl sonunda 144 milyon TL olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Mevcut öngörünün mecra gelirleri içindeki payının yaklaşık %23 seviyelerinde gerçekleşeceği düşünülmektedir. Pazarda da en hızlı büyüyen mecra konumunda olan internet gelirlerinin bu bağlamda Şirket'in tahmin edilen hasılat artışlarının üstünde oranlarda büyüceği öngörülerek 2022 payının yaklaşık %25 seviyelerine çıkacağı, 2023 ve sonraki yıllardaki payının ise %27 - %28 seviyelerinde seyredeceği tahmin edilmektedir.

C. Yurt Dışı Yayın Gelirleri:

- Şirket'in mevcut müşteri profili doğrultusunda yurt dışı pazarlarda büyük yerel reklam verenlerin medya planlama ve satın alma bütçelerini yönetiyor olması döviz bazlı gelirler elde edebilme olanakları sağladığından karlılık adına avantajlar barındırmakta ve Türk Lirası'nda meydana gelebilecek dalgalanmalara karşı da daha sağlam durulmasına olanak sağlamaktadır. 31 Aralık 2020 itibarıyla proforma finansal tablolara göre Şirket'in hasılatının %27'sini yurt dışı pazar gelirleri oluşturmaktadır. 30 Haziran 2021 itibarıyla Şirket'in hasılatının %5,6'sını yurt dışı pazar gelirleri oluşturmaktadır. Yurt dışı pazarları, Türkiye'den yurt dışında medya planlaması ve satın alma yatırımı yapan markaların yaptıkları medya bütçesini temsil etmekte olup hem yatırım hem de kazanç döviz bazlı gerçekleşmektedir. 2021 yılının ilk 6 ayında yurt dışı medya yatırımı yapan en önemli sektörlerden olan seyahat sektörü yatırımlarının, uluslararası seyahat sektöründe oluşan değişiklikler sebebiyle daralması ile yurt dışı pazar paylarında düşüş gerçekleşmiştir. Uluslararası seyahat sektöründe gelecek dönemde beklenen normalleşme ile yurt dışı pazar yatırımlarının eski seviyelerine ulaşacağı tahmin edilmektedir. 2020 yılında yurt dışı yayın gelirlerindeki düşüşe rağmen toplam hasılat içindeki payı 166 milyon TL ile %27 olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında gerçekleşecek oranın artan hasılat içinde 84 milyon TL ile %11 seviyelerinde geçmiş yıllarda gerçekleşen seviyelerin çok altında biteceği öngörülmektedir. 2022 ile beklenen toparlanma dönemi yine temkinli olarak değerlendirilmiş olup 210 milyon TL ile yine 2018 ve 2019 yılları gerçekleştirmeleri olan 345 ve 372 milyon TL seviyelerinin altında gerçekleşeceği öngörülerek, Şirket'in toplam hasılatının %19'unu oluşturacağı varsayılmıştır. 2023 yılı itibari ile tamamıyla eski yatırım seviyelerine ulaşacağı tahmin edilirken sırasıyla 337 milyon TL, 2024'te 354 milyon TL, 2025'te 372 milyon TL ve 2026'da 390 milyon TL seviyesine ulaşacağı tahmin edilmektedir. Yurt dışı yayın gelirlerinin Şirket'in toplam hasılat içindeki paylarının ise 2023'teki tam normalleşme ile %25'e yaklaşacağı, ilerleyen yıllarda toplam hasılat değişimine bağlı olarak 2026 itibari ile %21'e kadar

gerileyeceği tahmin edilmektedir. Yurt dışı yayın gelirleri döviz bazlı gerçekleşmekte olup yapılan tahminlerde 5 yıl içinde döviz kuru artışı gerçekçi bir ekonomik yaklaşım senaryosu ile %38 olarak alınmıştır. Kurlardaki beklenenin üzerinde artış olması yurt dışı yayın gelirlerinin ve toplam hasılatın daha çok artış göstermesine sebep olabilir.

D. Mecra ve Yurt Dışı Yayın Dışı Gelirler:

Hacim Komisyon Gelirleri:

- Toplam hasılat içinde hacim komisyon gelirlerini müşteriler ve mecralar ile yapılan ticari anlaşmaların kapsamı oluşturmaktadır. Yıldan yıla portföy içinde yatırımda bulunan markaların hacim ve mecra karması değişikliği ile hacim komisyon gelirleri değişim gösterebilmektedir. Yurt dışı ve yurt içi müşteri ve mecra bazlı alınan hacim komisyon gelirleri farklılık göstermektedir. Dolayısıyla toplam hasılat içinde gerçekleşen yurt dışı ve içi yayın gelirlerinin dağılımının hacim komisyon gelirleri üzerinde doğrudan etkisi bulunmaktadır. Yurt dışı çevrimdışı mecralar için geçmiş yıllarda %3,54 olarak hesaplanan hacim komisyon gelirleri öngöründe yıllar bazında %3,50 olarak sabit tutulmuştur. Çevrimiçi mecraların hacim komisyon hesabında yurt içi ve yurt dışı ayrımı bulunmamaktadır. Bu bağlamda bütün çevrimiçi hacim komisyon gelir oranları yurt içi hacim komisyon gelirleri kapsamında değerlendirilmiştir. Bu doğrultuda hacim komisyon gelirlerinin toplam hasılatı oranları 2021'den 2026'ya sırasıyla %9, %9, %8, %8, %8 ve %8 olarak gerçekleşmektedir.

Ajans komisyon Gelirleri:

- Ajans komisyon gelirleri portföyde bulunan müşteriler ile yapılan ticari anlaşmaların kapsamı doğrultusunda gerçekleşmekte olup verilen hizmet karşılığı müşteri özelinde yayın gelirleri üzerinden alınan gelir kalemini temsil etmektedir. Portföyde bulunan müşteriler ile verilen hizmet doğrultusunda farklı oranlarda komisyon geliri veya sabit hizmet bedelleri talep edilebilir. Bu doğrultuda mevcut portföyün ajans komisyon gelirlerinin toplam mecra gelirlerine oranı %0,5 oranında hesaplanmakta olup yıllar içinde kayda değer bir değişim göstermeyeceği beklenmektedir ve bu sebeple öngörülerde tüm yıllar bu oran üzerinden hesaplanarak değişen mecra gelirleri doğrultusunda net tutarda farklılık göstermektedir. 2021 yılından itibaren toplam hasılatı oranının %0,5 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Sabit Hizmet Gelirleri:

- Sabit Hizmet Gelirleri portföyde bulunan müşteriler ile yapılan ticari anlaşmaların kapsamı doğrultusunda gerçekleşmekte olup verilen hizmet karşılığı müşteri özelinde anlaşılan belirli bir sabit aylık veya yıllık tutara dayanmaktadır. Portföyde bulunan müşteriler ile verilen hizmet doğrultusunda farklı oranlarda komisyon geliri veya sabit hizmet bedelleri talep edilebilir. Sabit hizmet bedeli ile çalışılan müşteriler genellikle dönemsel yayından çok sürekli yayın ihtiyacı bulunan ve bu sebeple devamlı hizmet beklentisinde olan müşterilerden oluşmaktadır. Bu doğrultuda mevcut portföyün sabit

hizmet gelirlerinin toplam mecra gelirlerine oranı %0,1 oranında hesaplanmakta olup yıllar içinde kayda değer bir değişim göstermeyeceği beklenmektedir ve bu sebeple öngörülerde tüm yıllar bu oran üzerinden hesaplanarak değişen mecra gelirleri doğrultusunda net tutarda farklılık göstermektedir. 2021 yılından itibaren toplam hasılat oranının %0,1 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Diğer Gelirler

- Şirket'in diğer gelirleri teknolojik yayın raporlamaları ve ölçümleme ile çeşitli dijital yaratıcı işlerden gelmektedir. 2020 yılında hasılatı oranı %0,1 ile 621 bin TL olarak gerçekleşen gelirler, 2021'in ilk yarısında ajans portföyünde bu yönde hizmet alan müşterilerin artması ile %0,4 olarak gerçekleşmiştir. 2021 yıl sonunda bu oranın bu hizmet ve servislerden faydalanan müşterilerin gerçekleştireceği dijital kampanyaların ağırlıkları ve ihtiyaçları doğrultusunda %0,5 olarak 3,9 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. İlerleyen yıllarda bu oranın toplam hasılat içinde %0,4 seviyesinde sabit kalacağı varsayılarak tahminde bulunulmuş ve artan hasılatı bağı olarak hesaplanarak gelir olarak öngörülmüştür.

İçerik Anlaşma Gelirleri

- Şirket; reklamcılık ve medya alanlarının önemli gelir kalemlerinden biri olan içerik üretimi için prodüksiyon yapılması, içeriklerin alınması ve satılması, çeşitli içerik iş birliklerinde bulunulması ile gelirlerini artırmayı hedeflemektedir. Bu ve benzeri hizmetlerin Şirket'in müşteri portföyüne katma değerli hizmetler olarak pazarlanması ile gelirlerini artırmayı hedeflemektedir. Yine prodüksiyon üreten şirketlerin içeriklerinin ve pazarlama haklarının satın alınması ve satılması ile de yeni gelir modellerinin oluşturulması hedeflenmektedir. Bu sayede PC İletişim şirketleri için katma değerli prodüksiyon hizmetlerinin mevcut portföy müşterilerine de hızlı ve esnek bir şekilde pazarlanmasının sağlanması hedeflenmektedir. Bu bağlamda 2022'de toplam hasılat payı %0,05 olarak öngörülmüş olup, sonraki yıllar için kademeli olarak artırılarak 2026 yılında %0,14'e ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Erken Ödeme İndirim Geliri

- Şirket önümüzdeki dönemde nakit ihtiyacı yüksek olan mecralara erken ödemeler yapmayı ve piyasa güncel getirilerinin üzerinde erken ödeme gelirleri sağlamayı planlamaktadır. Erken ödeme indirim gelirlerinin 2022 itibarı ile ciddi oranda artacağı öngörülmektedir. Buna bağlı olarak 2022 itibarı ile toplam hasılatı oranları sırasıyla %1,1, %0,9, %0,8, %0,7 ve %0,7 olarak hesaplanmaktadır.

Bu varsayımlara göre oluşan gelir projeksiyonlarının kırılımları aşağıdaki gibidir:

PC İLETİŞİM	2021	2022	2023	2024	2025	2026
TV Yayın Geliri	329.122.089	393.178.870	460.341.438	527.315.090	596.124.025	664.433.728
Radio Yayın Geliri	76.922.925	91.154.298	107.222.385	123.396.667	140.154.551	157.076.531
Açık hava Yayın Geliri	15.578.274	18.230.860	21.444.477	24.679.333	28.030.910	31.415.306
Basın Yayın Geliri	4.804.884	5.469.258	5.718.527	5.758.511	5.606.182	5.759.473
Sinema Yayın Geliri	-	2.430.781	3.574.079	4.113.222	4.671.818	5.235.884
İnternet Yayın Geliri	112.292.542	167.281.251	229.014.991	255.506.622	283.807.438	313.488.766
Yurt Dışı Yayın Geliri	83.971.498	210.150.000	337.500.000	354.375.000	372.093.750	390.698.438
Mecra Toplam	622.692.212	887.895.317	1.164.815.898	1.295.144.446	1.430.488.675	1.568.108.126
Hacim Komisyon Geliri	70.279.092	90.379.051	111.090.408	122.943.535	134.738.698	146.133.035
Ajans Komisyon Geliri	3.265.277	4.655.951	6.108.068	6.791.486	7.501.205	8.222.855
Sabit Hizmet Bedeli	816.690	1.164.517	1.527.711	1.698.643	1.876.154	2.056.648
Diğer Gelirler	2.578.466	3.676.628	4.823.310	5.362.979	5.923.417	6.493.277
İçerik Anlaşma Gelirleri	-	500.000	1.000.000	1.500.000	2.000.000	2.500.000
Erken Ödeme İndirim Geliri	800.000	12.000.000	12.000.000	12.000.000	12.000.000	12.000.000
Gelir Toplam	77.739.525	112.376.147	136.549.498	150.296.643	164.039.474	177.405.815

Genel Toplam	700.431.736	1.000.271.464	1.301.365.395	1.445.441.090	1.594.528.149	1.745.513.941
---------------------	--------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------

Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

MAYA MEDYA	2021	2022	2023	2024	2025	2026
TV Yayın Geliri	74.510.283	98.025.279	84.774.497	90.026.975	92.857.940	98.483.301
Basın Yayın Geliri	5.205.222	3.351.292	3.027.661	3.303.742	3.571.459	3.824.594
Radio Yayın Geliri	2.965.727	5.026.937	4.541.491	4.955.613	5.357.189	5.736.891
Sinema Yayın Geliri	-	-	-	-	-	-
Açık hava Yayın Geliri	8.882.675	10.891.698	10.596.812	12.389.033	14.285.837	16.254.525
İnternet Yayın Geliri	62.493.373	50.269.374	48.442.569	54.511.746	62.500.536	66.930.399
Mecra Toplam	154.057.281	167.564.580	151.383.030	165.187.109	178.572.961	191.229.711
Ajans Komisyon Geliri	645.619	718.088	688.979	730.726	795.051	851.402
Hacim Komisyon Geliri	6.629.461	5.973.186	5.181.124	6.014.439	6.246.832	6.689.589
Diğer Gelirler	2.582.195	2.284.825	2.425.207	2.669.961	2.782.679	2.979.908
Sinema Gelirleri	706.096	489.605	468.506	562.097	709.867	760.181
Gelir Toplam	10.563.371	9.465.705	8.763.817	9.977.223	10.534.429	11.281.080

Genel Toplam	164.620.652	177.030.285	160.146.846	175.164.333	189.107.391	202.510.792
---------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

PC İLETİŞİM + MAYA*	2021	2022	2023	2024	2025	2026
TV Yayın Geliri	366.377.231	442.191.510	502.728.686	572.328.577	642.552.995	713.675.379
Radyo Yayın Geliri	78.405.788	93.667.766	109.493.130	125.874.474	142.833.146	159.944.977
Açık hava Yayın Geliri	20.019.611	23.676.708	26.742.883	30.873.850	35.173.829	39.542.569
Basın Yayın Geliri	7.407.495	7.144.904	7.232.357	7.410.382	7.391.912	7.671.770
Sinema Yayın Geliri	-	2.430.781	3.574.079	4.113.222	4.671.818	5.235.884
İnternet Yayın Geliri	143.539.229	192.415.938	253.236.276	282.762.496	315.057.707	346.953.965
Yurt Dışı Yayın Geliri	83.971.498	210.150.000	337.500.000	354.375.000	372.093.750	390.698.438
Mecra Toplam	699.720.852	971.677.607	1.240.507.412	1.377.738.001	1.519.775.156	1.663.722.982
Hacim Komisyon Geliri	73.593.822	93.365.644	113.680.970	125.950.754	137.862.113	149.477.830
Ajans Komisyon Geliri	3.588.087	5.014.995	6.452.558	7.156.849	7.898.731	8.648.556
Sabit Hizmet Bedeli	816.690	1.164.517	1.527.711	1.698.643	1.876.154	2.056.648
Diğer Gelirler	3.869.563	4.819.041	6.035.914	6.697.960	7.314.757	7.983.231
Sinema Gelirleri	353.048	244.803	234.253	281.049	354.934	380.090
İçerik Anlaşma Gelirleri	-	500.000	1.000.000	1.500.000	2.000.000	2.500.000
Erken Ödeme İndirim Geliri	800.000	12.000.000	12.000.000	12.000.000	12.000.000	12.000.000
Gelir Toplam	83.021.210	116.761.174	140.220.387	154.403.305	168.247.229	183.046.355

Genel Toplam	782.742.062	1.088.786.606	1.381.438.818	1.533.023.256	1.689.081.844	1.846.769.337
---------------------	--------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------

Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

**Yönetim kontrolü olması sebebiyle Maya Medya finansal tablolarında %100 konsolide gösterilmesine rağmen 2021- 2026 yıllarına ait projeksiyonlarda Maya Medya gelirlerinin 50%'si değerlemeye katılmıştır.*

GELİR TABLOSU PROJEKSİYONLARI							
Mn TL	1.Y. 2021	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	364,05	782,74	1.088,79	1.381,44	1.533,02	1.689,08	1.846,77
<i>Yıllık Büyüme Oranı (%)</i>	38,5	24,2	39,1	26,9	11,0	10,2	9,3
Satışların Maliyeti (-)	(334,35)	(711,57)	(979,88)	(1.246,19)	(1.384,13)	(1.526,14)	(1.669,64)
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	91,8	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0
Brüt Kâr	29,70	71,17	108,91	135,25	148,89	162,94	177,13
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	8,2	9,1	10,0	9,8	9,7	9,6	9,6
Faaliyet Giderleri (-)	(9,28)	(39,14)	(54,44)	(69,07)	(76,65)	(84,45)	(92,34)
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	%2,6	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler*	4,87	(7,83)	(10,89)	(13,81)	(15,33)	(16,89)	(18,47)
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	1,30	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Faaliyet Kârı	25,29	24,21	43,58	52,36	56,91	61,59	66,32
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	6,90	3,1	4,0	3,8	3,7	3,6	3,6
Amortisman	1,09	1,48	2,06	2,61	2,90	3,19	3,49
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
FAVÖK	26,39	25,69	45,64	54,98	59,81	64,79	69,82
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	7,2	3,3	4,2	4,0	3,9	3,8	3,8

Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

*Şirket 2021 yılının ilk yarısında esas faaliyetlerden diğer gelirler/giderler kaleminde 4,87 mn TL gelir elde etmiştir. Muhafazakar kalmak ve geçmiş dönemlerle uyumlu olmak adına 2021 yıl sonunda esas faaliyetlerden gider yazılacağı öngörülmüştür.

4.4.1.2. Satışların Maliyeti ve Faaliyet Giderleri:

Satışların maliyeti ağırlıklı olarak satılan hizmet maliyetlerinden oluşmaktadır. 2021 - 2026 yılları gelir tablosu projeksiyonunda satışların maliyeti oranları; Şirket'in son yıllar içindeki faaliyetlerinin, gelecek dönemlere referans olabilecek nitelikte projelerden oluşması ve Şirket'in hedefleri ile de uyumlu olması sebebiyle bu yılların ortalaması alınarak %91 olarak kabul edilmiştir. Bu kabul yapılırken, geçmiş yıllarda gerçekleşen maliyet oranları dikkate alınmıştır.

Faaliyet giderleri, genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. İlbak Holding tarafından yansıtılan faaliyet giderleri alınan yönetim kurulu kararına istinaden 2020 yılı itibari ile yansıtılmamaya başlanmıştır. Hem 2020 yıl sonu, hem de 30.06.2021 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansallar incelendiğinde söz konusu giderlerde ciddi bir düşüş gözlenmektedir. İlbak Holding tarafından alınan karar sonrası %2,5 olan net satışlara oran güvenli tarafta kalabilmek adına 2021 - 2026 projeksiyon döneminde bu oran %5,0 olarak kabul edilmiştir.

Esas faaliyetlerden diğer gelirler/giderler kalemi reeskont faiz gelirleri/giderleri, kur farkı gelir/giderleri ve faiz gelir/giderleri kırılımlarından oluşmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere 2021 yılının ilk altı ayında bu değer geçmiş dönemlerin tersine "gelir (+)" yazmıştır, fakat

ihtiyatlı davranmak adına hem 2021 yıl sonu hem de 2022 – 2026 yıllarında geçmiş dönemlere paralel olarak “gider (-)” olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

SATIŞLARIN MALİYETİ VE FAALİYET GİDERİ TAHMİNLERİ											
MN TL	2018	2019	2020	1.Y. 2020	1.Y. 2021	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Satışların Maliyeti	914,81	942,63	571,25	242,78	334,35	711,57	979,88	1.246,19	1.384,13	1.526,14	1.669,64
<i>Değişim (%)</i>	-	3,6	-38,0	-	37,7	24,2	39,1	26,9	11,0	10,2	9,3
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	93,2	92,7	90,6	92,4	91,8	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0
Faaliyet Giderleri	49,65	55,89	15,04	5,32	9,28	39,14	54,44	69,07	76,65	84,45	92,34
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	5,1	5,5	2,4	2,0	2,6	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	18,54	6,80	5,91	6,17	(4,87)*	7,83	10,89	13,81	15,33	16,89	18,47
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	1,9	0,7	0,9	2,3	-1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları, Global Menkul Değerler

*Şirket 2021 yılının ilk 6 ayında esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler kaleminde 4,87 mn TL gelir elde etmiştir.

FAALİYET GİDERLERİ*	2020	1.Y. 2021
Personel Ücret Giderleri	2.372.175	4.686.899
Amortisman Giderleri	841.790	1.095.867
Danışmanlık Giderleri	480.682	794.599
Pazar Araştırma Giderleri	598.175	919.176
Dışardan Sağlanan Sistem Hizmet Giderleri	197.145	344.837
Kira ve Aidat Gideri	383.003	418.011
Temsil, Ağırlama ve Seyahat Giderleri	38.796	87.719
Diğer Giderler	406.157	936.335
Ana Ortağın Yansıttığı Genel Yönetim Giderleri	-	-
TOPLAM	5.317.922	9.283.443

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

*Daha önceki yıllarda ana ortak İlbak Holding'ten yansıtılan faaliyet giderleri 2020 yılı itibari ile yansıtılmamaya başlamıştır. İlbak Holding aldığı yönetim kurulu kararı doğrultusunda önümüzdeki dönemde de Şirket'e genel yönetim gideri adı altında herhangi bir gider yansıtmayacaktır.

4.4.1.3. İşletme Sermayesi

- İşletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken geçmiş yıllardaki ve son 12 aydaki ortalama alacak tahsil süreleri, ortalama stok devir süreleri ve ticari borç ödeme süreleri dikkate alınmış olup, ilgili gelir tablosu kalemlerine dair tahminler de kullanılarak Şirket'in gelecek dönemlerdeki işletme sermayesi değişimi/ihtiyacı tahmin edilmiştir.
- Ortalama tahsil süreleri 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla 131 gün, 117 gün, 2023 – 2026 yılları arasında ise 105 gün olarak hesaplanmıştır. Pandemi etkisinin azalması ile hem tahsil hem de ticari borç ödeme sürelerinde düşüş olacağı öngörülmüştür.

- Ortalama stok süresinin önümüzdeki 5 yıl boyunca 20 gün seviyelerinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- Ortalama ticari borç devir süreleri 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla 184 gün, 166 gün, 2023 – 2026 yılları arasında ise 152 gün olarak hesaplanmıştır.
- Şirket, sermaye yönetiminde, bir yandan faaliyetlerinin sürekliliğini sağlamaya çalışırken, diğer yandan da borç ve özkaynak dengesini en verimli şekilde kullanarak karını artırmayı hedeflemektedir.

NET İŞLETME SERMAYESİ*						
Mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	782,74	1.088,79	1.381,44	1.533,02	1.689,08	1.846,77
Ticari Alacaklar	279,87	348,41	396,48	439,99	484,78	530,04
<i>Ortalama Tahsilat Süresi</i>	<i>131</i>	<i>117</i>	<i>105</i>	<i>105</i>	<i>105</i>	<i>105</i>
SMM	711,57	979,88	1.246,19	1.384,13	1.526,14	1.669,64
Stoklar**	39,12	53,88	68,52	76,10	83,91	91,80
<i>Ortalama Stok Tutma Süresi</i>	<i>20</i>	<i>20</i>	<i>20</i>	<i>20</i>	<i>20</i>	<i>20</i>
Ticari Borçlar	357,75	445,81	519,25	576,72	635,89	695,68
<i>Ortalama Borç Ödeme Süresi</i>	<i>184</i>	<i>166</i>	<i>152</i>	<i>152</i>	<i>152</i>	<i>152</i>
Net İşletme Sermayesi	-33,69	-35,99	-44,83	-50,24	-55,82	-61,45
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	-19,78	-2,30	-8,84	-5,41	-5,57	-5,63

Kaynak: Global Menkul Değerler

* Ortalama tahsilat, stok ve borç ödeme süreleri hesaplanırken, Maya Medya satın alınmasının etkilerinin de hesaba katılabilmesi için 2018, 2019 ve 2020 yılları için hazırlanan Bağımsız Denetimden Geçmemiş Proforma Finansal Tablolar kullanılmıştır.

** Net işletme sermayesi hesabı yapılırken, "Peşin Ödenmiş Giderler" kalemi stok olarak kabul edilmiştir.

4.4.1.4. Değerleme Parametreleri

İNA yönteminde kullanılan değerlendirme parametreleri aşağıdaki gibidir:

AĞIRLIKLIL ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ (AOSM)	1.Y. 2021
RİSKSİZ GETİRİ ORANI (%)	17,09
BETA	1,00
PİYASA RİSK PRİMİ (%)	6,00
SERMAYE MALİYETİ (%)	23,09
BORÇLANMA MALİYETİ (%)	20,03
VERGİ ORANI (%)	23,00
VERGİ SONRASI BORÇ MALİYETİ (%)	15,43
SERMAYE ORANI (%)	58,8
BORÇ ORANI (%)	41,2
AOSM (%)	19,93

Kaynak: Global Menkul Değerler

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında:

Risksiz faiz oranı:

- Risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvili oranı baz alınmıştır.
- 2021 yılı için 02 Eylül 2021 tarihinde geçerli olan 10 yıllık devlet tahvil getiri oranı olan %17,09 kullanılmıştır.

Risk primi:

- Türkiye'nin risk primi 2021 – 2026 projeksiyon dönemi için %6,0 kabul edilmiştir.

Beta:

- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir dönem için pay getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistiki olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksinin oluşturduğu tüm payların getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da “1,00” olarak hesaplanmaktadır. Pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in payları henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak paya özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında “Beta = 1,00” olarak kabul edilmiştir.

Özkaynak maliyeti:

- Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM - Beklenen Getiri = Risksiz Faiz Oranı + Beta x Risk Primi) kullanılmıştır. Buna göre, özkaynak maliyeti projeksiyon dönemi ve sonsuz büyüme değeri için %23,09 olarak hesaplanmıştır.

Borçlanma maliyeti:

- Şirket'in bağımsız denetimde son açıklanan finansalları üzerinden uzun ve kısa vadeli hem yerli, hem yabancı para; buna ek olarak IFRS düzenlemeleri nedeniyle borç olarak kabul edilen kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler de maliyete eklenmiştir. Bu veriler doğrultusunda Şirket'in vergi öncesi borçlanma maliyeti %20,03 olarak hesaplanmıştır.

Kurumlar vergisi:

- 17 Kasım 2020 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan “Payları Borsa İstanbul Pay Piyasasında ilk defa işlem görmek üzere en az %20 oranında halka arz edilen kurumların (bankalar, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, finansman şirketleri, ödeme ve elektronik para kuruluşları, yetkili döviz müesseseleri, varlık yönetim şirketleri, sermaye piyasası kurumları ile sigorta ve reasürans şirketleri ve emeklilik şirketleri hariç) paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranı 2 puan indirimli olarak uygulanır. İndirimden yararlanan hesap döneminden itibaren beş hesap dönemi içinde pay oranına ilişkin bu fıkrada belirlenen şartın kaybedilmesi hâlinde, indirimli vergi oranı

uygulamasını nedeniyle zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler vergi ziyası cezası uygulanmaksızın gecikme faizi ile birlikte tahsil edilir” denilmektedir. Bu kanuna istinaden kurumlar vergisi, projeksiyon döneminde (2021 – 2024) sırasıyla %23, %21, %18, %18, 2025 ve 2026 yılı buna ek olarak sonsuz değer hesabında ihtiyatlı davranmak adına %20 olarak alınmıştır.

Sonsuz Büyüme Oranı:

- İNA yönteminde sonsuz büyüme oranı %5,0 olarak kullanılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM):

- Yukarıda anlatılan varsayımlar üzerinden değerlendirme yapılmış ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin 2021 - 2026 dönemi için %19,93 (sonsuz değer hesabında da %19,93) olacağı öngörülmüştür.

4.4.1.5. İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yöntemi, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve yukarıda anlatılan birden fazla parametreye bağlı olması nedeniyle, herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Parametrelerin ve buna bağlı olarak projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay değerine ulaşılabilir.

Tüm bu varsayımlar altında aşağıda yer alan serbest nakit akışı projeksiyonları, %5,0 sonsuz büyüme oranı ve sabit AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 30 Haziran 2021 bilanço tarihindeki 3,36 mn TL net nakit eklendiğinde 342,43 milyon TL özsermaye değerine ulaşılmaktadır.

İNA analizi sonucunda, Şirket'in 35,05 milyon TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 9,77 TL'dir.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI						
Mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	782,74	1.088,79	1.381,44	1.533,02	1.689,08	1.846,77
<i>Büyüme (%)</i>	<i>24,2</i>	<i>39,1</i>	<i>26,9</i>	<i>11,0</i>	<i>10,2</i>	<i>9,3</i>
SMM (-)	(711,57)	(979,88)	(1.246,19)	(1.384,13)	(1.526,14)	(1.669,64)
<i>SMM/Net Satışlar (%)</i>	<i>91,0</i>	<i>91,0</i>	<i>91,0</i>	<i>91,0</i>	<i>91,0</i>	<i>91,0</i>
Brüt Kâr	71,17	108,91	135,25	148,89	162,94	177,13
<i>Brüt Kâr Marjı (%)</i>	<i>9,1</i>	<i>10,0</i>	<i>9,8</i>	<i>9,7</i>	<i>9,6</i>	<i>9,6</i>
İşletme Giderleri (-)	(39,14)	(54,44)	(69,07)	(76,65)	(84,45)	(92,34)
<i>İşletme Giderleri/Net Satışlar (%)</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	(7,83)	(10,89)	(13,81)	(15,33)	(16,89)	(18,47)
<i>EFDG/Net Satışlar (%)</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>
Faaliyet Kârı	24,21	43,58	52,36	56,91	61,59	66,32
<i>Faaliyet Kâr Marjı (%)</i>	<i>3,1</i>	<i>4,0</i>	<i>3,8</i>	<i>3,7</i>	<i>3,6</i>	<i>3,6</i>
Amortisman	1,48	2,06	2,61	2,90	3,19	3,49
<i>Amortisman/Net Satışlar (%)</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>
FAVÖK	25,69	45,64	54,98	59,81	64,79	69,82
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>3,3</i>	<i>4,2</i>	<i>4,0</i>	<i>3,9</i>	<i>3,8</i>	<i>3,8</i>
Vergi* (-)	(5,57)	(9,15)	(9,43)	(10,24)	(12,32)	(13,26)
<i>Vergi Oranı (%)</i>	<i>23,0</i>	<i>21,0</i>	<i>18,0</i>	<i>18,0</i>	<i>20,0</i>	<i>20,0</i>
İşletme Sermayesi İhtiyacı	(19,78)	(2,30)	(8,84)	(5,41)	(5,57)	(5,63)
Yatırım Harcamaları (-)	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımları	39,90	38,79	54,39	54,98	58,04	62,18
AOSM (%)	19,93	19,93	19,93	19,93	19,93	19,93
İskonto Faktörü	0,91	0,76	0,63	0,53	0,44	0,37
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI	36,44	29,53	34,53	29,10	25,62	22,89

Kaynak: Global Menkul Değerler

*Kurumlar Vergisi hesaplamasında anlatılmıştır.

Mn TL	
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	178,11
Sonsuz Büyüme Oranı (%)	5,00
Sonsuz Değer	437,33
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	160,96
Firma Değeri	339,07
2021 1. Yarı Net Nakit	3,36
Özsermaye Değeri	342,43
Ödenmiş Sermaye (30.06.2021)	35,05
Pay Başına Değer (TL)	9,77

Kaynak: Global Menkul Değerler

5. Sonuç

Şirket'in değerlemesinde hem çarpan analizi hem de indirgenmiş nakit akımları yöntemleri kullanılmıştır.

Çarpan analizi yapılırken yurt içi benzer şirket çarpanlarının uç değer veya tanımsız olması nedeniyle değerlemeye alınmamış, yurt dışı benzer şirket çarpanları ise nihai değerlemeye %40 oranında dahil edilmiştir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemine ise %60 ağırlık verilmiştir. Bu ağırlıklandırma sonucunda özsermaye değeri **446,72 milyon TL** olarak bulunmuştur.

DEĞERLEME SONUCU

Mn TL

İndirgenmiş Nakit Akımları	%60	205,46
Çarpan Analizi	%40	241,26
Değerleme Sonucu		446,72

Kaynak: Global Menkul Değerler

Bu değerlendirme sonucuna göre hesaplanan pay değeri 12,75 TL olarak belirlenmiştir. Elde edilen bu değere %25,46 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz pay fiyatı 9,50 TL olarak hesaplanmıştır.

BİRİM PAY DEĞERİ

Mn TL

Ödenmiş Sermaye	35,05
Değerleme Sonucu	446,72
Pay Değeri (TL)	12,75
Halka Arz İskontosu (%)	%25,46
Halka Arz Pay Değeri (TL)	9,50

Kaynak: Global Menkul Değerler