

AOSM = Özsermaye Maliyeti \* (1 – Finansal Borçluluk Oranı) + Vergi sonrası borçlanma maliyeti \* Finansal Borçluluk Oranı

Özsermaye Maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$R_e = R_f + [\beta \times (R_m - R_f)]$$

$R_e$  = Özsermaye Maliyeti

$R_f$  = Risksiz Getiri Oranı

$R_m$  = Piyasada Beklenen Getiri Oranı

Risk Primi = Piyasada Beklenen Getiri ile Risksiz Faiz Oranı Farkı ( $R_m - R_f$ )

$\beta$  (Beta) = İşlem gören menkul kıymetlerin işlem gördükleri piyasaya göre risk seviyesi

Bağımsız Denetim Raporu'nun 2.1 numaralı dip notunda belirtildiği üzere, Şirket'in fonksiyonel para birimi Türk lirasıdır ("TL"). Şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları, geçerli para birimi olan TL cinsinden sunulmuştur. Bu nedenle, Şirket'in siparişleri döviz üzerinden faturalandırmasına rağmen, değerlendirme çalışması TL olarak yapılmıştır. İndirgeme Oranı olarak kullanılan Özsermaye Maliyeti'nin hesaplanmasında;

**Risksiz Getiri Oranı ( $R_f$ ):** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.31 maddesi e bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın ömrü ile en tutarlı risksiz getiri oranı olarak 5 yıllık Türkiye Devleti tahvili (TRT020926T17) seçilmiştir. İşbu Fiyat Tespit Rapor'unda rapor tarihi olan 19.07.2022'den bir iş günü öncesinde (18.07.2022) TRT020926T17 ISIN kodlu 5 yıllık tahvilin yıllık bileşik faizi %21,31 seviyesinde kapanış gerçekleştirmiştir. Bu şekilde, AOSM'ye baz teşkil eden risksiz faiz oranı olarak 2022 yılı için %21,31 seviyesinde hesaplara dahil edilmiştir. Öte yandan, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS veri dağıtım sisteminde aylık olarak yayınlanan Piyasa Katılımcıları Anketinde yer alan enflasyon beklentileriyle uyumlu olacak şekilde, risksiz faiz oranının projeksiyon dönemi boyunca kademeli düşüş göstererek son üç yılın (2019-2021) ortalaması olan %15,9 düzeyine yakınsayacağı varsayılmıştır. Bu varsayım altında, 5 yıllık tahvil faizinin kademeli düşüşle, 2023'te %21,0'e, 2024'te %20,2'ye, 2025'te %17,1'e ve projeksiyon döneminin beşinci yılı olan 2026'da ise %16,0'a gerileyeceği öngörülmüştür.

**Risk Primi ( $R_m - R_f$ ):** New York Üniversitesi Stern School of Business Prof Dr. Aswath Damodaran tarafından ülkelerin sermaye piyasaları risk prim düzeylerine yönelik olarak yapılan çalışmanın Ocak 2022'de güncellenmiş versiyonuna göre, Türkiye'nin mevcut uluslararası kredi derecelendirme notu bazında sermaye piyasası risk primi %5,44 olarak hesaplanmıştır. İndirgenme oranının belirlenmesinde sermaye piyasası risk primi %5,5 seviyesinde dikkate alınmış ve bu oranda hesaplamalara dahil edilmiştir. Türk Sermaye Piyasası Risk Primine ilaveten Şirket riski olarak 2022 yılına 1,5 puanlık bir spesifik prim eklenmiştir. 2023-2026 yılları içinse Spesifik Risk Primi 1 puan olarak varsayılmıştır. Bu



şekilde, Tablo 37’de belirlenen risksiz faiz oranına 2022 yılı için 7,0 puan, 2023-2026 yılları arasında ise toplamda 6,5 puan risk primi ilave edilmiş ve dolayısıyla, UDS 400 / 60.5 / b bendinde yer alan “ilave risklerle düzeltilmiş risksiz getiri oranı” ifadesi karşılanmıştır.

**Beta (β):** Pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranıdır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

- Beta = 0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir; risk düzeyi sıfırdır.
- Beta = 1 ise; hisse senedi piyasa ile aynı yönde ve aynı oranda değişim gösterir.
- Beta > 1 ise; beklenen getiri daha çok risklidir.
- Beta < 1 ise; beklenen getiri daha az risklidir.

Piyasa volatilitésinin Şirket değerlemesi üzerinde etki yaratmaması amacıyla Beta (β) = 1 kabul edilmiştir. Yukarıda ortaya koyduğumuz yaklaşım altında, piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpılması sonucu elde edilen rakamın risksiz faiz oranına eklenmesi suretiyle belirlenen 2022 Yılı Özsermaye Maliyeti

$$R_e = R_f + (\beta * \text{Risk Primi}) = 21,31\% + 1 * 7,00\% = 28,31\% \text{ olarak hesaplanmıştır.}$$

**Borçluluk Oranı:** HKTM’nin 31.03.2022 tarihli bağımsız denetimden geçmiş bilançosuna göre Şirket’in net finansal borcu 37,4 Milyon TL olarak hesaplanmıştır. İşbu Rapor itibariyle Şirket’in 31.03.2022 tarihli finansal tabloları bazında finansman yapısı ve borçluluk durumu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 34 (TL)	Borçluluk Durumu			
	2019	2020	2021	1Ç 2022
+Kısa Vadeli (KV) Finansal Borçlar	2.208.040	13.342.209	2.287.083	19.183.564
<i>KV Kullanım Hakkı Varlıklarına İlişkin Yükümlülükler</i>	1.283.298	1.434.906	1.215.401	315.267
+Uzun Vadeli (UV) Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	28.229.074	24.175.354	44.493.226	33.280.797
<i>UV Kullanım Hakkı Varlıklarına İlişkin Yükümlülükler</i>	0	0	0	0
+Uzun Vadeli (UV) Finansal Borçlar	11.191.117	19.204.110	8.993.047	9.789.801
<i>UV Kullanım Hakkı Varlıklarına İlişkin Yükümlülükler</i>	2.254.133	1.067.691	208.330	141.528
<b>= Toplam Finansal Borçlar*</b>	<b>41.628.231</b>	<b>56.721.673</b>	<b>55.773.356</b>	<b>62.254.162</b>
+ <i>Kullanım Hakkı Varlıklarına İlişkin Yükümlülükler</i>	3.537.431	2.502.597	1.423.731	456.795
= Finansal Borçlar ve Kullanım Hakkı Yükümlülükleri	45.165.662	59.224.270	57.197.087	62.710.957
Özkaynaklar, KV ve UV Finansal Borçlar Toplamı	56.052.428	80.170.687	154.289.224	163.549.452
<b>Finansal Borçluluk Oranı**</b>	<b>74,3%</b>	<b>70,8%</b>	<b>36,1%</b>	<b>38,1%</b>
<i>Özkaynaklar / (KV + UV Yükümlülükler)</i>	15,1%	22,8%	69,7%	56,8%
<i>Toplam Finansal ve Kullanım Hakkı Borçları/Kaynaklar</i>	41,1%	46,9%	23,9%	22,4%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

\*: Finansal Borçların hesaplanmasında sadece Banka Kredileri dikkate alınmış olup, operasyonel işlemlerden kaynaklanan kullanım haklarına ilişkin yükümlülükleri finansal borçlara dahil edilmemiştir.

\*\* : Sadece Banka Kredilerinden oluşan Finansal Borçlar toplamı, Özkaynaklar, KV ve UV Finansal Borçlar Toplamına bölünerek hesaplanmıştır.



Şirketin Net Finansal Borçluluk durumu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 35 (TL)	Borçluluk Durumu			
	2019	2020	2021	1Ç 2022
+Kısa Vadeli Finansal Borçlar	2.208.040	13.342.209	2.287.083	19.183.564
+Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	28.229.074	24.175.354	44.493.226	33.280.797
+Uzun Vadeli Finansal Borçlar	11.191.117	19.204.110	8.993.047	9.789.797
<b>= Toplam Finansal Borçlar*</b>	<b>41.628.231</b>	<b>56.721.673</b>	<b>55.773.356</b>	<b>62.254.162</b>
Eksi: Nakit ve nakit benzerler	10.975.523	9.202.665	22.245.155	24.903.293
<b>Net Finansal Borç* / Varlık</b>	<b>30.652.708</b>	<b>47.519.008</b>	<b>33.528.201</b>	<b>37.350.869</b>
Toplam özkaynaklar	14.424.197	23.449.014	98.515.868	101.295.290
<b>Net Finansal Borç* / Özsermaye oranı</b>	<b>2,13</b>	<b>2,03</b>	<b>0,34</b>	<b>0,37</b>
Yıllıklandırılmış Raporlanan FAVÖK (x)	11.292.882	23.459.893	49.352.613	50.254.596
Yıllıklandırılmış Düzeltilmiş FAVÖK (x)	11.316.261	22.272.121	38.119.345	35.962.870
<b>Net Finansal Borç* / Raporlanan FAVÖK (x)</b>	<b>2,71</b>	<b>2,03</b>	<b>0,68</b>	<b>0,74</b>
<b>Net Finansal Borç* / Düzeltilmiş FAVÖK (x)</b>	<b>2,71</b>	<b>2,13</b>	<b>0,88</b>	<b>1,04</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

\* : Finansal Borçların hesaplanmasında sadece Banka Kredileri dikkate alınmış olup, operasyonel işlemlerden kaynaklanan kullanım haklarına ilişkin yükümlülükleri finansal borçlara dahil edilmemiştir.

\*\* : Sadece Banka Kredilerinden oluşan Finansal Borçlar toplamı, Özkaynaklar, KV ve UV Finansal Borçlar Toplamına bölünerek hesaplanmıştır.

31.03.2022 tarihi itibarıyla Şirket'in net finansal borcu 37,4 Milyon TL'dir. Aynı tarih itibarıyla net finansal borcun "Raporlanan" FAVÖK'e oranı 0,74, "Düzeltilmiş" FAVÖK'e oranı ise 1,04 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 36 (TL)	Net Finansal Borç (Nakit) Durumu 31.03.2022
Finansal Borçlar	62.254.162
Eksi: Nakit Pozisyon	24.903.293
	Nakit ve Nakit Değerler
	24.703.293
	Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar
	200.000
<b>=Net Finansal Borç / (Varlık)</b>	<b>37.350.869</b>

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamaları

**Kurumlar Vergisi:** 2018-2019 ve 2020 yıllarında %22 olarak uygulanan kurumlar vergisi oranı, Kurumlar Vergisi Kanunu 13. geçici maddesine göre 2021 yılında %25 ve aynı maddeye göre 2022 yılında %23 olarak belirlenmiştir. Kurumlar Vergisi Kanunu 32. Maddesine göre 2023 yılı ve sonrasında, kurumlar vergisi oranı %20 seviyesinde AOSM hesaplamalarında uygulanmıştır. Ayrıca, gelir tablosu ve nakit akımı projeksiyonlarında da aynı vergi oranları kullanılmıştır. Öte yandan, Kurumlar Vergisi Kanunu 32. Maddesine eklenen 7. Fıkra ile ihracat yapan kurumların münhasıran ihracattan elde ettikleri kazançlarına uygulanan Kurumlar Vergisi oranında 1 puanlık indirimde gidilmiştir. Yurtdışına yapılan satışların toplam satış gelirlerine oranının %13,9 gibi nispeten düşük seviyede kalması nedeniyle 2022 yılında uygulamaya konan 1 puanlık kurumlar vergisinden sağlayacağı katkı İNA projeksiyonlarında dikkate alınmamıştır.

**Borçlanma Maliyeti:** 31.03.2022 tarihli Bağımsız Denetim Raporu'nun 5 numaralı dip notunda yer alan Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanmalara ilişkin detay bölümünde, Şirket'in kısa vadeli banka kredi tutarı 19,0 Milyon TL'dir. 196 bin TL tutarında kredi kartı borcu bulunan Şirket'in, uzun vadeli kredilerinin kısa vadeli kısımlarından oluşan finansal borç tutarı 33,3 Milyon TL olup, 9,8 Milyon TL tutarında da uzun vadeli kredi borcu bulunmamaktadır. Şirket'in finansal borçlarının 62,3 Milyon TL'ye karşılık gelen kısım %21,0 faiz ile TL cinsinden açılmış banka kredisidir. Toplam finansal borcun geri kalan kısmını oluşturan ise ortalama %3,0 faizli Avro kredisidir. Bu durumda, 31.03.2022 itibarı ile Şirket'in banka kredileri üzerindeki ağırlıklı ortalama etkin faiz oranı %19,7 olarak hesaplanmaktadır.

İhtiyatlılık ilkesi gereği, Şirket'in borçlanma maliyeti 5 yıllık tahvil faizinin projeksiyon dönemi boyunca 1,5 puan üzerinde varsayılmış ve AOSM'ye yansıtılmıştır. Bu şekilde, Şirket'in borçlanma maliyeti, 2022'de %22,81 seviyesinde gerçekleşip, 2023'de %22,54'e, 2024'te %21,66'ya, 2025'te %18,61'e ve 2026'da ise %17,51'e gerileyeceği öngörülmüştür. Projeksiyon dönemi sonunda borçlanma faizi oranı, Şirket'in 2019-2020 yılları arasında %11,2 olan etkin borçlanma faizinin 6 puan kadar üzerinde olup 2019-2021 ortalaması olan %14,1'in de 3,4 puan üzerinde hesaplanmıştır. Tüm bu varsayımların ışığında, 2022 yılı için

$$\begin{aligned} \text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} &= 22,81\% * (1-0,23) \\ &= 17,56\% \end{aligned}$$

olarak hesaplanmaktadır. Netice itibarıyla, 2022 yılı için

**AOSM = Özsermaye Maliyeti \* (1 – Borçluluk oranı) + Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti \* Borçluluk Oranı**

$$\begin{aligned} &= 28,31\% * (1 - 0,3806) + 17,56\% * 0,3806 \\ &= 0,1754 + 0,0668 \\ &= 24,22\% \end{aligned}$$

olarak hesaplanmıştır.

İNA Projeksiyonlarında kullanılan AOSM yıllar itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır:



A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
No: 1. K. Z. D: 5-6 Maslak-Sarıyer/İstanbul  
Maslak V.D: 388 004 3521 Tic.Sic.No 270189  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100015



AOSM Bileşenleri	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Projeksiyonu					
	Hesaplama Yöntemi	2022	2023	2024	2025	2026
Risksiz Faiz Oranı	F	21,31%	21,04%	20,16%	17,11%	16,01%
Spesifik Risk Primi	S	1,50%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Türkiye Risk Primi	R	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta (β)	B	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kurumlar Vergisi Oranı	V	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Borçlanma Maliyeti	BM	22,81%	22,54%	21,66%	18,61%	17,51%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	VSBM = BM * (1-V)	17,56%	18,03%	17,33%	14,89%	14,01%
Sermaye Maliyeti	SM = F + (S+R) * B	28,31%	27,54%	26,66%	23,61%	22,51%
Finansal Borçluluk Oranı <sup>1</sup>	FBO = [D / (D + E)]	38,06%	38,06%	38,06%	38,06%	38,06%
<b>AOSM</b>	<b>= SM*(1-FBO)+VSBM*FBO</b>	<b>24,22%</b>	<b>23,92%</b>	<b>23,11%</b>	<b>20,29%</b>	<b>19,27%</b>

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

1: D, sadece banka kredilerinden oluşan toplam finansal borcu; E ise özkaynak toplamını göstermektedir.

Tabloya göre, mevcut varsayımlar altında, İNA projeksiyon döneminde (2022 – 2026) AOSM ortalama %22,2 oranında tahmin edilmiştir.

### 8.3.2.13 İNA Projeksiyonları

HKTM'nin 2022 – 2026 yılları arasında elde edeceği serbest nakit akımlarının toplam değeri Şirket'in Firma Değerini ifade etmektedir. Firma Değerine 31.03.2022 tarihi itibarıyla Şirket bilançosunda yer alan 37,4 Milyon TL seviyesindeki net finansal borcun düşülmesi suretiyle Şirket Değerine ulaşılmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değerlerin hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.22 maddesinin a bendi uyarınca sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır. Sabit büyüme oranı %5 seviyesinde varsayılırken, Şirket'in aktifinde yer alan makina-ekipman için de herhangi bir hurda değer öngörüsünde bulunulmamıştır.

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörütleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir. 2022 - 2026 tahmin dönemine ilişkin tahmin ettiğimiz "serbest nakit akışlarının toplamını" söz konusu tahmin döneminde belirlediğimiz indirgeme oranı ile bugüne indirgenmiş değeri ile Firma Değerine ulaşmaktayız. Firma değerinden Şirket'in net finansal borç pozisyonu çıkarılarak Şirketin Hedef Özsermaye Değerini hesaplamaktayız. Özsermaye değerini de Şirketin ödenmiş sermaye tutarına oranladığımızda Şirketin halka arz öncesi Hedef Pay Fiyatına ulaşılmaktadır.

Şirket'e ait 2022 - 2026 dönemine ilişkin İNA projeksiyonumuz Tablo 40'da gösterilmektedir. Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarının 31.03.2022 tarihi itibarı ile hazırlanması nedeniyle firmaya ait Serbest Nakit Akımları bu tarihe indirgenerek İNA Yaklaşımına dahil edilmiştir. Her bir projeksiyon yılına ait İndirgeme Faktörü aşağıdaki yöntem ile hesaplanmıştır.

$$\text{İndirgeme Faktörü} = 1/[(1+\text{AOSM})^{((\text{Değerleme Rapor Tarihi} - \text{Projeksiyon Yıl Sonu})/\text{Takvim Yılı Gün Sayısı})]$$

Projeksiyon dönemleri itibarı ile indirgeme faktörü aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 38		İndirgeme Faktörü Hesabı		
Projeksiyon Dönemi	Gün Sayısı	AOSM	Hesaplama Yöntemi	İndirgeme Faktörü
19.07-31.12.2022	165	24,22%	$1/[(1+0,2422)^{(165)/365}]$	0,91
01.01-31.12.2023	530	23,92%	$1/[(1+0,2392)^{(530)/365}]$	0,73
01.01-31.12.2024	896	23,11%	$1/[(1+0,2311)^{(896)/366}]$	0,60
01.01-31.12.2025	1.261	20,29%	$1/[(1+0,2029)^{(1.261)/365}]$	0,53
01.01-31.12.2026	1.626	19,27%	$1/[(1+0,1927)^{(1.626)/365}]$	0,46

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 39’da yer alan İNA projeksiyonunda serbest nakit akımlarının (S.N.A) bugünkü değeri hesaplanmıştır. Net bugünkü değer hesabı, şirketin projeksiyon dönemi boyunca yıllar itibarı ile elde edeceği “Serbest Nakit Akışlarının” ilgili projeksiyon yılına ait “indirgeme oranı” ile çarpılması sonucunda elde edilen indirgenmiş serbest nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır. Gelecekteki nakit akışları hesaplanırken, Şirketin Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

Faaliyet Karı \* (1-Vergi) + Amortisman – İşletme Sermayesindeki Değişim – Yatırım Harcamaları

Bu yöntemle hesaplanan operasyonel Serbest Nakit Akımlarının AOSM oranı ile bugüne indirgediğimiz değerlerinin 2022-2026 projeksiyon dönemindeki toplamına (129,6 Milyon TL), 2026 yılı sonrası için %5,0 seviyesinde varsaydığımız uç büyüme değeri ile hesapladığımız terminal nakit akımlarının bugüne indirgenen değeri (226,6 Milyon TL) eklenerek Firma Değerine (356,2 Milyon TL) ulaşmaktayız. Firma değerinden Şirket’in 37,4 Milyon TL olan net borç pozisyonunu düştüğümüzde Şirketin Hedef Özsermaye Değeri 318,8 Milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket’in 25 Milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan halka arz öncesi, pay başına değeri 12,75 TL’dir.

AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
 No: 12 D: 5-6 Maslak-Sarıyer-İSTANBUL  
 Maslak V.D. : 388 004 3521 T  
 www.aicapital.com.tr  
 Mersis No: 0368004352100015



Tablo 39 İndirgenmiş Nakit Akımları Projeksiyonu

(000 TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
<b>Net Satışlar</b>	<b>90.970</b>	<b>128.877</b>	<b>181.765</b>	<b>262.985</b>	<b>351.029</b>	<b>443.316</b>	<b>528.650</b>	<b>610.929</b>
<i>Yıllık Büyüme</i>		41,7%	41,0%	44,7%	33,5%	26,3%	19,2%	15,6%
<b>SMM</b>	<b>71.226</b>	<b>95.453</b>	<b>122.230</b>	<b>177.592</b>	<b>237.027</b>	<b>299.112</b>	<b>356.701</b>	<b>412.209</b>
<i>SMM / Net Satışlar</i>	<b>78,3%</b>	<b>74,1%</b>	<b>67,2%</b>	<b>67,5%</b>	<b>67,5%</b>	<b>67,5%</b>	<b>67,5%</b>	<b>67,5%</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>19.744</b>	<b>33.424</b>	<b>59.535</b>	<b>85.393</b>	<b>114.002</b>	<b>144.204</b>	<b>171.949</b>	<b>198.720</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<b>21,7%</b>	<b>25,9%</b>	<b>32,8%</b>	<b>32,5%</b>	<b>32,5%</b>	<b>32,5%</b>	<b>32,5%</b>	<b>32,5%</b>
<b>Esas Faaliyet Giderleri</b>	<b>10.053</b>	<b>13.037</b>	<b>23.634</b>	<b>34.188</b>	<b>42.262</b>	<b>56.215</b>	<b>66.469</b>	<b>75.945</b>
<i>/ Net Satışlar</i>	<b>11,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,4%</b>
<i>Yıllık Büyüme</i>		29,7%	81,3%	44,7%	23,6%	33,0%	18,2%	14,3%
<b>Ar-Ge Teşvik Geliri</b>	<b>105</b>	<b>0</b>	<b>685</b>	<b>991</b>	<b>1.323</b>	<b>1.671</b>	<b>1.993</b>	<b>2.303</b>
<i>/ Net Satışlar</i>	<b>0,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>
<b>Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)</b>	<b>9.796</b>	<b>20.387</b>	<b>36.586</b>	<b>52.196</b>	<b>73.063</b>	<b>89.660</b>	<b>107.473</b>	<b>125.078</b>
<i>VFÖK Marjı</i>	<b>10,8%</b>	<b>15,8%</b>	<b>20,1%</b>	<b>19,8%</b>	<b>20,8%</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,3%</b>	<b>20,5%</b>
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>11.421</b>	<b>22.272</b>	<b>38.804</b>	<b>56.303</b>	<b>78.545</b>	<b>96.752</b>	<b>115.832</b>	<b>134.643</b>
<i>Yıllık Büyüme</i>		95,0%	74,2%	45,1%	39,5%	23,2%	19,7%	16,2%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<b>12,6%</b>	<b>17,3%</b>	<b>21,3%</b>	<b>21,4%</b>	<b>22,4%</b>	<b>21,8%</b>	<b>21,9%</b>	<b>22,0%</b>
<b>Amortisman Gideri</b>	<b>1.625</b>	<b>1.885</b>	<b>2.218</b>	<b>4.107</b>	<b>5.481</b>	<b>7.092</b>	<b>8.359</b>	<b>9.566</b>
<i>/ Net Satışlar</i>	<b>1,8%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>
<b>Ticari İşletme Sermayesi</b>	<b>16.080</b>	<b>34.558</b>	<b>40.676</b>	<b>49.218</b>	<b>66.528</b>	<b>88.305</b>	<b>107.069</b>	<b>125.330</b>
<i>/ Net Satışlar</i>	<b>17,7%</b>	<b>26,8%</b>	<b>22,4%</b>	<b>18,7%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,9%</b>	<b>20,3%</b>	<b>20,5%</b>
<b>Kısa Vadeli Ticari Alacaklar</b>	<b>24.762</b>	<b>32.737</b>	<b>52.620</b>	<b>54.697</b>	<b>71.831</b>	<b>94.710</b>	<b>116.481</b>	<b>135.373</b>
<i>Ort. Tahsilat Süresi (Gün)</i>	<b>102</b>	<b>81</b>	<b>86</b>	<b>90</b>	<b>86</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>87</b>
<b>Kısa Vadeli Ticari Borçlar</b>	<b>35.673</b>	<b>32.413</b>	<b>50.505</b>	<b>48.973</b>	<b>67.314</b>	<b>85.786</b>	<b>106.273</b>	<b>124.269</b>
<i>Ort. Ödeme Süresi (Gün)*</i>	<b>120</b>	<b>125</b>	<b>112</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>117</b>	<b>118</b>	<b>118</b>
<b>Stoklar</b>	<b>34.516</b>	<b>38.506</b>	<b>50.986</b>	<b>56.595</b>	<b>77.605</b>	<b>99.987</b>	<b>123.061</b>	<b>143.998</b>
<i>Stok Çevirme (Gün)</i>	<b>140</b>	<b>140</b>	<b>134</b>	<b>138</b>	<b>137</b>	<b>136</b>	<b>137</b>	<b>137</b>
<b>Müşterilerden Alınan Avanslar</b>	<b>11.474</b>	<b>7.174</b>	<b>19.914</b>	<b>18.823</b>	<b>23.627</b>	<b>31.288</b>	<b>38.974</b>	<b>44.850</b>
<i>Alınan Avans Süresi (Gün)</i>	<b>39</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>31</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>
<b>Tedarikçilere Verilen Avanslar</b>	<b>3.949</b>	<b>2.902</b>	<b>7.490</b>	<b>5.722</b>	<b>8.033</b>	<b>10.681</b>	<b>12.774</b>	<b>15.078</b>
<i>Verilen Avans Süresi (Gün)</i>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
<b>İşletme Sermayesi Değişim</b>	<b>-2.694</b>	<b>18.479</b>	<b>6.118</b>	<b>8.542</b>	<b>17.310</b>	<b>21.777</b>	<b>18.764</b>	<b>18.261</b>
<i>/ Net Satışlar</i>	<b>-3,0%</b>	<b>14,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,0%</b>
<b>Yatırım Harcamaları</b>	<b>6.168</b>	<b>6.902</b>	<b>12.333</b>	<b>11.002</b>	<b>13.787</b>	<b>17.524</b>	<b>21.442</b>	<b>23.848</b>
<i>Yatırımlar / Net Satışlar</i>	<b>6,8%</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,9%</b>
<b>-Kapasite Yatırımları</b>	<b>2.209</b>	<b>820</b>	<b>5.280</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>-Yenileme Yatırımları</b>	<b>235</b>	<b>842</b>	<b>1.934</b>	<b>943</b>	<b>1.259</b>	<b>2.436</b>	<b>2.415</b>	<b>2.320</b>
<b>-Aktifleştirilen Ar-Ge Maliyetleri</b>	<b>3.723</b>	<b>5.239</b>	<b>5.120</b>	<b>10.059</b>	<b>12.528</b>	<b>15.088</b>	<b>19.027</b>	<b>21.528</b>
<i>/ Net Satışlar</i>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,5%</b>
<b>Vergi</b>	<b>2.155</b>	<b>4.485</b>	<b>9.146</b>	<b>12.005</b>	<b>14.613</b>	<b>17.932</b>	<b>21.495</b>	<b>25.016</b>
<b>Serbest Nakit Akımları (S.N.A.)</b>	<b>5.792</b>	<b>-7.594</b>	<b>11.206</b>	<b>24.754</b>	<b>32.835</b>	<b>39.519</b>	<b>54.131</b>	<b>67.518</b>
<b>AOSM</b>				<b>24,22%</b>	<b>23,92%</b>	<b>23,11%</b>	<b>20,29%</b>	<b>19,27%</b>
<b>İndirgeme Oranı</b>				<b>0,91</b>	<b>0,73</b>	<b>0,60</b>	<b>0,53</b>	<b>0,46</b>
<b>İndirgenmiş S.N.A</b>				<b>22.442</b>	<b>24.050</b>	<b>23.755</b>	<b>28.592</b>	<b>30.794</b>
<b>Toplam İndirgenmiş S.N.A</b>	<b>129.633</b>							

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

\*:Stoklardaki değişim SMM'ye eklenmiştir



**Tablo 40 İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı (Milyon TL)**

Özsermaye Değerleme Hesabı	Referans	Hesaplama Yöntemi	Tutar
Vergi Sonrası Terminal Yıl FAVÖK Tutarı	A	134,6-25,0	109,6
Projeksiyon Dönemi Sonrası FAVÖK	B	109,6 * (1+ 5,0%)	115,1
Projeksiyon Dönemi Sonrası Yatırım Harcamaları	C	23,8 * (1+ 5,0%)	25,0
Projeksiyon Dönemi Sonrası ΔNet İşletme Sermayesi	D	18,3 * (1+ 5,0%)	19,2
Projeksiyon Dönemi Sonrası Nakit Akımı	E	B – C – D	70,9
<i>AOSM @2026</i>	F	<i>AOSM Formülü</i>	19,27%
<i>Terminal Büyüme Oranı</i>	G	<i>Varsayım</i>	5,0%
Terminal Nakit Akımlarının Toplamı	H	$E * [1/(F - G)]$	496,7
<i>İndirgeme Oranı@2026</i>	I	$1/[(1+AOSM)^{(Gün Sayısı)/365}]$	0,46
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	J	$H * I$	226,6
2022 – 2026 İndirgenmiş SNA Toplamı	K	INA Tablosu SNA Toplamı	129,6
<b>Firma Değeri (Değerleme Tarihi)</b>	<b>L</b>	<b>J+ K</b>	<b>356,2</b>
Toplam Finansal Borç (31.03.2022)	M	Bilanço Verisi	62,3
Nakit ve Nakit Benzerleri (31.03.2022)	N	Bilanço Verisi	24,9
<b>Özsermaye Değeri (Değerleme Tarihi)</b>	<b>P</b>	<b>L-(M-N)</b>	<b>318,8</b>
<i>Ödenmiş Sermaye (31.03.2022)</i>	R	<i>Bilanço Verisi</i>	25,0
<b>Halka Arz Öncesi Pay Başına Fiyat</b>	<b>S</b>	<b>P/R</b>	<b>12,75</b>

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

### 8.3.3 Piyasa Çarpanları (Pazar) Yönetimi

#### 8.3.3.1 Yurtiçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca, Pazar (Piyasa Çarpanları) Yaklaşımı, değerlendirilmesi yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine 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. Şirket'in, pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle karşılaştırmaların yapıldığı Pazar yaklaşımının pratik ve güvenilir olduğu tarafımızca değerlendirilmiştir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 20.2 maddesinin (b) bendi uyarınca değerlendirme konusu Şirket'e önemli ölçüde benzerlik gösteren Şirket(ler)in ilgili Borsa pazarında aktif olarak işlem görmesi zorunludur.

HKTM'nin çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken Şirket'le birebir aynı faaliyette bulunan borsa şirketi olmadığı için Şirket'in faaliyet gösterdiği Makina Metal Eşya Sektörü (XMESY) ile İmalat Sektörünün (İMALAT) "sektörel" bazda değerlendirilmesinden bir önceki işlem günü (18.07.2022) kapanışları üzerinden Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Firma Değeri / Satışlar (FD/S), Fiyat-Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanları kullanılmıştır.



İmalat Sektörüne ilişkin FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları Finnet Elektronik Veri Tabanından değerlendirme çalışmasının tamamlandığı rapor tarihinde çekilmiş olup, çekilen veriler herhangi bir eliminasyona tabi tutulmadan değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır. Öte yandan, aynı veri tabanından Makine Metal Eşya Sektörü'ne (XMESY) ilişkin olarak çekilen çarpanlarda ise aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi eliminasyon yapılmıştır.

<b>Tablo 41 Makina Metal Eşya Sektöründe (XMESY) Çarpan Analizi</b>						
<b>Firma Adları</b>	<b>Borsa Kodu</b>	<b>FD/FAVÖK</b>	<b>Pd/DD</b>	<b>F/K</b>	<b>FD/S</b>	
Alarko Carrier	ALCAR	22,39	5,55	23,61	2,25	
Arçelik	ARCLK	8,43	2,17	14,23	0,81	
Anadolu Isuzu	ASUZU	35,75	10,89	52,76	5,21	
Bosch Fren Sistemleri	BFREN	62,87	26,91	73,68	7,52	
BANTAŞ Ambalaj	BNTAS	5,73	1,40	5,48	1,06	
Ditaş Doğan	DITAS	15,13	8,36	27,18	2,09	
Ege Endüstri	EGEEN	13,67	6,39	9,59	5,05	
Emek Elektrik	EMKEL	5,31	1,40	29,66	0,79	
F-M İzmit Piston	FMIZP	32,25	32,74	22,46	7,85	
Formet Metal Ve Cam	FORMT	22,37	1,98	375,98	2,58	
Ford Otosan	FROTO	9,56	11,05	9,37	1,23	
Gersan Elektrik	GEREL	24,83	2,64	135,49	1,06	
İhlas Ev Aletleri	IHEVA	6,00	0,67	3,44	0,55	
İmaş Makina	IMASM	41,84	4,50	27,43	6,26	
Jantsa Jant Sanayi	JANTS	15,71	5,80	13,64	3,64	
Karsan Otomotiv	KARSN	25,47	6,99	108,67	4,01	
Katmerciler Ekipman	KATMR	9,87	1,36	0,00	3,22	
Klimasan Klima	KLMSN	6,83	1,41	0,00	1,11	
Makine Takım	MAKTK	13,54	3,69	20,39	4,59	
Otokar	OTKAR	12,88	8,93	9,41	2,55	
Parsan	PARSN	13,20	1,81	11,06	3,10	
Türk Prysmian Kablo	PRKAB	32,38	11,95	144,14	1,22	
Safkar Ege Soğutmacılık	SAFKR	8,51	1,85	11,26	1,48	
Say Yenilenebilir Enerji	SAYAS	11,69	7,75	12,55	2,73	
Silverline Endüstri	SILVR	11,07	17,26	233,25	0,83	
Tümosan Motor ve Traktör	TMSN	15,02	3,60	32,88	3,13	
Tofaş Oto. Fab.	TOASO	5,43	8,64	8,32	1,07	
Türk Traktör	TTRAK	6,62	8,98	8,08	0,96	
Ulusoy Elektrik	ULUSE	472,13	42,13	0,00	11,63	
Vestel Beyaz Eşya	VESBE	5,84	2,55	7,84	0,90	
Vestel	VESTL	3,27	0,77	3,66	0,52	
<b>Medyan</b>		<b>11,07</b>	<b>2,60</b>	<b>11,16</b>	<b>1,79</b>	

Kaynak : Finnet, 18.07.2022 tarihli piyasa kapanış verileri

Eliminasyon sonrası Makina Metal Eşya Sektörü (XMESY) için hesaplanan medyan

FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpan değerleri ile İmalat Sektöründeki FD/FAVÖK, FD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpan değerlerinin her bir çarpan için aritmetik ortalama değeri hesaplanmıştır.

Tablo 42		Yurtiçi Sektör Çarpanlar				
Sektörler	Kod	Eliminasyon Durumu	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
Makina Metal Eşya	XMESY	Eliminasyon Sonrası	11,07	2,60	11,16	1,79
		Eliminasyon Öncesi	17,79	7,74	11,29	1,98
İmalat	İMALAT		11,80	5,17	11,04	2,11
<b>Aritmetik Ortalama*</b>			<b>11,43</b>	<b>3,88</b>	<b>11,10</b>	<b>1,95</b>

Kaynak: Finnet, 18.07.2022 tarihli piyasa kapanış veriler

\*: Eliminasyon sonrası XMESY çarpanlarını kapsamaktadır

Piyasa değeri hesaplanırken kullanılan Gelir Tablosu ve Bilanço değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 43	Çarpan Analizinde Kullanılan Finansal Veriler	31.03.2022
(TL)		
Düzeltilmiş FAVÖK (Yıllıklandırılmış)*		36.373.895
Ar-Ge Teşvik Geliri (Yıllıklandırılmış)*		411.025
Net Finansal Borç		37.350.869
Net Satışlar (Yıllıklandırılmış)*		188.571.003
Özkaynaklar		101.295.290
Net Kar (Yıllıklandırılmış)*		37.752.759
Ödenmiş Sermaye		25.000.000

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

\*: 31.12.2021 tarihli Finansal Tablo değerlerinden 31.03.2021 tarihli Finansal Tablo değerlerinin düşülüp, 31.03.2022 tarihli Finansal Tablo değerlerinin eklenmesi suretiyle hesaplanmıştır.

18.07.2022 tarihli Borsa kapanışları üzerinden Finnet Veri Terminalinden çekilen FD/FAVÖK çarpanı ile 31.03.2022 tarihli gelir tablosunda büyük ölçüde ticari kur farkından oluşan “esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri” düşülüp Ar-Ge Teşvik Gelirleri eklenerek hesaplanan “düzeltilmiş” FAVÖK tutarının yıllıklandırılmış değerinin çarpımından elde edilen değerden, 31.03.2022 tarihli net finansal borç tutarı olan 37,4 Milyon TL düşülerek “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. 18.07.2022 tarihli Borsa kapanışları üzerinden Finnet Veri Terminalinden çekilen FD/S çarpanı ile yıllıklandırılmış Net Satış tutarının çarpımından elde edilen değerden 31.03.2022 tarihli net finansal borç tutarı düşülerek FD/Satışlar çarpanı üzerinden “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. Aynı şekilde elde edilen F/K çarpanı ile 31.03.2022 tarihli yıllıklandırılmış Net Kar tutarının çarpımı ile F/K üzerinden bir diğer hedef piyasa değeri hesaplanmış ve son olarak da PD/DD çarpanı ile 31.03.2022 tarihli bilançoda yer alan Özkaynak tutarı çarpılarak hedef özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Tüm bu işlemlerin ardından, FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpan ortalama değerlerine



de %25'er ağırlık verilerek Şirket için yurtiçi çarpanlar üzerinden ağırlık ortalamaya hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır. Söz konusu ağırlıklı ortalamaya özsermaye değerinin, Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle "Pay Başına Değer" hesaplanmıştır. Özetle, yurtiçi XMESY ve İMALAT Sektörlerinde, FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları kullanarak ulaşılan ortalamaya hedef piyasa değeri 380,2 Milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 15,21 TL olarak hesaplanmaktadır.

Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Özkaynak	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	11,43	36.373.895				37.350.869	25,0%	94.604.476
FD/S	1,95			188.571.003		37.350.869	25,0%	82.587.069
F/K	11,10		37.752.759				25,0%	104.735.429
PD/DD	3,88				101.295.290		25,0%	98.264.515
<b>İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri</b>								<b>380.191.489</b>
<b>İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Pay Değeri (TL)</b>								<b>15,21</b>

Kaynak : Finnet, Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

\*: Eliminasyon sonrası Metal Eşya Makina ve İmalat Sektör aritmetik ortalaması, 18.07.2022 tarihli piyasa kapanış verileri

### 8.3.3.2 Yurtdışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Yurtdışı karşılaştırılabilir şirketler listesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Bu şirketler, faaliyet kriterine göre seçilmiştir.

Firma Adları	Ülkesi	Borsa Kodu	Faaliyetine İlişkin Açıklama
1. Qingdao Weflo Valve Co., Ltd.	Çin	002871 CH	Qingdao Weflo Valve Co., Ltd., endüstriyel pazarlar için vana ve yangın musluğu ürünleri tasarlar, üretir ve satar. Yangından korunma, kontrol, kapı, basınç ve hava tahliyesi, bilye, basınç düşürme, tapa, kanat, piston, küre, kelebek, balans ve ayak valflerinin yanı sıra süzgeçler, geri akış önleme cihazları ve kauçuk genleşme derzleri sunar.
2. SUFA Technology Industry Co., Ltd.	Çin	000777 CH	SUFA Technology Industry Co., Ltd. endüstriyel kullanımlar için çeşitli vanalar tasarlar, üretir ve pazarlar. Şirketin ürünleri arasında savak vanaları, stop vanaları, küresel vanalar, tapa vanaları ve diğer vanalar bulunur.
3.OEM International AB	İsveç	OEMB SS	OEM International AB, yan kuruluşlarıyla birlikte endüstriyel uygulamalar için ürünler ve sistemler sağlar. Şirket, elektrikli bileşenler, akış teknolojisi, motorlar, şanzımanlar ve frenler, bilyalı rulmanlar ve contalar, cihaz bileşenleri ve kurulum bileşenleri ile makine bileşenleri ve kablolar, motorlar ve basınç ve basınç alanlarında bir dizi endüstriyel otomasyon bileşeni sunmaktadır.
4. Sichuan Crun Group Co Ltd	Çin	002272 CH	Sichuan Crun Group Co Ltd, özel ekipman, genel makineler ve elektromekanik cihazlar gibi mekanik ekipmanların üretiminde uzmanlaşmıştır. Şirketin ürünleri, kazanlar ve basınçlı kaplar, yağlama hidrolik makineleri ve endüstriyel pompa ile elektrikli aletlerden oluşmaktadır.
5.HMS Networks AB	İsveç	HMS SS	HMS Networks AB, dünya çapında endüstriyel otomasyon için iletişim teknolojisi geliştirir, üretir ve pazarlar.



6. Bozhon Precision Industry Technology Co.,Ltd	Çin	688097 CH	BOZHON Precision Industry Technology Co., Ltd, endüstriyel otomasyon ekipmanı, otomatik üretim hattı, otomasyon düzenekleri, akıllı depolama lojistiği, bilgi cihazları ve tüketici elektroniği, otomobil, yeni enerji ve diğer endüstriler için toplam sistem entegrasyonu için çözümler geliştirmektedir. Kaynak ekipmanı, dağıtım ekipmanı, hava sızdırmazlığı test ekipmanı, görsel lazer ölçüm ekipmanı, yüksek hızlı montaj ekipmanı, otomatik montaj ekipmanı, endüstriyel robot entegrasyonu ve yüksek hızlı montaj ve otomatik yükleme ve boşaltma ekipmanı dahil olmak üzere çözümler sunmaktadır.
7.Shenyang Blue Silver Industry	Çin	300293 CH	Shenyang Blue Silver Industry, özelleştirilmiş ve standart temizlik çözümleri, ekipman ve yedek parçalar, bakım ve onarım, yükseltmeler, teknik eğitim ve diğer yardımcı hizmetler sunmaktadır. Ayrıca, robotik teknoloji, güç sistemleri, sistem kontrolü ve akıllı şebekelerde yüksek gerilim ve alçak gerilim parçaları olarak kullanılan güç dağıtım sistemlerini de sunmaktadır.
8.Siasun Robot & Automation	Çin	300024 CH	Siasun Robot & Automation Co., Ltd., iştirakleri aracılığıyla endüstriyel robotlar, üretim ekipmanı sistemi, enerji ekipmanı sistemi ve toplu taşıma otomasyon sistemleri tasarlar, üretir ve satar.
9.Estun Automation Co Ltd	Çin	002747 CH	Estun Automation Co., Ltd. akıllı ekipman için kontrol parçaları üretir ve satar. Şirket, kesme makineleri, abkant presler, hidrolik presler ve boy kesme hatları için CNC sistemleri; elektro-hidrolik servo sistemler ve güvenlik abkant presleri için çözümler üretir. Ayrıca AC servo sürücüler ve motorlar, elektro hidrolik servo pompa sistemleri, hareket kontrol ürünleri ve dijital alan busları dahil olmak üzere AC servo ve hareket kontrol sistemleri sağlar. Şirket, lineer eksenli robotlardan oluşan endüstriyel robotlar; otomobil, beyaz eşya, asansör, enerji ve inşaat makineleri sektörleri için akıllı üretim sistemleri çözümleri de sunar.
10.Shenzhen Colibri Technologies Co. Ltd	Çin	002957 CH	Shenzhen Colibri Technologies Co., Ltd., güç otomasyon ekipmanı üretir ve satar. Şirket, otomatik test ve montaj ekipmanları, otomatik ekipman aksesuarları ve diğer ilgili ürünler üretmektedir.
11.Shanghai Kelai Mechatronics Engineering Co.,Ltd	Çin	603960 CH	Shanghai Kelai Mechatronics Engineering Co.,Ltd akıllı ekipman ve endüstriyel robot sistemlerinin araştırılması, geliştirilmesi, üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Otomotiv elektroniği ve iç mekanlarında ve diğer alanlarda kullanım için endüstriyel robot sistemleri ve esnek otomasyon ekipmanları sunar.
12. Jiangxi Haiyuan Composites Technology Co.,Ltd.	Çin	002529 CH	Jiangxi Haiyuan Composites Technology Co.,Ltd.. otomatik hidrolik presler üretir ve satar. Şirket, otomatik hidrolik otoklavlı tuğla presleri, otomatik hidrolik seramik karo presleri, otomatik hidrolik refrakter malzeme presleri ve diğer ürünleri üretmektedir. Şirket ayrıca gelişmiş malzemeler üretir ve satar. .
13.Suzhou Harmontronics Automation Technology Co., Ltd	Çin	688022 CH	Suzhou Harmontronics Automation Technology Co., Ltd, otomatik ekipman tasarlar ve satar. Şirket, uygun pim yerleştirme makineleri, oluşturma ve derecelendirme entegre makineleri, laminasyon makineleri ve diğer ilgili ürünleri geliştirmekte ve üretmektedir.
14.Yijiahe Technology Co., Ltd.	Çin	603666 CH	Yijiahe Technology Co., Ltd. akıllı robotlar üretmektedir. Şirket, enerji, sağlık ve imalat endüstrileri için akıllı robotlar araştırır, tasarlar, üretir ve satar. Şirket, ayrıca proje teklifi ve destek hizmetleri de sunmaktadır.
15.Guangdong Topstar Technology Co., Ltd	Çin	300607 CH	Guangdong Topstar Technology Co., Ltd., endüstriyel robotların araştırma ve geliştirme, üretim ve satışını yapmaktadır. Şirketin üretimini gerçekleştirdiği ürünler arasında, çok eklemlili robotlar, kartezyen koordinat robotları dahil olmak üzere endüstriyel robotlar ve otomasyon uygulama sistemleri, yeni enerji ve otomobil parçaları üretimi için endüstriyel robot otomasyon sistemleri yer almaktadır. Şirket ayrıca, enjeksiyon kalıplama makineleri, tüçü bir arada makineler, kalıp sıcaklık kontrolörleri, dikey işleme merkezlerini ve delme ve kılavuz çekme merkezlerini içeren bilgisayarlı sayısal kontrol ürünleri de üretmektedir. Buna ek olarak, otomatik kontrol sistemlerinin yazılım ve donanım geliştirme işlemleri ile satışı da gerçekleştirilmektedir.
16.MH Robot & Automation Co., Ltd	Çin	301199 CH	MH Robot & Automation Co., Ltd. akıllı fabrikalar için anahtar teslim çözümler sunar. Şirket, robotlara ve nesnelere interneti teknolojisine dayalı akıllı ekipman sistemlerinin araştırma ve geliştirme, üretim, satış ve servisini yapmaktadır. Şirket, beyaz motor üretim hattının punta kaynağı ve lazer kaynağı, alüminyum gövdenin kaynaklanması ve diğer takım



			entegrasyonlarını sağlar ve endüstriyel robot teknolojisi uygulaması ve diğer entegrasyon daralmalarının yanı sıra otomobil ve parça üreticileri, tarım makineleri ve mühendislik makineleri üreticileri için ark kaynağı robotu, püskürtme robotu, taşıma ve paletleme robotu ve otomasyon kontrol sistemleri üretir.
17.Shenzhen Liande Automatic Equipment Co Ltd	Çin	300545 CH	Shenzhen Liande Automatic Equipment Co., Ltd. otomatik makineler üretmektedir. Şirket, düz ekran modülleri için çeşitli endüstriyel otomatik kurulum makineleri tasarlar, üretir ve satar.
18.Suzhou Secote Precision Electronic Co., Ltd.	Çin	603283 CH	Suzhou Secote Precision Electronic Co., Ltd. otomasyon çözümleri sunar. Şirket, otomasyon sistemi tasarımı, hassas işleme, montaj ve devreye alma, kurulum eğitimi ve diğer hizmetleri sunmaktadır. Şirket ayrıca teknik danışmanlık ve fizibilite çalışmaları hizmetleri vermektedir.
19.Hangzhou Kaierta Welding Robot Co Ltd	Çin	688255 CH	Hangzhou Kaierta Welding Robot Co Ltd ,Kaynak Robotu Co.,Ltd. endüstriyel robot ekipmanları üretir ve dağıtır. Şirket, ayrıca, kaynak robotları, robot özel kaynak ekipmanları, endüstriyel kaynak ekipmanları ve diğer ekipmanları üretmektedir.
20.Shanghai Tianyong Engineering Co ltd	Çin	603895 CH	Shanghai Tianyong Engineering Co., Ltd. motor ve şanzıman otomasyon montaj hatları, test sistemleri, güç aktarma sistemleri ve diğer otomasyon ürünlerini içeren otomatik montaj hatları tasarlar, üretir ve satar. Şirket ayrıca, akıllı otomatik üretim hatları ve otomasyon ekipmanlarının araştırma ve geliştirme, tasarım işleri ile de uğraşmaktadır.
21.Guangzhou Risong Intelligent Technology Holding Co Ltd	Çin	688090 CH	Guangzhou Risong Intelligent Technology Holding Co., Ltd. robot sistem entegrasyonu ve akıllı üretimle uğraşmaktadır. Şirket, endüstriyel robotlar, robotik akıllı cihazlar ve diğer ilgili uygulamalar üretir ve satar. Şirket, ayrıca, otomobil, elektronik, makine, gemi ve diğer sektörlerdeki müşterilere hizmet vermektedir.
22.Jiangsu Beiren Smart Manufacturing Technology Co Ltd	Çin	688218 CH	Jiangsu Beiren Smart Manufacturing Technology Co Ltd. otomasyon ekipmanları üretir ve satar. Şirket, ark kaynağı robotları, punta kaynak robotları, taşıma robotları ve diğer ürünleri geliştirmekte ve satmaktadır. Jiangsu Beiren Akıllı Üretim Teknolojisi, otomasyon ve akıllı sistem entegrasyon çözümleri ve ekipman montaj hizmetleri de sağlar.
23.Dalian Haosen Equipment Manufacturing Co., Ltd	Çin	688529 CH	Dalian Haosen Equipment Manufacturing Co., Ltd. fabrika otomasyon ekipmanları üretir ve dağıtır. Şirket, motor montaj hatları, şanzıman montaj hatları, yeni enerji sahası montaj hatları, kaynak hatları ve diğer ilgili ürünleri üretmektedir.
24.Efort Intelligent Equipment Co., Ltd.	Çin	688165 CH	Efort Intelligent Equipment Co., Ltd. robotlar üretmektedir. Şirket endüstriyel robot, püskürtme robotları ve diğer ekipmanları üretmektedir. Efort Intelligent Equipment, ürünlerini gıda, elektronik, beyaz eşya, seramik, otomobil ve diğer alanlarda tedarik etmektedir.
25. Zhejiang Linuo Fluid Control Technology Co., Ltd.	Çin	300838 CH	Zhejiang Linuo Fluid Control Technology Co., Ltd. endüstriyel kontrol valfleri tasarlar, üretir ve dağıtır. Şirket küresel vanalar, anahtar vanaları, kontrol vanaları, kelebek vanalar ve diğer ilgili ürünleri üretmektedir. Zhejiang Linuo sıvı kontrol Teknolojisi, ürünlerini ihraç etmektedir.
26.M+S Hydraulic AD	Bulgaristan	MSH BU	M+S Hydraulic AD hidrolik motorlar, direksiyon üniteleri, valfler, frenler ve aksesuarlar üretmektedir.
27. Wuxi Smart Auto-control Engineering Co.,Ltd.	Çin	002877 CH	Wuxi Smart Auto-control Engineering Co.,Ltd. vana ürünleri üretir ve satar. Wuxi Akıllı Otomatik Kontrol Mühendisliği ayrıca teknoloji geliştirme, teknoloji transferi işlerini de yürütür.
28.Hydraulic Elements & Systems AD	Bulgaristan	HES BU	Hydraulic Elements & Systems AD çok çeşitli hidrolik silindirler tasarlar, üretir ve servis eder.
29.JiangSu Changling Hydraulic Co., Ltd	Çin	605389 CH	JiangSu Changling Hydraulic Co., Ltd, makine hidrolik parçaları üretir ve satar. Şirket, hidrolik torna bağlantısı, hidrolik ayar silindiri, hidrolik valf ve diğer ilgili bileşenleri üretmektedir.
30.Bemco Hydraulics Limited	Hindistan	BMH IN	Bemco Hidrolik Limited, hidrolik presler ve kurtarma ekipmanları üretir ve tedarikini sağlar.
31.Przedsiębiorstwo Hydrauliki Silowej Hydrotor S.A. M	Polonya	HDR PW	Przedsiębiorstwo Hydrauliki Silowej Hydrotor S.A. M. endüstriyel ekipman üretmektedir. Şirket, yüksek basınç ve yağ pompaları, manuel ve elektrik kontrollü distribütörler, hidrolik jeneratörler, valfler, piston civataları ve akış ölçerler üretmektedir. Şirket, ayrıca hidrolik makineleri yeniler. Şirket, tarım, inşaat ve maden makineleri üreticilerine pazarlamaktadır.



32. Concentric AB	İsveç	COIC SS	Concentric AB, dünya çapında motor ve hidrolik uygulamalar için çözümler tasarlar, geliştirir, üretir ve tedarikini sağlar. Motor ürünleri, orta ve ağır dizel motorlar, şanzımanlar ve kompresörler için yağ, soğutma sıvısı ve yakıt transfer pompalarını içerir. Şirketin hidrolik ürünleri, pompalar, motorlar, güç paketleri ve mobil ekipman için akış bölücüler dahil olmak üzere diğli ürünlerinden oluşmaktadır. Ürünleri otomotiv, endüstriyel uygulamalar, inşaat ekipmanları ve tarım makineleri pazarlarında kullanılmaktadır.
33. Leader Harmonious Drive Systems Co., Ltd.	Çin	688017 CH	Leader Harmonious Drive Systems Co., Ltd. hassas iletim cihazlarının araştırılması, geliştirilmesi, tasarımı, üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Endüstriyel robotlar, servis robotları, CNC takım tezgahları, havacılık, tıbbi ekipman, yarı iletken üretim ekipmanları ve yeni enerji ekipmanları gibi üretim alanlarında kullanım için harmonik redüktörler, mekatronik aktüatörler ve hassas parçalar imal eder.
34. Tianjin Jieqiang Co. Ltd.	Çin	300875 CH	Tianjin Jieqiang Co. Ltd. hidrolik güç ekipmanı üretir ve satar. Şirket, hidrolik kontrol sistemleri, hidrolik pompalar, bağlantı boru hatları, hidrolik motorlar, basınç pompaları, oransal solenoid valfler, jeneratörler ve diğeri ilgili ekipmanları üretmektedir.
35. Chongqing Chuanyi Automation Company Limited	Çin	603100 CH	Chongqing Chuanyi Automation Company Limited, endüstriyel tesisler ve mühendislik için otomatik kontrol sistemi sağlar. Şirketin ana ürünleri arasında akıllı aktüatör, akıllı vericiler, akıllı kontrol vanaları, akıllı akış ölçer, sıcaklık ölçerler, kontrol ekipmanları ve tesisatları ve analitik cihazlar yer almaktadır.
36. Wuxi Longsheng Technology Co., Ltd	Çin	300680 CH	Wuxi Longsheng Technology Co, Ltd valf ürünleri üretir ve dağıtır. Şirket dizel egzoz gazı devridaim, emme kapatma ve benzin egzoz gazı devridaim valfleri üretmektedir. Wuxi Longsheng Technology ayrıca soğutucular, sensörler, kontrolörler ve diğeri ürünler de üretmektedir.
37. Shanxi Huaxiang Group Co., Ltd.	Çin	603112 CH	Shanxi Huaxiang Group Co., Ltd. makine parçaları üretir ve satar. Şirket, krank milleri, silindirler, pistonlar, flanşlar, akslar, braketler, yatak kapakları, baskı plakaları, bağlantı çubukları ve daha fazlasını üretmektedir. Şirket, ayrıca otomobil parçaları da üretir.
38. Zhejiang Chunhui Intelligent Control Co., Ltd.	Çin	300943 CH	Zhejiang Chunhui Intelligent Control Co., Ltd, endüstriyel akış kontrol ekipmanı üretmektedir. Şirket, emniyet valfleri, üç yollu valfler, enerji tasarruflu valfler ve diğeri ürünlerin üretimini ve satışını yapmaktadır.
39. Shaoyang Victor Hydraulics Co.	Çin	301079 CH	Shaoyang Victor Hydraulics Co., Ltd. pompalar üretir ve satar. Şirket, dalgıç pompalar, hafif pistonlu pompalar, yüksek basınçlı küçük akışlı pompalar ve diğeri ürünlerin imalatını gerçekleştirir.
40. Kirloskar Brothers Ltd.	Hindistan	KKB IN	Kirloskar Brothers Limited, güçle çalışan pompalar, valfler, beton karıştırıcılar, pulluklar, türbinler ve takım tezgahları üretmektedir. Grup, müşterilerine Hidrolik analiz için Sonlu Eleman Modelleme ve Hesaplamalı Akışkanlar Dinamiği paketleri sunmaktadır.

Kaynak : Bloomberg

Yurtdışı çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/S, PD/DD ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Piyasa değeri 500 Milyon ABD Dolarının üzerinde olan firmalar çarpan analizine dahil edilmezken, söz konusu çarpanların en yüksek değerleri ile 'sıfır' olanları belirlenerek eliminasyona tabi tutulmuştur. Bu şekilde, pazar yaklaşımının ihtiyatlılık ilkesi kuvvetlendirilmiştir.

Tüm bu işlemlerin ardından, FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpan ortalama değerlerine ağırlık verilerek Şirket için yurtdışı çarpanlar üzerinden ağırlık ortalama hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır. F/K çarpanı üzerinden hesaplanan ağırlıklandırılmamış Şirket değeri 1 milyar TL'nin üzerinde olduğu için yurtdışı çarpan analizine dahil edilmemiştir. FD/FAVÖK ve FD/S çarpanlarına %25'er, PD/DD çarpanına ise %50 oranında ağırlık verilerek ağırlıklı ortalama özsermaye değerine



ulaşmıştır. Ardından, bu yöntem ile hesaplanan hedef özsermaye değeri, Şirket'in halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle "Pay Başına Değer" hesaplanmıştır.

Tablo 46

Yurtdışı Çarpan Analizi

Benzer Firmalar	Piyasa Değeri*	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
Qingdao Weflo Valve Co., Ltd.	293,8	20,0	2,82	32,70	3,99
SUFA Technology Industry Co., Ltd.	644,3	83,1	2,63	39,32	3,11
OEM International AB	939,5	13,5	7,52	18,30	2,40
Sichuan Crun Group Co Ltd	378,3	25,7	1,74	56,03	1,96
HMS Networks AB	1.808,0	32,5	14,57	47,62	8,80
Bozhon Precision Industry	1.963,2	67,8	5,52	69,89	3,62
Shenyang Blue Silver Industry	417,8	0,0	5,83	0,00	2,7
Siasun Robot & Automation	2.241,4	0,0	3,68	0,00	4,85
Estun Automation Co Ltd	3.046,1	57,5	7,82	135,79	6,90
Shenzhen Colibri Technolog	964,9	17,1	2,60	378,86	2,95
Shanghai Kelai Mechatronic	884,6	132,3	6,11	216,54	10,92
Jiangxi Haiyuan Composites Technology Co.,Ltd.	711,4	32,9	6,39	0,00	17,24
Suzhou Harmontronics Automation Tech	1.015,8	23,4	7,32	111,93	9,44
Yijiahe Technology Co LTD	2.172,7	20,9	5,40	31,33	10,70
Guangdong Topstar Technology	821,2	63,1	2,46	191,40	1,67
MH Robot & Automation Co Ltd	613,0	42,9	2,38	42,95	5,07
Shenzhen Liande Automatic Equipment Co Ltd	449,9	65,2	2,11	97,83	3,63
Suzhou Secote Precision Electronic Co Ltd	530,7	21,4	2,57	19,16	1,77
Hangzhou Kaierda Welding Robot Co Ltd	360,0	47,4	2,17	32,25	5,57
Shanghai Tianyong Engineering Co Ltd	511,0	418,3	5,67	336,76	6,82
Guangzhou Risong Intelligent Technology Holding Co	338,4	46,4	2,39	69,77	2,13
Jiangsu Beiren Smart Manufacturing Technology Co	453,7	66,8	3,54	139,86	5,15
Dalian Haosen Equipment Manufacturing Co., Ltd	627,9	18,6	3,76	43,05	3,41
Efort Intelligent Equipment Co., Ltd.	741,3	0,0	2,66	0,00	4,11
Zhejiang Linuo Fluid Control Technology Co., Ltd.	307,7	23,1	2,42	23,31	2,74
M+S Hydraulic AD	180,4	12,5	4,83	30,04	3,14
Wuxi Smart Auto-control Engineering Co.,Ltd.	326,5	20,3	2,61	33,89	3,78
Hydraulic Elements & Systems AD	62,4	11,4	2,92	20,00	2,27
JiangSu Changling Hydraulic Co., Ltd	549,4	17,4	2,08	16,97	3,40
Bemco Hydraulics Limited	9,6	7,1	1,77	13,21	1,24
Przedsiębiorstwo Hydrauliki Silowej Hydrotor S.A. M	19,7	5,9	0,81	10,66	0,81
Concentric AB	710,6	13,4	4,22	18,43	2,82
Leader Harmonious Drive Systems Co., Ltd.	4.175,0	96,1	15,01	148,77	58,73
Tianjin Jieqiang Co. Ltd.	535,8	45,9	2,66	182,51	14,19
Chongqing Chuanyi Automation Company Limited p	1.055,6	14,5	2,17	14,38	1,12
Wuxi Longsheng Technology Co.,Ltd	774,9	22,2	5,62	49,56	5,65
Shanxi Huaxiang Group Co., Ltd.	1.089,8	11,2	3,18	20,18	2,14
Zhejiang Chunhui Intelligent Control Co., Ltd	470,6	35,5	3,70	45,89	5,16



Shaoyang Victor Hydraulics Co.	310,5	37,5	4,77	32,42	6,71
Kirloskar Brothers LTD	322,9	12,5	2,20	31,75	0,84
<b>Maksimum</b>	<b>4.175,0</b>	<b>418,33</b>	<b>15,01</b>	<b>378,86</b>	<b>58,73</b>
<b>Minimum</b>	<b>9,6</b>	<b>0,00</b>	<b>0,81</b>	<b>0,00</b>	<b>0,81</b>
<b>Medyan</b>	<b>314,0</b>	<b>19,99</b>	<b>2,42</b>	<b>30,90</b>	<b>2,94</b>

Kaynak : Bloomberg, 18.07.2022 Asya Piyasalarının kapanışı itibarıyla düzenlenmiştir

\*: Milyon ABD Doları

Sonuç olarak, yurtdışı benzer firmaların FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları kullanarak ulaşılan ortalama hedef piyasa değeri 424,3 Milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 16,97 TL olarak hesaplanmaktadır

Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Özkaynak	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	19,99	36.373.895				37.350.869	25,0%	172.440.823
FD/S	2,94			188.571.003		37.350.869	25,0%	129.261.970
F/K	30,90		37.752.759				0,00	0,00
PD/DD	2,42				101.295.290		50,0%	122.567.301
<b>İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri</b>								<b>424.270.094</b>
<b>İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Pay Değeri (TL)</b>								<b>16,97</b>

Kaynak : Bloomberg, AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

\*: 18.07.2022 Asya Piyasalarının kapanışı itibarıyla düzenlenmiştir

## 9. SONUÇ

UDS Uluslararası Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ilgili varlığa en uygun yöntemin bulunması gerekmektedir. Bu kapsamda, HKTM'nin gelecekteki gelirin tutarına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunmamasından dolayı Gelir Yaklaşımı kullanılmıştır. İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.1 maddesinde belirtilen nedenlerden ötürü Maliyet (Defter Değeri) Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır. Şirket ile Borsa İstanbul'da benzer faaliyetlere sahip firma bulunmadığından yurtiçi Makina ve Metal Eşya Sektörü ile İmalat Sanayi Sektörü piyasa çarpanları yöntemi ile Özsermaye Değer tespiti yapılmıştır. Öte yandan, yurtdışında Şirket'e önemli ölçüde benzerlik taşıyan şirketlerin aktif olarak organize piyasalarda işlem görmesi nedeniyle yurtdışı benzer şirket çarpanları da değerlendirme modelinde kullanılmıştır. Her iki yöntem de 8.3.3.1 ve 8.3.3.2 bölümlerinde belirtilen eliminasyon işlemlerine tabi tutulmuştur.

Bu şekilde, değerlendirme çalışmamızda indirgenmiş nakit akımı (İNA) yöntemini ve çarpan analiz yöntemlerini incelemiş bulunuyoruz. İNA yöntemine %70 ve piyasa çarpanları yöntemine %30 oranlarında ağırlık verdiğimiz değerlendirme çalışmasında 343.856.027 TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Söz konusu hedef piyasa



değerini, halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değerini 13,75 TL olarak hesaplamaktayız. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,00 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına 11,00 TL'lik halka arz fiyatına ulaşmaktayız.

Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin; güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür. Bununla birlikte, kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanması durumunda işbu raporda elde edilen değerlerden daha farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

Tablo 48		Değerleme Sonucu		
		Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
1.İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)		318.838.271	70,0%	223.186.790
2.Piyasa Çarpan Analizi		402.230.792	30,0%	120.669.237
	Yurtiçi	380.191.489	15,0%	57.028.723
	Yurtdışı	424.270.094	15,0%	63.640.514
<b>Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri</b>				<b>343.856.027</b>
Çıkarılmış Sermaye				25.000.000
Pay Başına Değer				13,75
İskonto Oranı				20,00%
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri</b>				<b>275.084.822</b>
<b>İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>				<b>11,00</b>

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 49	Çarpan Analizi	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
Hisse Başına Defter Değeri (TL)	4,05	5,79
FD/Net Satışlar (x)	2,02	1,70
FD/FAVÖK (x)	7,59	6,39
F/K (x)	9,11	10,20
PD/DD (x)	3,39	1,90

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydanı Sk. B.10.11.12.13.14.15.16.17.18.19.20.21.22.23.24.25.26.27.28.29.30.31.32.33.34.35.36.37.38.39.40.41.42.43.44.45.46.47.48.49.50.51.52.53.54.55.56.57.58.59.60.61.62.63.64.65.66.67.68.69.70.71.72.73.74.75.76.77.78.79.80.81.82.83.84.85.86.87.88.89.90.91.92.93.94.95.96.97.98.99.100.101.102.103.104.105.106.107.108.109.110.111.112.113.114.115.116.117.118.119.120.121.122.123.124.125.126.127.128.129.130.131.132.133.134.135.136.137.138.139.140.141.142.143.144.145.146.147.148.149.150.151.152.153.154.155.156.157.158.159.160.161.162.163.164.165.166.167.168.169.170.171.172.173.174.175.176.177.178.179.180.181.182.183.184.185.186.187.188.189.190.191.192.193.194.195.196.197.198.199.200.201.202.203.204.205.206.207.208.209.210.211.212.213.214.215.216.217.218.219.220.221.222.223.224.225.226.227.228.229.230.231.232.233.234.235.236.237.238.239.240.241.242.243.244.245.246.247.248.249.250.251.252.253.254.255.256.257.258.259.260.261.262.263.264.265.266.267.268.269.270.271.272.273.274.275.276.277.278.279.280.281.282.283.284.285.286.287.288.289.290.291.292.293.294.295.296.297.298.299.300.301.302.303.304.305.306.307.308.309.310.311.312.313.314.315.316.317.318.319.320.321.322.323.324.325.326.327.328.329.330.331.332.333.334.335.336.337.338.339.340.341.342.343.344.345.346.347.348.349.350.351.352.353.354.355.356.357.358.359.360.361.362.363.364.365.366.367.368.369.370.371.372.373.374.375.376.377.378.379.380.381.382.383.384.385.386.387.388.389.390.391.392.393.394.395.396.397.398.399.400.401.402.403.404.405.406.407.408.409.410.411.412.413.414.415.416.417.418.419.420.421.422.423.424.425.426.427.428.429.430.431.432.433.434.435.436.437.438.439.440.441.442.443.444.445.446.447.448.449.450.451.452.453.454.455.456.457.458.459.460.461.462.463.464.465.466.467.468.469.470.471.472.473.474.475.476.477.478.479.480.481.482.483.484.485.486.487.488.489.490.491.492.493.494.495.496.497.498.499.500.501.502.503.504.505.506.507.508.509.510.511.512.513.514.515.516.517.518.519.520.521.522.523.524.525.526.527.528.529.530.531.532.533.534.535.536.537.538.539.540.541.542.543.544.545.546.547.548.549.550.551.552.553.554.555.556.557.558.559.560.561.562.563.564.565.566.567.568.569.570.571.572.573.574.575.576.577.578.579.580.581.582.583.584.585.586.587.588.589.590.591.592.593.594.595.596.597.598.599.600.601.602.603.604.605.606.607.608.609.610.611.612.613.614.615.616.617.618.619.620.621.622.623.624.625.626.627.628.629.630.631.632.633.634.635.636.637.638.639.640.641.642.643.644.645.646.647.648.649.650.651.652.653.654.655.656.657.658.659.660.661.662.663.664.665.666.667.668.669.670.671.672.673.674.675.676.677.678.679.680.681.682.683.684.685.686.687.688.689.690.691.692.693.694.695.696.697.698.699.700.701.702.703.704.705.706.707.708.709.710.711.712.713.714.715.716.717.718.719.720.721.722.723.724.725.726.727.728.729.730.731.732.733.734.735.736.737.738.739.740.741.742.743.744.745.746.747.748.749.750.751.752.753.754.755.756.757.758.759.760.761.762.763.764.765.766.767.768.769.770.771.772.773.774.775.776.777.778.779.780.781.782.783.784.785.786.787.788.789.790.791.792.793.794.795.796.797.798.799.800.801.802.803.804.805.806.807.808.809.810.811.812.813.814.815.816.817.818.819.820.821.822.823.824.825.826.827.828.829.830.831.832.833.834.835.836.837.838.839.840.841.842.843.844.845.846.847.848.849.850.851.852.853.854.855.856.857.858.859.860.861.862.863.864.865.866.867.868.869.870.871.872.873.874.875.876.877.878.879.880.881.882.883.884.885.886.887.888.889.890.891.892.893.894.895.896.897.898.899.900.901.902.903.904.905.906.907.908.909.910.911.912.913.914.915.916.917.918.919.920.921.922.923.924.925.926.927.928.929.930.931.932.933.934.935.936.937.938.939.940.941.942.943.944.945.946.947.948.949.950.951.952.953.954.955.956.957.958.959.960.961.962.963.964.965.966.967.968.969.970.971.972.973.974.975.976.977.978.979.980.981.982.983.984.985.986.987.988.989.990.991.992.993.994.995.996.997.998.999.1000.1001.1002.1003.1004.1005.1006.1007.1008.1009.1010.1011.1012.1013.1014.1015.1016.1017.1018.1019.1020.1021.1022.1023.1024.1025.1026.1027.1028.1029.1030.1031.1032.1033.1034.1035.1036.1037.1038.1039.1040.1041.1042.1043.1044.1045.1046.1047.1048.1049.1050.1051.1052.1053.1054.1055.1056.1057.1058.1059.1060.1061.1062.1063.1064.1065.1066.1067.1068.1069.1070.1071.1072.1073.1074.1075.1076.1077.1078.1079.1080.1081.1082.1083.1084.1085.1086.1087.1088.1089.1090.1091.1092.1093.1094.1095.1096.1097.1098.1099.1100.1101.1102.1103.1104.1105.1106.1107.1108.1109.1110.1111.1112.1113.1114.1115.1116.1117.1118.1119.1120.1121.1122.1123.1124.1125.1126.1127.1128.1129.1130.1131.1132.1133.1134.1135.1136.1137.1138.1139.1140.1141.1142.1143.1144.1145.1146.1147.1148.1149.1150.1151.1152.1153.1154.1155.1156.1157.1158.1159.1160.1161.1162.1163.1164.1165.1166.1167.1168.1169.1170.1171.1172.1173.1174.1175.1176.1177.1178.1179.1180.1181.1182.1183.1184.1185.1186.1187.1188.1189.1190.1191.1192.1193.1194.1195.1196.1197.1198.1199.1200.1201.1202.1203.1204.1205.1206.1207.1208.1209.1210.1211.1212.1213.1214.1215.1216.1217.1218.1219.1220.1221.1222.1223.1224.1225.1226.1227.1228.1229.1230.1231.1232.1233.1234.1235.1236.1237.1238.1239.1240.1241.1242.1243.1244.1245.1246.1247.1248.1249.1250.1251.1252.1253.1254.1255.1256.1257.1258.1259.1260.1261.1262.1263.1264.1265.1266.1267.1268.1269.1270.1271.1272.1273.1274.1275.1276.1277.1278.1279.1280.1281.1282.1283.1284.1285.1286.1287.1288.1289.1290.1291.1292.1293.1294.1295.1296.1297.1298.1299.1300.1301.1302.1303.1304.1305.1306.1307.1308.1309.1310.1311.1312.1313.1314.1315.1316.1317.1318.1319.1320.1321.1322.1323.1324.1325.1326.1327.1328.1329.1330.1331.1332.1333.1334.1335.1336.1337.1338.1339.1340.1341.1342.1343.1344.1345.1346.1347.1348.1349.1350.1351.1352.1353.1354.1355.1356.1357.1358.1359.1360.1361.1362.1363.1364.1365.1366.1367.1368.1369.1370.1371.1372.1373.1374.1375.1376.1377.1378.1379.1380.1381.1382.1383.1384.1385.1386.1387.1388.1389.1390.1391.1392.1393.1394.1395.1396.1397.1398.1399.1400.1401.1402.1403.1404.1405.1406.1407.1408.1409.1410.1411.1412.1413.1414.1415.1416.1417.1418.1419.1420.1421.1422.1423.1424.1425.1426.1427.1428.1429.1430.1431.1432.1433.1434.1435.1436.1437.1438.1439.1440.1441.1442.1443.1444.1445.1446.1447.1448.1449.1450.1451.1452.1453.1454.1455.1456.1457.1458.1459.1460.1461.1462.1463.1464.1465.1466.1467.1468.1469.1470.1471.1472.1473.1474.1475.1476.1477.1478.1479.1480.1481.1482.1483.1484.1485.1486.1487.1488.1489.1490.1491.1492.1493.1494.1495.1496.1497.1498.1499.1500.1501.1502.1503.1504.1505.1506.1507.1508.1509.1510.1511.1512.1513.1514.1515.1516.1517.1518.1519.1520.1521.1522.1523.1524.1525.1526.1527.1528.1529.1530.1531.1532.1533.1534.1535.1536.1537.1538.1539.1540.1541.1542.1543.1544.1545.1546.1547.1548.1549.1550.1551.1552.1553.1554.1555.1556.1557.1558.1559.1560.1561.1562.1563.1564.1565.1566.1567.1568.1569.1570.1571.1572.1573.1574.1575.1576.1577.1578.1579.1580.1581.1582.1583.1584.1585.1586.1587.1588.1589.1590.1591.1592.1593.1594.1595.1596.1597.1598.1599.1600.1601.1602.1603.1604.1605.1606.1607.1608.1609.1610.1611.1612.1613.1614.1615.1616.1617.1618.1619.1620.1621.1622.1623.1624.1625.1626.1627.1628.1629.1630.1631.1632.1633.1634.1635.1636.1637.1638.1639.1640.1641.1642.1643.1644.1645.1646.1647.1648.1649.1650.1651.1652.1653.1654.1655.1656.1657.1658.1659.1660.1661.1662.1663.1664.1665.1666.1667.1668.1669.1670.1671.1672.1673.1674.1675.1676.1677.1678.1679.1680.1681.1682.1683.1684.1685.1686.1687.1688.1689.1690.1691.1692.1693.1694.1695.1696.1697.1698.1699.1700.1701.1702.1703.1704.1705.1706.1707.1708.1709.1710.1711.1712.1713.1714.1715.1716.1717.1718.1719.1720.1721.1722.1723.1724.1725.1726.1727.1728.1729.1730.1731.1732.1733.1734.1735.1736.1737.1738.1739.1740.1741.1742.1743.1744.1745.1746.1747.1748.1749.1750.1751.1752.1753.1754.1755.1756.1757.1758.1759.1760.1761.1762.1763.1764.1765.1766.1767.1768.1769.1770.1771.1772.1773.1774.1775.1776.1777.1778.1779.1780.1781.1782.1783.1784.1785.1786.1787.1788.1789.1790.1791.1792.1793.1794.1795.1796.1797.1798.1799.1800.1801.1802.1803.1804.1805.1806.1807.1808.1809.1810.1811.1812.1813.1814.1815.1816.1817.1818.1819.1820.1821.1822.1823.1824.1825.1826.1827.1828.1829.1830.1831.1832.1833.1834.1835.1836.1837.1838.1839.1840.1841.1842.1843.1844.1845.1846.1847.1848.1849.1850.1851.1852.1853.1854.1855.1856.1857.1858.1859.1860.1861.1862.1863.1864.1865.1866.1867.1868.1869.1870.1871.1872.1873.1874.1875.1876.1877.1878.1879.1880.1881.1882.1883.1884.1885.1886.1887.1888.1889.1890.1891.1892.1893.1894.1895.1896.1897.1898.1899.1900.1901.1902.1903.1904.1905.1906.1907.1908.1909.1910.1911.1912.1913.1914.1915.1916.1917.1918.1919.1920.1921.1922.1923.1924.1925.1926.1927.1928.1929.1930.1931.1932.1933.1934.1935.1936.1937.1938.1939.1940.1941.1942.1943.1944.1945.1946.1947.1948.1949.1950.1951.1952.1953.1954.1955.1956.1957.1958.1959.1960.1961.1962.1963.1964.1965.1966.1967.1968.1969.1970.1971.1972.1973.1974.1975.1976.1977.1978.1979.1980.1981.1982.1983.1984.1985.1986.1987.1988.1989.1990.1991.1992.1993.1994.1995.1996.1997.1998.1999.2000.2001.2002.2003.2004.2005.2006.2007.2008.2009.2010.2011.2012.2013.2014.2015.2016.2017.2018.2019.2020.2021.2022.2023.2024.2025.2026.2027.2028.2029.2030.2031.2032.2033.2034.2035.2036.2037.2038.2039.2040.2041.2042.2043.2044.2045.2046.2047.2048.2049.2050.2051.2052.2053.2054.2055.2056.2057.2058.2059.2060.2061.2062.2063.2064.2065.2066.2067.2068.2069.2070.2071.2072.2073.2074.2075.2076.2077.2078.2079.2080.2081.2082.2083.2084.2085.2086.2087.2088.2089.2090.2091.2092.2093.2094.2095.2096.2097.2098.2099.2100.2101.2102.2103.2104.2105.2106.2107.2108.2109.2110.2111.2112.2113.2114.2115.2116.2117.2118.2119.2120.2121.2122.2123.2124.2125.2126.2127.2128.2129.2130.2131.2132.2133.2134.2135.2136.2137.2138.2139.2140.2141.2142.2143.2144.2145.2146.2147.2148.2149.2150.2151.2152.2153.2154.2155.2156.2157.2158.2159.2160.2161.2162.2163.2164.2165.2166.2167.2168.2169.2170.2171.2172.2173.2174.2175.2176.2177.2178.2179.2180.2181.2182.2183.2184.2185.2186.2187.2188.2189.2190.2191.2192.2193.2194.2195.2196.2197.2198.2199.2200.2201.2202.2203.2204.2205.2206.2207.2208.2209.2210.2211.2212.2213.2214.2215.2216.2217.2218.2219.2220.2221.2222.2223.2224.2225.2226.2227.2228.2229.2230.2231.2232.2233.2234.2235.2236.2237.2238.2239.2240.2241.2242.2243.2244.2245.2246.2247.2248.2249.2250.2251.2252.2253.2254.2255.2256.2257.2258.2259.2260.2261.2262.2263.2264.2265.2266.2267.2268.2269.2270.2271.2272.2273.2274.2275.2276.2277.2278.2279.2280.2281.2282.2283.2284.2285.2286.2287.2288.2289.2290.2291.2292.2293.2294.2295.2296.2297.2298.2299.2300.2301.2302.2303.2304.2305.2306.2307.2308.2309.2310.2311.2312.2313.2314.2315.2316.2317.2318.2319.2320.2321.2322.2323.2324.2325.2326.2327.2328.2329.2330.2331.2332.2333.2334.2335.2336.2337.2338.2339.2340.2341.2342.2343.2344.2345.2346.2347.2348.2349.2350.2351.2352.2353.2354.2355.2356.2357.2358.2359.2360.2361.2362.2363.2364.2365.2366.2367.2368.2369.2370.2371.2372.2373.2374.2375.2376.2377.2378.2379.2380.2381.2382.2383.2384.2385.2386.2387.2388.2389.2390.2391.2392.2393.2394.2395.2396.2397.2398.2399.2400.2401.2



## Ek 1: Sorumluluk Beyanı

### SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156  
06530 Ankara



Beybi Giz Plaza Meydan Sok.  
No:1 Kat:2 D: 5 -6 34398 Maslak/İstanbul  
Tel: (212) 371 18 00, Faks: (212) 371 18 01

İstanbul, 19.07.2022

#### Konu : Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık 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 uydüğümüz, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

#### A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sk. Beybi Giz Plaza  
No:1 K:2 D: 5-F Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak V.D.: 387 004 3521 Tic Sic.No:270187  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100015

Ahmet Hulusi KONUK  
Genel Müdür Yardımcısı

Sertan KARGIN  
Direktör



## Ek 2: Yetkinlik Beyanı

### SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156  
06530 Ankara



Beybi Giz Plaza Meydan Sok.  
No:1 Kat:2 D: 5 -6 34398 Maslak/İstanbul  
Tel: (212) 371 18 00, Faks: (212) 371 18 01

İstanbul, 19.07.2022

### Konu : Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 17.05.2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca, gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı veya Türev Araçlar Lisansı'na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı kurumsal finansman bölümüne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiği ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisinin bulunmadığı ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

### A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sk. Beybi Giz Plaza  
No 1 Kat:2 D: 5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak YOLU: 388 004 3521 Tic Sic No: 277488  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 03880043520000000000000000000000



Ahmet Hulusi KONUK  
Genel Müdür Yardımcısı

Sertan KARGIN  
Direktör



### Ek 3: Lisans Belgeleri

Sertan Kargın

 Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı	22.01.2006	1.06.2016	4.10.2023	202976	Aktif Lisans
 Türev Araçlar Lisansı	20.12.2015	20.04.2016	28.12.2024	307458	Aktif Lisans

A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sk. Beybi Giz Plaza  
No: 2 D: 9 Kat Kat: 9 Kat No: 9 Kat  
İstanbul - 338 004 3521 Tic Sic No: 270185  
www.a1capital.com.tr  
Meris No: 0386004352100015