

**KONTROLMATİK TEKNOLOJİ ENERJİ VE  
MÜHENDİSLİK ANONİM ŞİRKETİ  
("Şirket" veya "Kontrolmatik")**

**Halka Arz Fiyat Tespit Raporu**

**02.09.2020**

Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.  


## İçindekiler

1. Yönetici Özeti .....	3
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler .....	4
2.1. Şirket'in Genel Bilgileri .....	4
2.1.1. Sermaye ve Ortaklık Yapısı .....	5
2.2. Şirket'in Faaliyetleri .....	5
2.2.1 Ana ürün-hizmet alanları .....	7
2.2.2 Büyüme stratejisi .....	9
2.2.3 Faaliyetlerden elde edilen gelirlerin dağılımı.....	10
2.3 Finansal Bilgiler .....	10
2.3.1 Gelir Tablosu .....	10
2.3.2 Bilanço.....	12
3. Sektör Hakkında Bilgi.....	16
4. Değerleme Çalışması.....	17
4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan .....	17
4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar .....	18
4.3. Değerleme proje ekibi .....	19
5. Değerleme Analizi .....	19
5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler .....	19
5.2 Çarpan Analizi .....	20
5.2.1 Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri.....	20
5.2.2 Yurtiçi Ana Pazar Çarpan Değerleri.....	21
5.2.3 Yurtiçi BİST-100 Çarpan Değerleri.....	22
5.2.4 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları .....	22
5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi.....	23
5.3.1 Varsayımlar .....	23
5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu .....	23
5.3.3 Ticari İşletme Sermayesi İhtiyacı .....	25
5.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman .....	25
5.3.5 Net Finansal Borç veya Net Nakit .....	26
5.3.6 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) .....	26
5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları .....	27
5.4 Sonuç .....	27

  
Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.

## 1. Yönetici Özeti

02.09.2020 tarihli ve 2020/04 sayılı bu rapor, 15.05.2020 tarihinde Kontrolmatik Teknoloji Enerji ve Mühendislik A.Ş. ("Kontrolmatik", "İhraççı" veya "Şirket") ile Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Gedik Yatırım") arasında imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi gereği Şirket'in özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

**Proje Ekibi:** Konusunda uzman çalışma ekibi, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman departmanı Genel Müdür Yardımcısı Sn. Arda Alataş tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 15 yıla yakın tecrübeye sahiptir.

**Arda Alataş,** Kurumsal Finansman'dan sorumlu Genel Müdür Yardımcısı, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 15 yıla yakın deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiş ve birçok halka arz projesinde çalışmıştır. Özelleştirmeler konusunda da deneyimli olan Arda Alataş, EÜAŞ santrallerinin özelleştirilmesi projesinde toplamda 8,7 milyar ABD doları ve 6,2 milyar TL değerinde 25 ihalenin sağlıklı bir şekilde sonuçlanmasında Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na finansal ve stratejik danışmanlık hizmeti vermiştir. Arda Alataş, İstanbul Teknik Üniversitesi'nde Metalurji Mühendisliği Lisans ve Koç Üniversitesi'nde İşletme Yüksek Lisans mezunudur. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.23736)

**Eylem Çiftçi,** Kurumsal Finansman Müdürü, aracı kurumların araştırma ve kurumsal finansman departmanlarında 10 yılın üzerinde deneyimi bulunan Eylem Çiftçi, çok sayıda halka arz projesinde çalışmış, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na çok sayıda projede satıcı taraf danışmanlığı hizmeti vermiştir. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.20366)

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak 4.1 no.lu başlıkta yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Abaküs Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 31.12.2017-2018-2019 yılları ve 30.06.2020 ara dönemi için hazırlanan özel bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2020-2024 yılları pro forma finansal tahminleri ve Gedik Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Gedik Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Gedik Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) Gedik Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Şirket'in rekabet ettiği pazar ve ürüne ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari incelemesi raporu bulunmamaktadır. Dolayısıyla, verilen tahminleri bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. Gedik Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
2. **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi



Değerleme metodolojileri sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 273.224.834 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Çıkarılmış sermayesi 30.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri **9,11 TL** olarak hesaplanmıştır. %24,2 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 207.000.000 TL, pay başına değer ise **6,90 TL** olarak hesaplanmıştır. 6.250.000 TL'si sermaye artırımını, 1.000.000 TL'si ortak satışı yoluyla olmak üzere halka arz edilecek nominal payların toplamı 7.250.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 50.025.000 TL olup, halka açıklık oranı %20 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 36.250.000 TL, özsermaye değeri ise 250.125.000 TL'ye tekabül etmektedir.

DEĞERLEME SONUCU	Ağırlık	Sonuç
İNA analizine göre Özsermaye Değeri		290.113.052
Pay Başına Değer	50%	9,67
Çarpanlar analizine göre Özsermaye Değeri		256.336.615
Pay Başına Değer	50%	8,54
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>	<b>100%</b>	<b>273.224.834</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b>		<b>9,11</b>

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	273.224.834
Halka Arz İskontosu	24,2%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri *	207.000.000
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	30.000.000
<b>Halka Arz Pay Başına Değer</b>	<b>6,90</b>
Sermaye Artırım Oranı	20,83%
Sermaye Artırımı Nominal Pay Tutarı	6.250.000
Ortak Satışı Nominal Pay Tutarı	1.000.000
Halka Arz Edilecek Nominal Pay Tutarı	7.250.000
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	<b>50.025.000</b>
Halka Arz Sonrası Özsermaye Değeri	250.125.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	36.250.000
Halka Açıklık Oranı	20,00%

\* Yuvarlama yapılmıştır

## 2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

### 2.1. Şirket'in Genel Bilgileri

Şirket, İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğü'ne 21.01.2008 tarihinde 652377 sicil numarası ile tescil edilmek suretiyle süresiz olarak kurulmuştur. Şirket faaliyetlerini "Oruç Reis Mah. Tekstilkent Cad. No:12-B/154 Esenler/İstanbul" adresindeki merkez ofisinde sürdürmektedir.

Şirket, yurtiçi ve yurt dışındaki müşterilerine ağırlıklı olarak enerji kaynaklarını verimli kullanmak için farklı projeler ve hizmetler sunmaktadır.

Kontrolmatik'in 30.06.2020 itibarıyla çalışan personel sayısı 138'dir.


  
 Gedik Yatırım
   
 Menkul Değerler A.Ş.



### 2.1.1. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Halka arz öncesi		Halka arz sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Sami Aslanhan	15.000.000	50,0%	14.500.000	40,0%
Ömer Ünsalan	15.000.000	50,0%	14.500.000	40,0%
Halka arz edilecek paylar	-		7.250.000	20,0%
<b>Toplam</b>	<b>30.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>36.250.000</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: Şirket'in 30.06.2020 tarihli Denetim Raporu

### 2.2. Şirket'in Faaliyetleri

Kontrolmatik'in ana faaliyeti yurtiçi ve yurtdışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlara başta elektrik üretim santralleri, elektrik iletim ve dağıtım tesisleri olmak üzere petrol, gaz, şeker, gübre, kâğıt, çimento, maden vb. endüstriyel proseslerde, ulaşım sektöründe ise altyapı projeleri için operasyonel teknoloji çözümleri sunmak, operasyonel teknoloji paketlerinin bilgi teknolojileri ile entegrasyon proje ve yazılımlarını gerçekleştirmek, yukarıdaki sıralanan tesis ve sektörlerin tüm elektrik, elektromekanik, mekanik, konstrüksiyon ve yapı işleri ile koruma, kontrol, izleme, yazılım, haberleşme altyapıları, siber güvenlik ihtiyaçları için temel tasarım kapsamlarından başlayıp işletmeye alınmasına kadar gerekli tüm mühendislik, tedarik, inşa, test ve devreye alma hizmetlerini uçtan uca, anahtar teslim tek bir çatı altında sunmak ve gerçekleştirmek.

Kontrolmatik'in faturaya dönüştürdüğü ilk işi 2018 yılındaki Microsoft Genel Müdürlük Binası -Bina Otomasyon ve Zayıf Akım Sistemi projesidir. Proje kapsamında genel müdürlük binasının akıllı binaya dönüşebilmesi ve belirli yangın düzenlemelerini sağlayabilmesi için gerekli teknolojik altyapı (sıcaklık, nem, basınç, duman, alev vb. sensörleri, iklimlendirme yönetim ekipmanları vb.) kurularak merkezi bir sistemden izlenebilir ve kontrol edilebilir hale getirilmesi gerçekleştirilmiştir. Kontrolmatik, bu proje ve daha önce çalıştıkları şirketlerden edindikleri tecrübelerle Bina Otomasyonu ve Mekanik Otomasyon alanlarında Türkiye'de birçok proje tamamlanmıştır.

İlk yurtdışı işi olan Azerbaycan Zagalata Havalimanı Bina Otomasyon İşleri yine 2008 yılının Ocak ayında imzalamıştır. Bu işin ardından yurtdışında tamamladığı Libya'da Sirte Havalimanı, Azerbaycan'da Haydar Aliyev Cumhurbaşkanlığı Köşkü, bina otomasyonu ve elektrifikasyon işleri ile tecrübesini artırmıştır. Projelerin kapsamında hizmet verilen binalara ait akıllı bina teknoloji altyapısı (sıcaklık, nem, basınç, duman, alev sensörleri, iklimlendirme yönetim ekipmanları vb.) kurularak binaların merkezi bir sistemden izlenebilir ve kontrol edilebilir hale getirilmesi gerçekleştirilmiştir.

Sektörün önde gelen elektrik firmalarından İsviçre merkezli ABB firması ile hem Türkiye hem de küresel bazda 2010 yılında başlayan partnerliği bulunmaktadır.

Kontrolmatik'in büyüme stratejisinde öncelikli bir yer tutacak olan ulaşım sektöründe daha önce Levent-Hisarüstü metrosunda çalışma yapan Kontrolmatik'in gerçekleştirdiği en önemli işler 2011 yılında Avrasya Metro Grubu ile imzaladığı o zamana kadar Türkiye de yapılan en uzun metro hattı olan Kartal-Kadıköy Metrosu Çevresel Kontrol Sistemleri (Environment Control Systems - ECS) ve Otomasyon Sistemleri ve Gülermak-Doğuş ile imzaladığı İkitelli-Olimpiyat ECS ve Otomasyon Sistemleri işleri olmuştur. Bu projelerde bahsedilen metro hatlarında bulunan istasyonlara ve metro tünellerine ait havalandırma, yangın ve iklimlendirme sistemlerinin teknoloji altyapılarının kurulması ve merkezi bir sistemden izlenebilir hale getirilmesi kapsamı gerçekleştirilmiştir. Bu işler ile birlikte İstanbul'un hem Asya hem de Avrupa yakasındaki prestijli metro projelerinde yer almış ve ulaşım sektöründeki etkinliğini artırmıştır. Bu alanda daha sonra tamamlayacağı Üsküdar-Ümraniye Metro Hattı ECS, Tünel Havalandırma ve Kontrol Odası (Doğuş İnşaat), Mahmutbey-Mecidiyeköy Metro Hattı AG Pano Sistemleri (Alarko Taahhüt Grubu), TCDD Telekomand Merkezleri (Çerkezköy, Adana, İzmir, Malatya, Sivas, Ankara'da TCDD'ye ait elektrik hatlarının kurulan enerji yönetim sistemi ile tek merkezden kontrolü, izlenmesi, raporlanması) ve Tünel Elektromekanik Sistemleri (İstanbul Taksim, Ankara Protokol) projelerine de öncü olmuştur.

2011 yılı itibarıyla Kontrolmatik, faaliyet alanlarını artırma kararı almış olup, hali hazırda çalışıyor olduğu Bina Teknolojileri ve Ulaşım Sistemleri sektörlerine ek olarak Enerji sektöründe de çalışmaya başlamıştır. Enerji sektörüne ilk olarak Zorlu Enerji'nin 4 adet Gaz Santralinde santrale ait elektrik güçlerini kontrol etmek ve TEİAŞ merkezi sistemine raporlamak için Kontrol Sistemleri kurarak başlamıştır. İlerleyen dönemde Irak Süleymaniye ve Erbil bölgesinde aldığı Enerji Santrali ve Yüksek Gerilim Şalt Merkezi rehabilitasyon işlerinde üstlendiği kontrol ve koruma sistemi tedarik ve entegrasyonu kapsamı ile bu sektörde yurtdışındaki ilk işlerini tamamlamıştır.

Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.

27.01.2012 tarihinde şirket merkezini Tekstilkent Ticaret Merkezi Koza Plaza A Blok Kat:3 No:11 İstanbul adresine taşıyarak yeni adresini İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde tescil ettirmiş, adres değişikliği 7998 sayı ve 03.02.2012 tarihli TTSG'de ilan edilmiştir.

2012 yılından sonra Enerji Santrallerinde ve Yüksek Gerilim Şalt Merkezleri projelerinde faaliyetini artıran Kontrolmatik, yurtdışında Irak başta olmak üzere, Türkmenistan, Suudi Arabistan, Afganistan, Ürdün gibi ülkelerde projeler tamamlamıştır.

2012 yılında Kontrolmatik, Etiyopya'da Tanas Beles Şeker fabrikası işi için Ethiopia Metec şirketi ile Afrika'daki ilk sözleşmesini imzalamıştır. İlerleyen dönemde aynı ülkede bu projenin devamı niteliğinde Omo Kuraz Şeker Fabrikası projesinde de çalışmıştır.

Kontrolmatik Bina Yönetim Sistemleri Sanayi ve Dış Ticaret Limited Şirketi olan unvanını 24.05.2012 tarihinde Kontrolmatik Enerji Yönetim Sistemleri Sanayi ve Dış Ticaret Limited Şirketi olarak değiştirmiş ve tescil ettirmiştir.

2013 yılında, Irak 132kV-33kV Mobil Şalt Sahaları, Eti Maden Kırka'da 3 adet evaparatör ünitesi, Kirazlık HES LV Panel, DCS and Kontrol Sistemleri, Levent-Hisarüstü Metro Jet Fan İşleri, Gübre Fabrikaları Generatör İkaz, Koruma ve Senkron Sistemleri, Taksim Tünel SCADA Sistemi ve Bursa T1 Raylı SCADA Sistemi işlerini tamamlamıştır.

2014 yılında ilk anahtar teslim işi olan Eti Kırka Kompresör İstasyonu işini o zamana kadar hali hazırda faaliyette olduğu Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü'nden ihale yoluyla almıştır. Bu proje, Kontrolmatik'in inşaat, mekanik, elektrik ve otomasyon olarak tam kapsamlı tamamladığı ilk iş olmuştur.

2014 yılında Avrupa'da ilk işini Limak Priştina Havalimanı Enerji İzleme Sistemi işi ile tamamlamıştır.

03.09.2014 tarihinde nev'i değişikliği ile Kontrolmatik Enerji Yönetim Sistemleri Sanayi ve Dış Ticaret Limited Şirketi olan unvanını, Kontrolmatik Enerji ve Mühendislik Anonim Şirketi olarak değiştirmiş, nev'i değişikliği sonucunda değişen esas sözleşme 8649 sayı ve 09.09.2014 tarihli TTSG'de ilan edilmiştir.

09.09.2014 tarihinde şirket merkezini Tekstilkent Ticaret Merkezi Koza Plaza A Blok Kat:15 No:58 İstanbul adresine taşıyarak yeni adresini İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde tescil ettirmiş, adres değişikliği 8653 sayı ve 15.09.2014 tarihli TTSG'de ilan edilmiştir.

2015 yılında Türkiye'nin en büyük Organize Sanayi Bölgesi olan İkitelli OSB'nin Enerji Yönetim Sistemi projesini tamamlamıştır. Aynı zamanda Enerji Yönetim Sistemi işletmesinin de Kontrolmatik tarafından yapıldığı proje, dağıtım şirketlerinden sonra o güne kadar Türkiye'de gerçekleşen en büyük Enerji Yönetim Sistemi projesi olmuştur.

2016 yılında elektrik arz güvenliğini arttırmak ve generatör optimizasyonunu sağlamak için enerji santrallerinde kullanılmak üzere güç sistemi dengeleyicisi (Power System Stabilizer - PSS) modül ve sistemi projesi çalışmalarına başlanılmıştır. Aynı yıl içerisinde yapılan çalışmalar neticesinde Türkiye'nin en büyük üç kömür santralinde matematiksel modelleme ve optimizasyon projeleri gerçekleştirilmiştir. Yapılan çalışmalar neticesinde santrallerin şebekeden gelen olumsuz etkilerden korunması sağlanmış ve bu olumsuz etkileri daha hızlı ve güvenli bir şekilde sönlendiren hem generatörlerinin korunmasını hem de operasyonlarının daha güvenli şekilde devam etmeleri sağlanmıştır. Şirket'in tamamladığı güç sistemi dengeleyicisi projesi sayesinde elektrik şebekesinden kaynaklı dalgalanmaların generatöre etkileri azaltılarak beklenmedik enerji kesintileri engellenmiş ve arz güvenliği artırılarak yıllık operasyon saatleri yükseltilmiştir.

2016 yılında hizmet verdiği sektörlere ait teknoloji trendlerini takip eden Kontrolmatik, bünyesinde Yazılım ve Nesnelerin İnterneti (IoT – Internet of Things) departmanı açmış ve güncel trend olan Endüstri 4.0 ve Sanayi'de Teknoloji ve Siber Güvenlik alanlarına yatırım yapmaya başlamıştır.

2017 yılı itibarıyla artan Mühendislik, Tedarik ve Kurulum (EPC) işlerine cevap vermek adına kurumsal organizasyon yapısını güncelleyen Kontrolmatik, şirketteki teknik faaliyetleri Anahtar Teslim Projeler, Mühendislik, Test ve Devreye Alma, Kontrol Sistemleri, Haberleşme Sistemleri, Yazılım ve IoT olarak 6 bölüme ayırmış ve sistematik yaklaşımını kuvvetlendirmiştir.

2017 yılında şebeke ölçeğinde enerji depolama sistemleri için teknoloji çalışmalarına başlanmıştır.

2018 yılında Yazılım ve IoT alanında ülkenin prestijli projelerden biri olan 3. Havalimanı-İGA projesinde yer almış ve IoT-Lorawan Savaş İzleme Sistemi projesiyle bugüne kadar Türkiye'deki en büyük IoT işlerinden birini gerçekleştirmiştir.

2018 Ekim ayında Irak Elektrik Bakanlığı ile Irak'ın yeniden inşası kapsamında Musul'da yer alacak 4 adet 132kV


  
 GedikYatırım
   
 Menkul Değerler A.Ş.

GIS&AIS trafo merkezleri için EPC sözleşmesi imzalamıştır. Danışmanlık ve kontrolörlük hizmetleri Fichtner tarafından yapılan proje finansmanını Alman kalkınma bankası KfW üstlenmiştir. Kontrolmatik, 132/33/11 kV trafo merkezleri için tüm mühendislik, dizayn, üretim, inşaat, kurulum ve devreye alma hizmetlerini anahtar teslim olarak üstlenmiştir.

01.11.2018 tarihinde tescil olunan Balıkesir ili Bandırma ilçesi sınırlarında kurulacak Marmara OSB'ye ileriye dönük planlanan üretim faaliyetlerine ilişkin uygun bir lokasyon olarak düşünülmüşü nedeniyle 2019 yılında üye olunmuştur.

2019 yılında Kontrol Sistemleri alanında General Electric-ABD, Siber Güvenlik alanında Nozomi Networks-İsviçre ve Fortinet-ABD, Veri Yönetim Sistemi alanında OSISoft-ABD firmalarıyla çözüm ortaklığı / partnerlik sözleşme veya sertifikaları ile Kontrolmatik sadece Türkiye'de değil Irak, Birleşik Arap Emirlikleri ve Libya gibi bölge ülkelerde de bu alanlardaki iş geliştirme faaliyetlerini artırmıştır.

19.02.2020 tarihli genel kurul kararıyla, Kontrolmatik Enerji ve Mühendislik Anonim Şirketi olan unvanını Kontrolmatik Teknoloji Enerji ve Mühendislik Anonim Şirketi olarak değiştirmiş ve ödenmiş sermayesini, tamamı iç kaynaklardan karşılanmak suretiyle 30.000.000 TL'ye çıkarmıştır. Değişen esas sözleşme ve sermaye artırımını 24.02.2020 tarihinde tescil olmuş, 10026 sayı ve 28.02.2020 tarihli TTSG'de ilan edilmiştir.

2020 yılında Kuveyt'in en büyük gruplarından Alghanim International ile acentelik anlaşması imzalanmıştır. Grubun petrol ve doğalgaz bölümüyle yapılan anlaşma neticesinde, Kontrolmatik, hizmet verdiği alanlarda Kuveyt'teki pazarlama ve satış faaliyetlerini Alghanim acenteliği vasıtasıyla yürütecektir.

30.06.2020 itibarıyla 138 personelden oluşan kadrosu, 6 teknik ve 5 idari bölümü, Irak, Kuveyt, Gine ve Kenya'da bulunan mevcut projelerine ait proje ofisleri (Kontrolmatik personelinin geçici görevlendirme ile proje dahilinde yerel acentelerde kullandıkları ofis alanları) ve İstanbul'da bulunan merkez ofisi ile Kontrolmatik, 24 farklı ülkede 300'ün üzerinde proje tamamlamış olarak faaliyetlerine devam etmektedir.

İhraççı, başta enerji (elektrik üretim, iletim, dağıtım) olmak üzere, endüstriyel tesisler, maden sahaları ve işletmeleri ile ulaşım sektörlerine aşağıdaki ana faaliyet alanlarında hizmet vermektedir:

- 1- Operasyonel Teknolojiler ve Endüstriyel Yazılım-Kontrol Sistemleri
- 2- Haberleşme, Bilgi Güvenliği ve Nesnelerin İnterneti (IoT – Internet of Things)
- 3- Güç Sistemleri ve Proje Yönetimi

İhraççı, yukarıda sıralanan ana faaliyet alanlarında ürün ve hizmetler sunmakta, bu faaliyetleri doğrultusunda teknolojiler geliştirmekte, bölümün devamında anlatıldığı üzere uzun süreli çözüm ortaklığı ve partnerlik sözleşmeleri imzaladığı ve birlikte iş planları oluşturduğu uluslararası şirketler ile uzun süreli çözüm ortaklıkları kurarak ve kendine ait tasarım, yazılım, ürün ve çözümler ile sistem entegrasyonu veya anahtar teslim projelere ürün ve hizmet satışları gerçekleştirmektedir.

### 2.2.1 Ana ürün-hizmet alanları

#### Operasyonel Teknolojiler ve Endüstriyel Yazılım-Kontrol Sistemleri

Kontrolmatik sektörde sistem entegratörü ve anahtar teslim proje üreten EPC firması konumundadır.

Sistem Entegratörü, bileşenin alt sistemlerini bir bütün halinde bir araya getirme ve bu alt sistemlerin sistem entegrasyonu olarak bilinen bir uygulama olarak birlikte çalışmasını sağlama konusunda uzmanlaşmış şirketlerdir. Ayrıca bu şirketler sistemlerin ihtiyaç duyduğu dağıtılmış ve merkezi kontrol sistemlerini de kurarak otomasyon sorunlarını da çözmektedirler.

Kaynak: <https://www.controleng.com/articles/how-to-work-with-a-system-integrator/>

Kontrolmatik, sistem entegratörü olarak müşterilerin ihtiyaç duyduğu kontrol sistemleri, otomasyon sistemleri, koruma sistemleri, acil durdurma sistemleri ve endüstriyel yazılımlara ilişkin projeleri üstlenmektedir. Bu projeler son kullanıcıya doğrudan fatura edilen tekil işlerden oluşabileceği gibi, daha kapsamlı bir projenin alt yüklenicisi olarak yüklenici firmaya fatura edilen tekil işlerden oluşabilmektedir.

Kontrolmatik, aldığı anahtar teslim EPC projelerde mühendislik, dizayn, satın alma, montaj, kurulum, test ve devreye alma faaliyetlerini tek bir sözleşme kapsamında ana yüklenici olarak müşterilerine sunmaktadır. Ana yüklenici olarak Kontrolmatik, gerekli görülmesi halinde projenin bir kısmını alt yüklenicilerle gerçekleştirmektedir. Kontrolmatik, anahtar teslim EPC projelerinin pano montajı gerektiren kısımlarını ilişkili taraf olan Kontrolmatik Pano San. Ve Tic.


  
 GedikYatırım  
 Menkul Değerler A.Ş.



Ltd. Şti.'nin Esenyurt'taki tesisinden hizmet faturası karşılığı yaptırmaktadır.

Sektördeki projeler ise yeni ve rehabilitasyon olmak üzere ikiye ayrılır. Yeni projeler genellikle daha büyük bir EPC projesinin bir parçasını oluştururken, rehabilitasyon projeleri çalışan işletmelerdeki yenileme ve genişleme işlerinden oluşur ve genellikle sektöre yönelik tekil projeler halinde olmaktadır.

Projelerin kamu kuruluşları tarafından ihale usulüyle satın alması yapılmakta, özel sektör tarafından ise davet ve teklif üzerinden ilerlemektedir.

Sektörde faaliyet gösteren büyük şirketlerin çoğunluğu OEM olarak ürün üretmekle birlikte kendilerine ait mühendislik ve proje ekipleri de bulunmaktadır.

Kontrolmatik, endüstriyel kontrol sistemleri alanında bağımsız bir kuruluş olan CFE Media and Technology'nin Global Sistem Entegratörü Veri Tabanında (<https://www.cfemedia.com/system-integrator-giants-2/>) yayınlanan listeye göre, 2020 yılı itibarıyla dünyada 37. büyük sistem entegratörü seçilmiştir.

Kaynak: <https://www.controleng.com/events-and-awards/system-integrator-giants/2020-system-integrator-giants/>

### Haberleşme, Bilgi Güvenliği ve IoT

Endüstriyel Haberleşme, ürün anlamında ethernet switch, medya dönüştürücü (fiber-bakır), router, SDH, multiplexer, modem, güvenlik duvarı (firewall) ve gateway ile bu ürünleri kontrol etmek ve güvenliğini sağlamak amacıyla kullanılan ağ analiz ve yönetim yazılımı ile ağ güvenlik yazılımı ve tüm bu sistemlerin entegrasyon, mühendislik ve kurulum hizmetlerinden, bilgi güvenliği ve IoT ise sahada bulunan IoT tabanlı sensör ve saha ekipmanları, IoT platformları ve yazılımları, data analitik yazılımları, deep learning, machine learning algoritma ve yazılımları, uçtan uca siber güvenlik analiz, pasif dinleme, aktif müdahale tüm yazılım ve ekipmanları ile tüm entegrasyon, PKI servisleri, MDS (Managed Detection Services) Servisleri, Penetrasyon Testleri ile eğitim ve danışmanlık hizmetlerinden oluşmaktadır.

Bu segmente ait uçtan uca projenin akışı ise şu şekilde özetlenebilir; sahada fiziksel olarak bulunan tank, kazan, trafo, generator, reaktör gibi ekipmanlara ait verilerin sensorler ile elde edilip haberleşme sistemleri (kablolu ya da kablosuz) ile verilerin merkezi bir bilgisayara ya da veri merkezine aktarılması, bu merkezlerde özel yazılımlar ile verinin analizi, raporlanması, simülasyonu ve kontrolünün yapılması, çıkan sonuçlar ile geleceğe yönelik tahminlerin yapılması ve gerekli bakım ve işletme koşullarının planlanması, bütün bu fiziksel ve siber sistemlerin oluşabilecek siber saldırılara karşı korunması için veri güvenliği ve siber güvenlik yazılım ve donanımlarının kurulması kapsamındaki işlerin hemen hemen tüm aşamalarını oluşturmaktadır.

Kontrolmatik, bu akışa göre uçtan uca çözüm üreten ve ürün geliştirici (tedariki yapılan donanım üzerinde geliştirilen yazılımlar) olarak hizmet verebilmektedir. Sektörde faaliyet gösteren şirketler ürün üreticileri, distribütörler, entegratörler (üreticilerin çözüm ortakları) ve son kullanıcılar olarak ayrılmaktadır. Ürünlerin daha çok distribütörler aracılığıyla satışı yapılmakta ve projeler çoğunlukla üreticilerin çözüm ortakları tarafından gerçekleştirilmektedir.

### Güç Sistemleri ve Proje Yönetimi

Günümüz elektrik şebekeleri, güç üretimi, iletimi, dağıtımı, korunması ve ölçümü için yeni teknolojiler ve tekniklerin yanı sıra boyut ve karmaşıklıkları ile karakterize edilir. Bu güç sistemleri yüksek, orta veya düşük gerilim seviyelerinde çalışabilir. Güç sistemleri, elektrik üretimi için gereken türbin, generatörlerden başlayarak iletim ve dağıtım için gereken tüm şalt ekipmanları ve trafolar ile sistemlerin koruma ve kontrolü için gereken tüm teknoloji altyapıları ve kontrol sistemleri ile dev bir ürün ve hizmetler topluluğudur.

Kontrolmatik sektörde enerji santrallerinin, elektrik dağıtım ve iletim merkezlerinin planlanması ve yapımı için gerekli tüm mühendislik çalışmalarını gerçekleştirmekte, enerji santrallerinde sistemin güvenli bir şekilde merkezi bir noktadan yönetimi için gerekli kontrol sistemlerini ve üretilen enerjinin iletilebilmesi için gerekli elektrik ve operasyonel teknoloji altyapısını tedarikiyle birlikte kurmakta ve işletmeye hazır hale getirmektedir. Elektriğin iletimi ve dağıtımı için gerekli trafo merkezlerindeki tüm teknoloji ve altyapı paketlerini sağlayarak Anahtar Teslim Proje Üreten EPC hizmeti sunmaktadır. Bununla birlikte Kontrolmatik, sistem entegratörü olarak son kullanıcıya doğrudan fatura edilen tekil işler veya daha kapsamlı bir projenin alt yüklenicisi olarak yüklenici firmaya fatura edilen tekil işlerde de hizmet vermektedir.

Operasyonel Teknolojiler ve Endüstriyel Yazılım-Kontrol Sistemleri faaliyet alanından farklı olarak güç sistemleri ve proje yönetimi sadece enerji sektörüne yönelik hizmet vermek üzere Şirket bünyesinde ayrı bir departman altında faaliyet göstermektedir.

  
Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.



Enerji ihtiyacı gelişen teknoloji ve artan nüfus ile birlikte gün geçtikçe artmaktadır. Bu nedenle sektör büyümekte ve sektörde daha geniş şebekelere hizmet vermek amacıyla daha kompleks güç sistemlerine ve bu enerjinin üretimi, iletimi ve son kullanıcıya ulaşması için gerekli altyapıyı kuran ve bu hıza uyum sağlayabilecek EPC firmalarına ihtiyaç da çoğalmaktadır.

Kontrolmatik'in çözüm ortaklığı, partnerlik, yetkili satıcılık veya distribütörlük kapsamında birlikte iş planları oluşturduğu GE, Baker Hughes, ABB, Fortinet, Huawei, Osisoft ve Nozomi gibi şirketler bulunmaktadır.

*Kaynak: Şirket*

### 2.2.2 Büyüme stratejisi

#### Mevcut Pazar ve Sektörlerde Büyüme

- İş yaptığı coğrafyalarda kalıcı olmak için müşterileri memnuniyetini artırmaya çalışmaktadır. Kurumsal yapısını güçlendirerek müşterilere geri dönüşlerini hızlandırmakta, mevcut pazarlardaki müşterilere yönelik etkinlik ve tanıtımı artırmakta, pazara özgü teknik ve ticari şartları iyi analiz etmekte ve kendini güncel tutmaktadır. Bu sayede hali hazırda iş yaptığı coğrafyalardaki proje ve müşteri sayısını, projelerin ciro ve kar anlamında büyüklüklerini artırmayı hedeflemektedir.
- İş yaptığı sektörlerde birlikte çalışabileceği partnerlerin sayısını ve etkinliğini artırmaya çalışmaktadır. Halihazırda sektöründeki küresel lider firmalarla uzun süreli çözüm ortaklıkları kuran Kontrolmatik, partner firmalarında kullandığı ürün ağını geliştirmeye çalışmakta ve bunların yanı sıra bölgesel ve küresel yeni oyuncularla da iş ve çözüm ortaklıkları yaparak pazardaki etkinliği artırmayı hedeflemektedir.
- İş yaptığı sektörlerdeki yeni teknolojileri takip etmek ve teknoloji yoğunluğunu artırmaya çalışmaktadır. Özellikle Nesnelerin İnterneti, Yazılım ve Kontrol Sistemleri Sektörleri günümüz endüstri trendini oluşturmaktadır. Bu sebeple teknolojilerin güncelleme hızları yüksektir. Bu hızı yakalayabilmek için Kontrolmatik personellerine gerekli eğitimleri sürekli almalarını sağlamak ve küresel teknoloji hareketlerini takip etmektedir. Değişen standartları ve yeni teknolojileri mevcut ve gelecek projelerine entegre ederek kalitesini ve cazibesini artırmayı hedeflemektedir.
- Müşterilerin ihtiyaçlarını ve bitirdiği projeleri analiz edip ürün ve hizmet kalitesini artırmaya ve kaliteli hizmetin maliyetini düşürmeye çalışmaktadır. Bunun için kurumsal yapısına ERP, CRM, Stok Analizi gibi özelleşmiş yazılım ve sistemleri entegre etmiş bu sayede hem projelerdeki hız ve etkinliğini artırmış hem de yaptığı analizlerle gelecek projeleri için bilgi birikimi ve tecrübelerini her geçen gün yükseltmiştir. Kontrolmatik ileride de mevcut yazılım ve sistemlere inovasyon ve personel gelişimi için de sistemler ekleyerek sürdürülebilir büyümeyi artırmayı hedeflemektedir.

#### Yeni Pazar ve Sektörlerde Büyüme

- İş yaptığı sektörler için yeni Pazar ve coğrafyalar eklemeyi hedeflemektedir. Hali hazırda hizmet verdiği sektörlerdeki bilgi ve tecrübelerini dinamik ve esnek yapısı sayesinde yeni coğrafyalarda yeni müşterilere yönelerek projeler geliştirmeye çalışmaktadır. Yeni coğrafyaların kendilerine özgü teknik ve ticari şartlarını analiz etmekte, bu coğrafyalarda bölgesel çözüm ortaklıkları araştırmakta ve eski tecrübelerini ve kurumsal yapısını yeni coğrafyalara uyumlu hale getirerek sürdürülebilir büyümesini artırmayı hedeflemektedir.
- İş yaptığı coğrafyalarda yeni sektörler eklemeyi hedeflemektedir. İş yaptığı mevcut coğrafyasında etkinliğini artırarak kendi faaliyet alanlarıyla ilişkilendirebileceği yeni sektörleri ve kabiliyetleri ekleyerek büyümesini artırmayı hedeflemektedir.
- Arge çalışmaları ve yatırımları ile yeni kabiliyetler ve teknolojiler eklemeyi hedeflemektedir. Özellikle Enerji Depolama ve Nesnelerin İnterneti alanlarında başlattığı Arge faaliyetlerini artırmayı, bununla birlikte halihazırda yürüttüğü Arge-Tasarım Merkezi başvurusunu tamamlayarak Arge faaliyetlerine yönelik yetkin personel sayısını artırmayı bu sayede büyümesini sürdürülebilir kılmayı hedeflemektedir.

*Kaynak: Şirket*


  
 GedikYatırım
   
 Menkul Değerler A.Ş.

### 2.2.3 Faaliyetlerden elde edilen gelirlerin dağılımı

Şirket'in satış gelirlerinin 2017, 2018, 2019 ve 1Y2020'ye göre yurtiçi/yurtdışı müşteri ve sektör dağılımlarını gösteren tablolar aşağıdadır.

Hasılatın Yurtiçi/Yurtdışı Dağılımı (TL)	2017	Pay	2018	Pay	2019	Pay	1Y2020	Pay
Yurt Dışı Satışlar	8.452.059	24,4%	24.839.449	41,9%	109.192.680	58,5%	31.983.367	45,5%
Yurt İçi Satışlar	26.245.925	75,6%	34.411.575	58,1%	77.429.259	41,5%	38.312.466	54,4%
Diğer	1.067	0,0%	15.807	0,0%	3.800	0,0%	68.488	0,1%
<b>Toplam Hasılat</b>	<b>34.699.051</b>	<b>100,0%</b>	<b>59.266.831</b>	<b>100,0%</b>	<b>186.625.739</b>	<b>100,0%</b>	<b>70.364.321</b>	<b>100,0%</b>

Hasılatın Sektörel Dağılımı (TL)	2017	Pay	2018	Pay	2019	Pay	1Y2020	Pay
Enerji	14.324.158	41,3%	44.821.752	75,6%	141.672.077	75,9%	52.238.036	74,2%
Endüstriyel Tesisler	14.463.523	41,7%	7.421.011	12,5%	30.204.238	16,2%	10.019.727	14,2%
Ulaşım	5.226.879	15,1%	5.231.184	8,8%	6.231.274	3,3%	1.351.490	1,9%
Malzeme	684.491	2,0%	1.792.884	3,0%	8.518.150	4,6%	6.755.068	9,6%
<b>Toplam Hasılat</b>	<b>34.699.051</b>	<b>100,0%</b>	<b>59.266.831</b>	<b>100,0%</b>	<b>186.625.739</b>	<b>100,0%</b>	<b>70.364.321</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: Şirket

## 2.3 Finansal Bilgiler

### 2.3.1 Gelir Tablosu

31.12.2017, 2018 ve 2019 yılları ve 30.06.2020 ara döneme ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıdadır.

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2019	30.06.2020
Hasılat	34.699.051	59.266.831	186.625.739	43.789.806	70.364.321
Satışların Maliyeti	(25.018.745)	(42.972.386)	(147.183.422)	(30.103.897)	(57.614.828)
<b>Brüt Kar/(Zarar)</b>	<b>9.680.306</b>	<b>16.294.445</b>	<b>39.442.317</b>	<b>13.685.909</b>	<b>12.749.493</b>
Genel Yönetim Giderleri	(5.245.203)	(6.829.922)	(8.829.244)	(5.388.746)	(3.329.342)
Pazarlama Giderleri	(2.438.315)	(3.514.322)	(4.644.716)	(2.077.300)	(616.033)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-	-	-	-	(5.000)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.911.336	12.734.331	18.819.228	7.879.882	16.480.226
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(2.699.605)	(10.962.754)	(20.678.187)	(9.012.663)	(12.107.372)
<b>Esas Faaliyet Karı/(Zararı)</b>	<b>3.208.519</b>	<b>7.721.778</b>	<b>24.109.398</b>	<b>5.087.082</b>	<b>13.171.972</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	359.598	-	9.755.122	-	491.100
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	(435.000)	(3.500.000)	-	-	-
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü	-	(5.410)	(18.697)	(5.902)	(12.596)
<b>Finansman Geliri Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)</b>	<b>3.133.117</b>	<b>4.216.368</b>	<b>33.845.823</b>	<b>5.081.180</b>	<b>13.650.476</b>
Finansman Gelirleri	72.411	63.901	758.476	244.253	134.431
Finansman Giderleri (-)	(2.460.841)	(2.384.874)	(5.549.676)	(2.707.285)	(3.399.870)
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/(Zararı)</b>	<b>744.687</b>	<b>1.895.395</b>	<b>29.054.623</b>	<b>2.618.148</b>	<b>10.385.037</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	(198.745)	(489.833)	(1.489.444)	131.956	(1.790.633)
<b>DÖNEM KARI / (ZARARI)</b>	<b>545.942</b>	<b>1.405.562</b>	<b>27.565.179</b>	<b>2.750.104</b>	<b>8.594.404</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Gedik Yatırım  
Kurumsal Yatırımcılar A.Ş.

### Satış Hasılatı

Şirket'in satış hasılatı, hem müşteri sayısında artış hem de alınan işlerin büyüklüğünün artmasına bağlı olarak her yıl artış göstermiştir. Ortalama fatura büyüklüğü 2017'de 121.000 TL iken, 2019'da 868.000 TL'ye ulaşmıştır. Satışların %75-80'inin yabancı para cinsinden olmasının da TL cinsi olarak satış hasılatının artışına etkisi olmuştur. Satışlar 2018'de %70,8, 2019'da ise %214,9 artmıştır. Söz konusu artışta 2019 yılında imzalanan 21.150.000 Avro'luk yurtdışı projesi ve 62.165.716 TL'lik yurtiçi projesinin etkisi büyüktür. Satışlar 30.06.2019 itibarıyla 43.789.806 TL iken %60,7 artışla 30.06.2020'de 70.364.321 TL'ye ulaşmıştır. Bu iki projenin 2019 yılında kesilen fatura tutarı 88.054.471 TL, 2020 yılı ilk yarısında kesilen fatura ise 19.188.768 TL'dir. 2020 yılında ise Burkina Faso'da alınan yeni projeden ise 12.488.699,50 TL tutarında fatura kesilmiştir.

### Satışların Maliyet

Brüt kar marjı 2017 ve 2018'de sırasıyla %27,9 ve %27,5 iken 2019 yılında %21,1 olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılı ilk yarısında %31,3 olan brüt kar marjı, 2020 yılı ilk yarısında %18,1 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in ana faaliyeti uzun soluklu taahhüt projeleri olması itibarıyla alınan bazı büyük projelerde daha az kar barındıran malzeme kısmının, gelir ve maliyetleri ile daha karlı olan mühendislik ve saha hizmetleri farklı yıllara yansiyabilmektedir. Dolayısıyla brüt kar marjları yıldan yıla dalgalanabilmektedir. Ayrıca, söz konusu projelerin maliyetinin önden tahakkuk etmesi buna karşılık müşteriye faturalandırılarak ciroya dönüşmesinin maliyetlere göre gecikmeli tahakkuk etmesi nedeniyle mali tablo dönemleri arası kaymalar yaşanabilmektedir.

### Faaliyet Giderleri

Genel yönetim giderlerinin satış hasılatına oranı 2017, 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla %15,1, %11,5 ve %4,7 olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılı ilk yarısında %12,3 olan genel yönetim giderlerinin satış hasılatına oranı, 2020 yılı ilk yarısında %4,7'ye gerilemiştir. Satış pazarlama giderlerinin satış hasılatına oranı ise 2017, 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla %7,0, %5,9 ve %2,5 olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılı ilk yarısında %4,7 olan satış pazarlama giderlerinin satış hasılatına oranı, 2020 yılı ilk yarısında %0,9'a gerilemiştir. Projelerin büyüklüğü arttıkça faaliyet giderlerinin satış hasılatı içerisindeki payı düşmektedir. Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmet giderleri ile personel giderlerinin faaliyet giderlerindeki payı 2017, 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla %72,4, %62,0 ve %71,8 olarak gerçekleşmiştir. 2019 ve 2020 yıllarının ilk yarılarında ise bu oran sırasıyla %44,6 ve %51,0 olarak gerçekleşmiştir.

### Finansman Gelir ve Giderleri

Finansman giderleri ağırlıklı olarak faiz giderlerinden oluşmakta olup, 2019 yılında artan proje adedi ve büyüklüğü ile teminat mektubu komisyon giderlerinde de artış meydana gelmiştir.

Finansman Gelir ve Giderleri (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2019	30.06.2020
Faiz giderleri	(1.871.302)	(1.821.386)	(3.165.088)	(1.440.391)	(1.249.368)
Teminat mektubu komisyon giderleri	-	(342.026)	(1.883.826)	(1.028.053)	(998.342)
Kambiyo zararları	(584.268)	(207.364)	(494.024)	(232.103)	(1.142.298)
Diğer finansman giderleri	(5.271)	(14.098)	(6.738)	(6.738)	(9.862)
<b>Finansman Giderleri Toplamı</b>	<b>(2.460.841)</b>	<b>(2.384.874)</b>	<b>(5.549.676)</b>	<b>(2.707.285)</b>	<b>(3.399.870)</b>
Faiz gelirleri	-	41.874	469.205	168.055	79.651
Kambiyo karları	72.411	22.027	289.271	76.198	54.780
<b>Finansman Giderleri Toplamı</b>	<b>72.411</b>	<b>63.901</b>	<b>758.476</b>	<b>244.253</b>	<b>134.431</b>

### Karlılık Oran Analizleri

Kontrolmatik'in 8.1.4 no.lu başlıkta detaylı listesi olan yatırım amaçlı gayrimenkullerinin gerçeğe uygun değeri, Etkin Gayrimenkul ve Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan 28.02.2020 tarihli değerlendirme raporlarında emsal karşılaştırma ile gelir indirgeme yöntemlerini kullanarak 20.164.000 TL olarak tespit edilmiştir. Buna göre, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli denetlenmiş mali tablolarda söz konusu gayrimenkuller için gelir tablosunda yatırım faaliyetlerinden gelirler hesabında sırasıyla -3.500.000 TL değer azalışı ve 9.727.728 TL değer artışı dikkate alınmıştır. Buna göre, Şirket'in 2018 yılı gelir tablosunda söz konusu bir sefere mahsus gider net karı sırasıyla azaltmış, 2019 yılı gelir tablosunda söz konusu bir sefere mahsus gider net karı sırasıyla artırmıştır. Bir sefere

GedikYatırım  
Gayrimenkul Değerleme A.Ş.

mahsus bu gelir ve giderler hariç tutulduğunda düzeltilmiş net dönem karı 2018 yılı için 1.405.562 TL ve 2019 yılı için 17.837.451 TL olarak hesaplanmaktadır.

Karlılık oranlarını içeren tablo aşağıda paylaşılmıştır.

Karlılık Oranları	2017	2018	2019	1Y19	1Y20
Brüt Kar Marjı	27,90%	27,50%	21,10%	31,30%	18,10%
Faaliyet Kar Marjı	5,80%	10,00%	13,90%	14,20%	12,50%
FAVÖK Marjı	7,80%	12,10%	14,80%	16,10%	13,70%
Net Kar Marjı	1,60%	2,40%	14,80%	6,30%	12,20%
Düzeltilmiş Net Kar Marjı *	1,60%	8,30%	9,60%	6,30%	12,20%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

### 2.3.2 Bilanço

31.12.2017, 2018 ve 2019 yılları ve 30.06.2020 ara döneme ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço aşağıdadır.

Varlıklar (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.723.066	20.676.545	21.250.923	20.170.940
Ticari Alacaklar	14.617.594	17.974.268	56.352.229	60.646.778
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	12.401.091	14.587.978	52.024.328	54.011.683
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	2.216.503	3.386.290	4.327.901	6.635.095
Diğer Alacaklar	1.815.441	3.413.820	28.591.370	36.540.752
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	1.665.726	1.706.907	17.165.790	24.824.165
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	149.715	1.706.913	11.425.580	11.716.587
Stoklar	1.962.581	16.059.673	8.940.726	2.496.531
Peşin Ödenmiş Giderler	1.873.961	6.837.065	14.315.256	32.508.640
- İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler	1.839.204	6.616.222	5.194.923	16.534.280
- İlişkili taraflara peşin ödenmiş giderler	34.757	220.843	9.120.333	15.974.360
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar	130.321	1.313.557	9.265.763	3.604.792
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	66.283	162.521	1.325.317	2.030.571
Diğer Dönen Varlıklar	285.207	235.648	1.201.097	137.275
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>22.474.454</b>	<b>66.673.097</b>	<b>141.242.681</b>	<b>158.136.279</b>
Ticari Alacaklar	-	-	-	-
Diğer Alacaklar	-	7.161	-	-
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	-	7.161	-	-
Özkaynak Yönetimiyle Değerlenen Yatırımlar	-	4.590	(14.107)	(26.703)
Maddi Duran Varlıklar	10.685.976	13.782.954	12.750.696	13.004.960
Maddi olmayan duran varlıklar	187.970	197.094	174.749	142.352
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	1.554.266	1.549.633	20.164.000	20.161.690
Ertelenmiş Vergi Varlığı	527.512	832.089	1.319.440	1.252.812
Peşin Ödenmiş Giderler	1.714.704	562.013	360.010	288.802
- İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler	615.521	562.013	360.010	288.802
- İlişkili taraflara peşin ödenmiş giderler	1.099.183	-	-	-
Diğer Duran Varlıklar	-	-	-	-
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>14.670.428</b>	<b>16.935.534</b>	<b>34.754.788</b>	<b>34.823.913</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>37.144.882</b>	<b>83.608.631</b>	<b>175.997.469</b>	<b>192.960.192</b>

Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.



Kaynaklar (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Kısa vadeli borçlanmalar	5.066.314	5.057.180	19.088.502	45.609.543
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	2.448.842	3.999.027	5.359.386	5.064.280
Ticari Borçlar	8.345.540	15.717.175	50.056.407	46.428.562
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	7.930.677	15.170.133	50.056.407	46.428.562
- İlişkili taraflara ticari borçlar	414.863	547.042	-	-
Diğer Borçlar	690.033	365.992	3.873.543	1.648.360
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	2.702	28.315	411.946	455.860
- İlişkili taraflara diğer borçlar	687.331	337.677	3.461.597	1.192.500
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	623.083	890.468	1.494.990	1.209.108
Ertelenmiş Gelirler	2.167.234	38.095.248	42.615.931	24.857.550
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	2.167.234	33.454.533	42.036.351	24.086.730
- İlişkili taraflara diğer borçlar	-	4.640.715	579.580	770.820
Kısa Vadeli Karşılıklar	158.323	290.437	512.851	724.974
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	158.323	290.437	512.851	724.974
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	35.021	-	1.092.370	2.498.952
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	284.385	62.051	-	990.192
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	237.233	463.483	437.561	966.231
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>20.056.008</b>	<b>64.941.061</b>	<b>124.531.541</b>	<b>129.997.752</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	5.932.091	5.190.220	5.411.878	8.035.850
Ticari borçlar	-	-	-	-
Ertelenmiş vergi yükümlülükleri	327.298	637.420	2.599.949	3.068.403
Diğer borçlar	-	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	242.420	386.647	1.043.784	902.539
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	242.420	386.647	1.043.784	902.539
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	94.509	-	-	-
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>6.596.318</b>	<b>6.214.287</b>	<b>9.055.611</b>	<b>12.006.792</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>26.652.326</b>	<b>71.155.348</b>	<b>133.587.152</b>	<b>142.004.544</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>10.492.556</b>	<b>12.448.638</b>	<b>42.482.885</b>	<b>51.044.667</b>
Ödenmiş Sermaye	7.000.000	7.569.565	10.000.000	30.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	4.440.931	4.414.531	4.363.951	4.314.878
- Yeniden değerlendirme ve ölçüm kazançları (kayıpları)	4.440.931	4.414.531	4.363.951	4.314.878
- Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	4.454.288	4.454.288	4.454.288	4.454.288
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	(13.357)	(39.757)	(90.337)	(139.410)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	10.299	10.299	10.299	10.299
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	(1.504.616)	(958.674)	454.243	8.108.635
Net Dönem Karı / Zararı	545.942	1.412.917	27.654.392	8.610.855
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	4.645	(72.568)	(89.019)
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>10.492.556</b>	<b>12.453.283</b>	<b>42.410.317</b>	<b>50.955.648</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>37.144.882</b>	<b>83.608.631</b>	<b>175.997.469</b>	<b>192.960.192</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

#### Bilanço Oran Analizleri

**Likidite Oranları:** Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne oranda güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumunu, vadesi gelen borçları ödeme gücünü, beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yetisinin de göstergeleridir.

**Mali Yapı Oranları:** Şirket'in kaynak yapısını gösteren ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır. Bu oranlar ile bir ölçüde Şirket'in uzun vadeli borçlarını ödeme gücü gibi mali yapı

Gedik Yatırım  
Merkul Dış Ticaret A.Ş.

durumu analiz edilebilir.

Şirket'in likidite oranları ve mali yapı oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir;

Rasyolar	2017	2018	2019	1Y20
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,12	1,03	1,13	1,22
Likidite Oranı (Dönen Varlıklar -Stoklar)/ Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,02	0,78	1,06	1,20
Nakit Oranı (Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,09	0,32	0,17	0,16
Kaldıraç Oranı	71,8%	85,1%	75,9%	73,6%
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Aktifler	54,0%	77,7%	70,8%	67,4%
Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Aktifler	17,8%	7,4%	5,1%	6,20%
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	28,2%	14,9%	24,1%	26,4%
Toplam Yükümlülükler / Özkaynaklar	254,0%	571,4%	315,0%	278,7%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in son 4 yılı incelendiğinde, cari oranın 1,03 – 1,22 aralığında olduğu, likidite oranının 0,78 – 1,20 aralığında, nakit oranının ise 0,09 – 0,32 aralığında olduğu gözlenmektedir. Cari oranın 2, likidite oranının ise 1 olması Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilecek güçlü likiditeye sahip olduğu anlamına gelmektedir. Proje taahhüt işlerinin doğası gereği ertelenmiş gelirler (sipariş avansları) alınmakta, projenin kapsamına göre malzeme stoğa alınmakta ve proje ilerleme hakedişlerine göre stok eritilmekte, sipariş avansları da gelirleştirilmektedir. Ancak, bir yılı aşan projelerde yıl sonu bilançosunda söz konusu hesaplar bakiye verdiği için özellikle kısa vadeli yükümlülüklerde bakiye yükselmektedir. Stoklar proje sürecince eritildiğinden Şirket'in likidite oranına bakarak dönen varlıklarıyla kısa vadeli yükümlülükleri karşılayabildiği değerlendirilmektedir.

#### Net Finansal Borç veya Net Nakit Pozisyonu

Şirket'in 30.06.2020 tarihi itibarıyla kısa vadeli finansal borcu 50.673.823 TL ve uzun vadeli finansal borcu 8.035.850 TL olmak üzere toplam finansal borcu 58.709.673 TL'dir. Nakit ve nakit benzerleri ise 20.170.940 TL'dir. Nakit ve nakit benzerlerindeki bloke mevduatlar Şirket'in projeleri için bankalardan alması gereken teminat mektupları karşılığı oluşmaktadır. Söz konusu bloke mevduatlar projelerin ilerlemesine bağlı olarak azalmakta ancak yeni projelerle birlikte yeniden artmaktadır. 30.06.2020 tarihi itibarıyla 18.561.863 TL olan bloke mevduatlar muhafazakar bir yaklaşımla likit enstrüman olmadığı değerlendirilerek net finansal borç hesaplamasında nakit ve nakit benzerleri olarak dikkate alınmamıştır. Buna göre, 30.06.2020 itibarıyla düzeltilmiş net finansal borç 57.100.596 TL olarak hesaplanmıştır.

(TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Toplam Finansal Borçlar	13.447.247	14.246.427	29.859.766	58.709.673
Nakit ve Nakit Benzerleri	(1.723.066)	(20.676.545)	(21.250.923)	(20.170.940)
<b>Net Finansal Borç veya (Net Nakit)</b>	<b>11.724.181</b>	<b>(6.430.118)</b>	<b>8.608.843</b>	<b>38.538.733</b>
Bloke Mevduatlar	0	19.862.749	20.081.552	18.561.863
<b>Düzeltilmiş Net Finansal Borç veya (Net Nakit)</b>	<b>11.724.181</b>	<b>13.432.631</b>	<b>28.690.395</b>	<b>57.100.596</b>

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

#### Net İşletme Sermayesi

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2017-2019 yılları ve 2020 yılı 6 aylık mali tablolarına göre hesaplanan net işletme sermayesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

İşletme Sermayesi (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Dönen Varlıklar	22.474.454	66.673.097	141.242.681	158.136.279
Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.056.008	64.941.061	124.531.541	129.997.752
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>2.418.446</b>	<b>1.732.036</b>	<b>16.711.140</b>	<b>28.138.527</b>

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2017-2019 yılları ve 2020 yılı 6 aylık mali tablolarına göre hesaplanan ticari

Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.

işletme sermayesi ise aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ticari İşletme Sermayesi (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Ticari Alacaklar	14.617.594	17.974.268	56.352.229	60.646.778
Stoklar	1.962.581	16.059.673	8.940.726	2.496.531
Ticari Borçlar	8.345.540	15.717.175	50.056.407	46.428.562
<b>Net Ticari İşletme Sermayesi</b>	<b>8.234.635</b>	<b>18.316.766</b>	<b>15.236.548</b>	<b>16.714.747</b>

Ticari alacaklar 31.12.2017'de 14.617.594 TL iken 31.12.2019'da 56.352.229 TL'ye ulaşmıştır. (30.06.2020: 60.646.778 TL). Söz konusu artış cironun artışı ile paralel gerçekleşmiş olup, ağırlıklı olarak Irak Elektrik Bakanlığı ve Dicle Elektrik Dağıtım A.Ş. ile devam eden işler kaynaklıdır.

Ticari borçlar ise 31.12.2017'de 8.345.540 TL iken 31.12.2019'da 50.056.407 TL'ye ulaşmıştır. (30.06.2020: 46.428.562 TL). Söz konusu artış, Kontrolmatik'in elinde devam eden işlerin malzeme tedariki amaçlı projelerin büyümesine ve hasıllara paralel artış göstermiştir.

Stoklar ise 31.12.2017'de 1.962.581 TL iken 31.12.2018'de 16.059.673 TL'ye yükselmiş 31.12.2019 ve 30.06.2020'de ise azalarak sırasıyla 8.940.726 TL ve 2.496.531 TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in stokları proje bazında temin etmekte olup, ürünlerin ve malzemelerin stoğa girişiyle müşteriye fatura edilmesi arasında üretim, FAT, lojistik, faturalandırma vb. süreçler nedenlerle 1 aya yakın stok devir hızı oluşmaktadır. 31.12.2018'deki yüksek stoğun nedeni KFW Lot-1 projesinin 2018 yılı sonunda alınması ve bu proje kapsamında 2018 Aralık ayında 4.593,020,62 TL malzemenin stoğa alınmış ve bu stoğun 2019 yılına devretmiş olması kaynaklıdır.

Şirket'in nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal borçlanmaları haricindeki diğer işletme sermayesi hesaplarındaki dönen varlıklardan proje maliyet ve hakedişlerine göre müşteri sözleşmelerinden doğan alacaklar, verilen depozito ve teminatlar ve iş avansları proje sürelerinin bir yılı geçmesi nedeniyle yıl sonlarında değişken bakiyeler oluşturmaktadır. Aynı şekilde Şirket'in diğer işletme sermayesi hesaplarındaki kısa vadeli kaynaklardan ertelenmiş gelirler (sipariş avansları) proje sürelerinin bir yılı geçmesi nedeniyle yıl sonlarında değişken bakiyeler oluşturmaktadır.

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

#### Maddi Duran Varlıklar

Kontrolmatik'in aşağıda detaylı listesi olan maddi duran varlıklarının gerçeğe uygun değeri, Kontrolmatik'ten bağımsız bir değerlendirme şirketi olan Etkin Gayrimenkul ve Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından belirlenmiştir. Gayrimenkul değerlendirme şirketi 28.02.2020 tarihli değerlendirme raporlarındaki değerleri Emsal Karşılaştırma ile Gelir İndirgeme Yöntemlerini kullanarak belirlemiştir.

Açıklama	Alım Tarihi	Ekspertiz Değerleri		
		Arsa Payı	Bina Payı	TOPLAM
İstanbul ili Gaziosmanpaşa ilçesi – Daire	10.05.2013	273.820	191.180	465.000
İstanbul ili Esenler ilçesi – Ofis	9.09.2013	3.304.500	703.500	4.008.000
İstanbul ili Esenler ilçesi – Ofis	27.09.2016	3.073.500	703.500	3.777.000
<b>TOPLAM</b>		<b>6.651.820</b>	<b>1.598.180</b>	<b>8.250.000</b>

#### Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

Kontrolmatik'in aşağıda detaylı listesi olan yatırım amaçlı gayrimenkullerinin gerçeğe uygun değeri, Kontrolmatik'ten bağımsız bir değerlendirme şirketi olan Etkin Gayrimenkul ve Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından belirlenmiştir. Gayrimenkul değerlendirme şirketi 28.02.2020 tarihli değerlendirme raporlarındaki değerleri Emsal Karşılaştırma ile Gelir İndirgeme Yöntemlerini kullanarak belirlemiştir.

Gedik Yatırım  
Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.





Açıklama	Alım Tarihi	Ekspertiz Değerleri		
		Arsa Payı	Bina Payı	TOPLAM
Kırklareli ili Kofçaz ilçesi – Tarla	28.12.2016	60.000	-	60.000
Kırklareli ili Kofçaz ilçesi – Tarla	28.12.2016	32.000	-	32.000
Kırklareli ili Kofçaz ilçesi – Tarla	28.12.2016	35.000	-	35.000
Kırklareli ili Kofçaz ilçesi – Tarla	28.12.2016	70.000	-	70.000
Kırklareli ili Kofçaz ilçesi – Tarla	28.12.2016	260.000	-	260.000
Kırklareli ili Kofçaz ilçesi – Tarla	28.12.2016	8.000	-	8.000
Kırklareli ili Kofçaz ilçesi – Tarla	28.12.2016	20.000	-	20.000
İstanbul ili Amavutköy ilçesi – Tarla	11.09.2017	450.000	-	450.000
İstanbul ili Amavutköy ilçesi – Tarla	11.09.2017	115.000	-	115.000
İstanbul ili Amavutköy ilçesi – Tarla (*)	29.01.2018	-	-	-
Kocaeli ili Çayırova ilçesi – Arsa	17.01.2019	11.385.000	-	11.385.000
İstanbul ili Gaziosmanpaşa ilçesi – Daire	10.05.2013	294.140	200.860	495.000
İstanbul ili Beşiktaş ilçesi – Daire	17.07.2019	643.800	76.200	720.000
İstanbul ili Beşiktaş ilçesi – Daire	17.07.2019	643.800	76.200	720.000
Sakarya ili Serdivan ilçesi – Dükkan	16.08.2019	646.460	210.540	857.000
Sakarya ili Serdivan ilçesi – Dükkan	2.08.2019	779.900	254.100	1.034.000
Sakarya ili Serdivan ilçesi – Dükkan	16.08.2019	660.140	200.860	861.000
Sakarya ili Serdivan ilçesi – Dükkan	17.09.2019	827.900	254.100	1.082.000
Ankara ili Etimeskut ilçesi – Arsa	26.09.2019	1.629.800	330.200	1.960.000
<b>TOPLAM</b>		<b>18.560.940</b>	<b>1.603.060</b>	<b>20.164.000</b>

(\*) Söz konusu tarla ile ilgili satılamaz kaydı bulunmakta olduğundan değeri "0" olarak gösterilmiştir.

### 3. Sektör Hakkında Bilgi

İhraççı, başta enerji (elektrik üretim, iletim, dağıtım) olmak üzere, endüstriyel tesisler, maden sahaları ve işletmeleri ile ulaşım sektörlerine aşağıdaki ana faaliyet alanlarında hizmet vermektedir:

- 1- Operasyonel Teknolojiler ve Endüstriyel Yazılım-Kontrol Sistemleri
- 2- Haberleşme, Bilgi Güvenliği ve IoT
- 3- Güç Sistemleri ve Proje Yönetimi

Şirket faaliyetlerini gerçekleştirdiği alanlarda Türkiye pazarına özel sektör raporunun olduğu bir kaynağa ulaşamamıştır. Yurt dışı kaynaklara göre ana faaliyet alanları bazında sektörel bilgiler aşağıda yer almaktadır.

#### 1- Operasyonel Teknolojiler ve Endüstriyel Yazılım-Kontrol Sistemleri

Businesswire'in 2019-2025 global operasyonel teknolojiler raporuna göre, dünya çapındaki operasyonel teknoloji pazarının %6,4'lük bileşik yıllık büyüme oranıyla yıllık bazda 17 Milyar ABD Doları büyüyeceği tahmin edilmektedir.

Bu çalışmada analiz edilen ve boyutlandırılan segmentlerden biri olan Saha Ekipmanları (Field Devices), %6,5'in üzerinde bileşik yıllık büyüme potansiyeli sergilemektedir. Bu büyümeyi destekleyen değişen dinamikler, bu alandaki işletmelerin piyasanın değişen nabzını takip etmesini kritik hale getirmektedir. 2025 yılına kadar 17,1 Milyar ABD Dolarına ulaşması beklenen Saha Ekipmanları segmenti, küresel büyümeye önemli bir ivme ekleyerek sağlıklı kazançlar getireceği değerlendirilmektedir.

Gelişmiş dünyayı temsil eden ABD'de %7,3'lük yıllık bileşik büyüme ile geçmiş büyüme ivmesini sürdürmesi beklenmektedir. Dünya ekonomisinde önemli bir unsur olmaya devam eden Avrupa içinde ise Almanya'nın 2025 yılına kadar bölgenin büyüklüğüne 787 Milyon ABD Doları eklemesi beklenmektedir. Aynı dönemde, Avrupa'nın kalanındaki pazarlardan ise 791,9 milyon ABD Doları'nın üzerinde talep öngörülmektedir. Japonya'da Saha Cihazları, analiz dönemi bitiminde 1,5 milyar ABD doları tutarında bir Pazar büyüklüğüne ulaşması beklenmektedir. Dünyanın ikinci büyük ekonomisi ve küresel pazarlardaki yeni oyun değiştirici olarak Çin, önümüzdeki birkaç yıl içinde %6,2 oranında büyüme potansiyeli sergilemektedir.

Kaynak: <https://www.businesswire.com/news/home/20200228005180/en/Global-Operational-Technology-Market-Analysis-Trends-Forecasts>

Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.



## 2- Haberleşme, Bilgi Güvenliği ve IoT

Fortune Business Insight, IoT pazarının 2018'de 190,0 Milyar ABD Doları değerinde olduğu ve 2026 yılına kadar 1.102,6 Milyar ABD Dolarına ulaşacağını tahmin etmektedir.

*Kaynak: <https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/100307>*

Markets and Markets, bilgi güvenliği pazarının 2018'de 152,71 Milyar ABD Dolarından bileşik yıllık %10,2'lik bir büyümeyle 2023 yılına kadar 248,6 Milyar ABD Dolarına ulaşacağını tahmin etmektedir.

*Kaynak: <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/cyber-security-market-505.html>*

Global Market Insights'a göre, endüstriyel iletişim pazarı, Endüstri 4.0 devriminin yaygın olarak benimsenmesi ile yönlendirilmektedir. Sanayi sektörleri dijital bir aksama sürecinden geçiyor. Endüstriler, iş modellerini değiştirmek ve operasyonel verimlilik elde etmek için gelişmiş malzemelerle birlikte endüstriyel IoT, otomatik makineler, katkı üretimi gibi ileri teknoloji ve makinelerden yararlanmaktadır. Bu kuruluşların akıllı tedarik zinciri, daha iyi üretim süreci ve verimli bir uçtan uca ekosistem geliştirmesini sağlar. İşletme maliyetlerini azaltmak ve verimliliği artırmak için sektör sektörleri arasında artan ihtiyaç, otomasyon talebini artıran temel faktördür.

Endüstriler arasında gelişmiş iletişim protokollerinin giderek benimsenmesi, endüstriyel iletişim pazarı için de önemli bir itici güç olarak hareket etmektedir. Endüstriler arasında dijitalleşme arttıkça etkili iletişim teknolojisine duyulan ihtiyaç da ortaya çıkmaktadır. Önceki iletişim protokolleri, dijital verilerin patlaması ve gecikmeye duyarlı uygulama ile başa çıkamayan seri tabanlı protokollerdirdi. Bu zorlukları aşmak için, organizasyon daha gelişmiş ve esnek endüstriyel ethernet protokollerine doğru kaymaktadır. Bu noktada 2019 itibarıyla 90 Milyar ABD Dolarına ulaşan Pazar büyüklüğü bileşik yıllık %12 büyüme ile 2025 yılında 160 Milyar ABD Dolarına ulaşması beklenmektedir.

*Kaynak: <https://www.gminsights.com/industry-analysis/industrial-communication-market>*

## 3- Güç Sistemleri ve Proje Yönetimi

Goldstein Research analisti, küresel elektrik iletim ve dağıtım ekipmanları pazarının 230 Milyar ABD Dolarından 2024 yılına kadar %6,41'lik bir bileşik yıllık büyüme oranıyla yaklaşık 312 Milyar ABD Dolarına ulaşacağını tahmin etmektedir.

*Kaynak: <https://www.goldsteinresearch.com/report/electric-transmission-distribution-equipment-market-global-analysis>*

Research and Markets'e göre küresel elektrik üretim piyasası 2018'de yaklaşık 1.341 Milyar ABD Doları değerine ulaşmış ve 2014'ten bu yana %2,4'lük bileşik yıllık büyüme hızı yakalamıştır. 2022'de ise %3,5'lik bir bileşik yıllık büyüme ile yaklaşık 1.537 Milyar ABD Dolarına ulaşması beklenmektedir. 2018 itibarıyla, enerji üretim, iletim ve dağıtım küresel pazarının 3,8 Trilyon ABD Doları değerinde olduğu tahmin edilmekte ve %3,7 bileşik yıllık büyüme ile 2022 yılında 4,4 Trilyon ABD Dolarına ulaşması beklenmektedir.

*Kaynak: <https://www.researchandmarkets.com/reports/4912571/power-generation-global-industry-guide-2014-2023#rela0-4828655>*

## 4. Değerleme Çalışması

### 4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Etik ilkeler:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Gedik Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gedik Yatırım, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

## 4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar

### Veri Kaynakları

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Abaküs Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 2017-2018-2019 yılları ve 2020 yılı ilk yarısı için hazırlanan özel bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2020-2024 yılları pro forma finansal tahminleri ve Gedik Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

### Genel Varsayımlar

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte, genel varsayımlar da aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek İzahname'de yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,
- Şirket'in yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı,
- Türkiye ve Şirket'in faaliyetlerini etkileyebilecek diğer ülke ekonomilerinde ciddi dalgalanmaların yaşanmayacağı.

### Sınırlayıcı Şartlar

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Gedik Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Gedik Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) Gedik Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Şirket'in rekabet ettiği pazar ve ürüne ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari incelemesi raporu bulunmamaktadır.

Dolayısıyla, verilen tahminleri bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. Gedik Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.



### Gayrimenkul Değerlemesine İlişkin Değerlendirme

Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkullerinin gerçeğe uygun değeri bağımsız bir değerlendirme şirketi olan Etkin Gayrimenkul ve Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından belirlenmiştir. Gayrimenkul değerlendirme şirketi 28.02.2020 tarihli değerlendirme raporlarındaki değerleri Emsal Karşılaştırma ile Gelir İndirgeme Yöntemlerini kullanarak belirlemiştir. Söz konusu değer artış ve azalışları bağımsız denetim raporunda 2018 yılında 3.500.000 TL yatırım amaçlı gayrimenkuller değer düşüklüğü karşılık giderleri ve 2019 yılı 9.727.728 TL yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artış gelirleri olarak gelir tablosuna eklenmiş, Şirket'in net dönem karı ve özkaynakları artmıştır.

Şirket'in maddi duran varlıklarının gerçeğe uygun değeri de bağımsız bir değerlendirme şirketi olan Etkin Gayrimenkul ve Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından belirlenmiştir. Gayrimenkul değerlendirme şirketi 28.02.2020 tarihli değerlendirme raporlarındaki değerleri Emsal Karşılaştırma ile Gelir İndirgeme Yöntemlerini kullanarak belirlemiştir. Söz konusu değer artışları 2017-2018-2019 yıl sonu ve 2020 1. yarıyıl ara dönem bağımsız denetim raporuna 4.454.288 TL maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları olarak bilançoya eklenmiş, Şirket'in özkaynakları artmıştır.

Gedik Yatırım, gayrimenkullerin değer tespitini doğrudan veya dolaylı olarak işbu değerlendirme çalışmasını sonucunu olumlu yönde etkileyecek şekilde dahil etmemiştir. Değerleme çalışması, Şirket'in ana faaliyetlerinden elde ettiği gelir ve giderleri temel almaktadır. Faaliyet dışı gelir ve giderlerin değerlendirme çalışmasına dahil edilmemektedir. Şöyle ki, yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artış gelirleri gelir tablosunda FAVÖK hesaplamasının altında net karı etkilemektedir. Çalışmamızda, net kar Şirket'in değerlemesinde dikkate alınmamaktadır. (Bakınız: Bölüm 5.2'nin 4. Paragrafı). Şirket'in gayrimenkul değerlemesinin etkilediği diğer husus olan özkaynakların büyümesi ise değerlendirme çalışmasının İNA analizi kısmında Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (AOSM) artmasına neden olmaktadır. Şöyle ki, AOSM hesaplamasında sermaye maliyetinin vergi sonrası borç maliyetinin üzerinde olması (Bakınız: Bölüm 5.3.6) nedeniyle sermaye maliyeti oranının artması, AOSM'yi yükselterek Şirket'in İNA analizine göre değerini azaltıcı etkisi olmuştur. Söz konusu etkinin hesaplamaya dahil edilmesinin muhafazakar bir bakış açısıyla makul olacağı değerlendirilmiştir.

Sonuç olarak, değerlendirme çalışması yatırım amaçlı ve maddi duran varlıklardaki gayrimenkullerin değer artışlarının herhangi bir pozitif etkisi olmayacak şekilde değerlendirilmiştir.

### 4.3. Değerleme proje ekibi

**Proje Ekibi:** Konusunda uzman çalışma ekibi, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman departmanı Genel Müdür Yardımcısı Sn. Arda Alataş tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 15 yıla yakın tecrübeye sahiptir.

**Arda Alataş,** Kurumsal Finansman'dan sorumlu Genel Müdür Yardımcısı, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 15 yıla yakın deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiş ve birçok halka arz projesinde çalışmıştır. Özelleştirmeler konusunda da deneyimli olan Arda Alataş, EÜAŞ santrallerinin özelleştirilmesi projesinde toplamda 8,7 milyar ABD doları ve 6,2 milyar TL değerinde 25 ihalenin sağlıklı bir şekilde sonuçlanmasında Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na finansal ve stratejik danışmanlık hizmeti vermiştir. Arda Alataş, İstanbul Teknik Üniversitesi'nde Metalurji Mühendisliği Lisans ve Koç Üniversitesi'nde İşletme Yüksek Lisans mezunudur. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.23736)

**Eylem Çiftçi,** Kurumsal Finansman Müdürü, aracı kurumların araştırma ve kurumsal finansman departmanlarında 10 yılın üzerinde deneyimi bulunan Eylem Çiftçi, çok sayıda halka arz projesinde çalışmış, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na çok sayıda projede satıcı taraf danışmanlığı hizmeti vermiştir. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.20366)

## 5. Değerleme Analizi

### 5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
2. **Gelir Yaklaşımı:** İNA Analizi





İNA Analizi yöntemi, birçok varsayıma dayanarak şirketin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket spesifik riskleri de barındırarak etraflı bir değerlendirme imkanı sunar.

Çarpan Analizi yöntemi ise borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleriyle kıyaslama imkanı vererek, bir çok varsayıma bağlı yapılan İNA Analizi yöntemini teyit edici özellik taşır.

Bu kapsamda, sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilen ve uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

## 5.2 Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu yöntem etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Yurtiçi benzer şirketler olarak işlem hacmi yüksek BİST-100 şirketlerine bakıldığında Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu yeterli benzer şirket tespit edilememiştir. Bu doğrultuda, yurtiçi çarpan analizinde, Ana Pazar ve BİST-100'de işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışı şirketlerin 30.06.2020 verileri son 12 ay olarak dikkate alınmıştır. Ayrıca çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin de 30.06.2020 verileri son 12 ay olarak dahil edilmiştir.

Çarpan analizinin tamamında Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı dikkate alınmıştır.

FD/FAVÖK yöntemi, uluslararası kabul görmüş olması, ulusal / uluslararası piyasalarda değerlendirme çalışmalarında sıkça tercih edilmesi ve esas olarak aynı sektörde faaliyet gösteren ancak farklı borç/sermaye oranlarına sahip firmaların operasyonel performanslarının adil koşullarda değerlendirilebilmesi açısından tercih edilmiştir. Diğer sıklıkla kullanılan yöntemlerden FD/Satışlar, şirketin operasyonel performansını ve karlılığını ölçümlemede eksik kalırken, F/K ise, bir sefere mahsus ve operasyonel olmayan gelir/giderleri içermesi ve firmaların değişken sermaye yapılarını yeteri kadar dikkate almadığı değerlendirilmektedir. Sonuç olarak BİST-100, Ana Pazar ve yurtdışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılması uygun bulunmuştur.

Şirket'in 30.06.2020 tarihli bilançosundaki net finansal borç ve 01.07.2019-30.06.2020 döneminde oluşan FAVÖK değeri düzeltilmeye tabi tutularak çarpan analizinde kullanılmıştır:

- Nakit ve nakit benzerlerindeki bloke mevduatlar Şirket'in projeleri için bankalardan alması gereken teminat mektupları karşılığı oluşmaktadır. Söz konusu bloke mevduatlar projelerin ilerlemesine bağlı olarak azalmakta ancak yeni projelerle birlikte yeniden artmaktadır. 30.06.2020 tarihi itibarıyla 18.561.863 TL olan bloke mevduatlar muhafazakar bir yaklaşımla likit enstrüman olmadığı değerlendirilerek net finansal borç hesaplamasında nakit ve nakit benzerleri olarak dikkate alınmamıştır.

Buna göre, 30.06.2020 itibarıyla düzeltilmiş net finansal borç 57.100.596 TL olarak hesaplanmıştır.

- Şirket'in finansman giderleri arasında yer alan teminat mektubu giderlerine ilişkin bankalardan ihaleler için alınan teminat mektupları bilanço dışı yükümlülükler olup net finansal borç hesaplamasında yer almamaktadır. Bu nedenle, teminat mektubu giderleri faaliyetlere ilişkin gider olarak değerlendirilerek FAVÖK'ten düşülmüştür.

Buna göre, 01.07.2019-30.06.2020 döneminde oluşan düzeltilmiş FAVÖK 28.392.650 TL olarak hesaplanmıştır.

### 5.2.1 Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Seçilmiş yurtdışı benzer şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır. Şirketlerin seçiminde endüstriyel kontrol sistemleri alanında CSIA Uluslararası Kontrol Sistemleri Birliği'nin yayınladığı listedeki sistem entegratörü şirketler ve haberleşme, bilgi güvenliği ve IoT alanında faaliyet gösteren şirketler irdelenmiştir. Bu şirketlerden ikisi aykırı değerlere sahip olduğundan analiz dışında tutulmuştur. Söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak yurtdışı benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır.

Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.





Yurtdışı Benzer Şirketler (milyon ABD\$)	Hisse Kodu	Faaliyet konusu	Piyasa Değeri	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
			24.08.2020	Son12Ay-1Y20	Son12Ay-1Y20	Son12Ay-1Y20
Leidos Holdings	LDOS US EQUITY	Bilimsel, mühendislik, sistem entegrasyonu ve teknik servis ve çözümler sunmaktadır.	12.886	17.865	1.270	14,1x
Avanceon LP	AVN PA EQUITY	Üretim teknolojisi süreçleri ve sistemlerinin dizaynı ve geliştirilmesini yapmaktadır.	78	74	7	10,2x
Avid Solutions	AVID US EQUITY	Çeşitli yazılım ve sistemler geliştirmektedir.	359	563	50	11,2x
Science Application	SAIC US EQUITY	Bilimsel, mühendislik ve teknoloji alanlarında uygulamalar ve çözümler sunmaktadır.	4.793	7.747	552	14,0x
Mantech International	MANT US EQUITY	Çeşitli bilgi teknolojileri ve teknik servis hizmeti vermektedir.	3.036	3.154	236	13,4x
ICF International	ICFI US EQUITY	Yönetim, teknoloji ve politika danışmanlığı vermekle beraber altyapı uygulaması da yapmaktadır.	1.291	1.885	164	11,5x
Serco Group	SRP LN EQUITY	Tesislerin, projelerin ve bilgi teknolojisi sistemlerinin yönetimi için hizmet vermektedir.	2.255	2.890	355	8,1x
Caci International	CACI US EQUITY	Sistem entegrasyonu, mühendislik ve bilgi güvenliği gibi alanlarda bilgi teknolojisi ürünleri ve servisleri sunmaktadır.	5.868	7.583	632	12,0x
Streamax-Tech	002970-CH EQUITY	Mobil takip sistemleri üreticisi ve çözüm ortağıdır.	1.468	1.337	36	36,6x
Secunet Security	Y5N-CR EQUITY	Data ve telekomünikasyon güvenliği ürünleri sunmaktadır.	1.844	1.608	50	33,9x
Medyan						12,7x
Medyan (aykırı değerler elenmiş)						11,8x

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Sonuç
<b>Yurtdışı Benzer Şirket Son 12 Ay (1Y2020) Medyanı</b>	
<b>FD/FAVÖK Çarpanı (x)</b>	<b>11,8</b>
Son 12 Ay (1Y2020) FAVÖK (TL)	28.392.650
Firma Değeri (TL)	333.631.904
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	57.100.596
Özsermaye Değeri (TL)	276.531.308
Pay Başına Değer	9,22
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>276.531.308</b>
<b>Pay Başına Değer</b>	<b>9,22</b>

Not: Çarpan rakamlarının küsüratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Bloomberg Terminali (24.08.2020)

### 5.2.2 Yurtiçi Ana Pazar Çarpan Değerleri

Yurtiçi çarpanlarda kullanılan finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler dışındaki Ana Pazar şirketlerinin tamamının verileri aşağıda yer almaktadır. Söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak Yurtiçi Ana Pazar FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır.

Gedik Yatırım  
Gayrimenkul Yatırım A.Ş.

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Sonuç
<b>Yurtiçi Ana Pazar Endeksi Son 12 Ay (1Y2020) Medyanı</b>	
<b>FD/FAVÖK Çarpanı (x)</b>	<b>14,8</b>
Son 12 Ay (1Y2020) FAVÖK (TL)	28.392.650
Firma Değeri (TL)	421.377.037
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	57.100.596
Özsermaye Değeri (TL)	364.276.441
Pay Başına Değer	12,14
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>364.276.441</b>
<b>Pay Başına Değer</b>	<b>12,14</b>

Not: Çarpan rakamlarının kûsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Fınnet (24.08.2020)

### 5.2.3 Yurtiçi BİST-100 Çarpan Değerleri

Yurtiçi çarpanlarda kullanılan finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler dışındaki BİST-100 şirketlerinin tamamının verileri aşağıda yer almaktadır. Söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak Yurtiçi BİST-100 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır.

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Sonuç
<b>Yurtiçi BİST-100 Endeksi Son 12 Ay (1Y2020) Medyanı</b>	
<b>FD/FAVÖK Çarpanı (x)</b>	<b>8,8</b>
Son 12 Ay (1Y2020) FAVÖK (TL)	28.392.650
Firma Değeri (TL)	249.369.952
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	57.100.596
Özsermaye Değeri (TL)	192.269.356
Pay Başına Değer	6,41
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>192.269.356</b>
<b>Pay Başına Değer</b>	<b>6,41</b>

Not: Çarpan rakamlarının kûsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Fınnet (24.08.2020)

### 5.2.4 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurtdışı benzer şirketler, Yurtiçi BİST-100 şirketleri ve Yurtiçi Ana Pazar şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanına göre hesaplanan özsermaye değerleri aşağıdaki ağırlıklandırmaya göre hesaplanmış ve ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 256.336.615 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 8,54 TL'ye tekabül etmektedir.

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Ağırlık	Sonuç
<b>Yurtdışı Benzer Şirket Son 12 Ay (1Y2020) Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri		276.531.308
Pay Başına Değer	25%	9,22
<b>Yurtiçi Ana Pazar Endeksi Son 12 Ay (1Y2020) Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri		364.276.441
Pay Başına Değer	25%	12,14
<b>Yurtiçi BİST-100 Endeksi Son 12 Ay (1Y2020) Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri		192.269.356
Pay Başına Değer	50%	6,41
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>	<b>100%</b>	<b>256.336.615</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b>		<b>8,54</b>

Gedik Yatırım  
A.Ş.  
Müdürü

### 5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

#### 5.3.1 Varsayımlar

İNA Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değeri, şirketin özsermaye değeri olarak kabul eder.

İNA metodunda 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020-2024 yılları için projekte edilmiştir.

Değerleme modelinde kullanılan enflasyon ve kur tahminleri aşağıdaki tabloda paylaşılan Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmaktadır.

Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar	2020	2021	2022	2023	2024
USD/TL Ortalama	6,85	7,60	8,27	8,80	9,34
EUR/TL Ortalama	7,76	8,59	9,27	9,86	10,46
TR TÜFE Yılsonu	12,5%	12,3%	10,0%	9,0%	8,0%
TR TÜFE Ortalama	12,0%	13,1%	11,0%	9,5%	8,6%

#### 5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu

##### Satışların Projeksiyonu

Şirket'in satış projeksiyonları "tüme varım" yaklaşımıyla dört ana grupta kırılımlandırılmıştır:

- Devam etmekte olan işler (bakiye sipariş)
- Mevcut müşterilerinden tekrar edecek işler
- Şirket'in teklif verdiği ve kısa listede olduğu, Şirket yönetiminin proje ihalesini kazanma ihtimalini %50'nin üzerinde değerlendirdiği işler
- Şirket'in iş geliştirme ekibinin takip ettiği potansiyel projelerden geçmişteki teklif / ihale kazanma rasyosuna göre alınacak işler

Şirket'in 2020 yılı bütçesi içerisinde yer alan "devam etmekte olan işler (bakiye sipariş)" faturalandırmaları ile 2020 yılında alınan işlerden aynı yıl içerisinde faturalanması beklenen hakedişlerde Covid-19 salgını etkisiyle faturalandırmalarda sarkmalar yaşanacağı ve kısmen söz konusu devam eden projelerdeki faturalandırmanın bir kısmının 2021'e devredebileceği Şirket yönetiminin de öngörülerini dahilinde değerlendirilerek projeksiyon çalışmasının 2020 yılında dikkate alınmıştır.

Şirket yönetimi tarafından takip edilen teklif verilmiş projeler arasından kazanılma ihtimali %50 üzerinde öngörülen projelerden (asgari kısa listede bulunan, bazı ihalelerde ise sözleşme müzakeresi aşamasında bulunan), ağırlıklı olarak Avro ve ABD Doları cinsinden yıldan yıla ve para birimi olarak farklılık göstermekle birlikte, yaklaşık olarak %40'a yakınının alınabileceği öngörülmüştür. Bununla birlikte, söz konusu teklif aşamasında projelerin hakedişlerinin 3-4 yıla yayılacağı varsayılmıştır.

Yıldan yıla satış hasılatının büyümesindeki dalgalanma, tüme varım yaklaşımıyla detaylandırılmış projeksiyon çalışmasındaki projelerin büyüklüklerinin yıldan yıla farklılık göstermesi, tahmini başlangıç ve tamamlanma yıllarında farklılıklar ve hakedişlerinin yıllara yayılması nedenleri kaynaklıdır.

Söz konusu işler, TL, Avro ve ABD Doları cinsinden orijinal para birimine göre projeksiyona dahil edilmiş ve 5.3.1'de paylaşılan Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar'ın ortalama kur tahmini ve enflasyon verileri dikkate alınarak satışlar TL olarak projekte edilmiştir.

##### Satılan Malın Maliyeti Projeksiyonu

Yukarıda belirtilen "tüme varım" yaklaşımıyla hazırlanan projeksiyonlarda, her bir grubun maliyetleri de gerçekleşmeler ve ileriye dönük beklentiler ile uyumlu olacak şekilde tahmin edilmiştir.

Satışların maliyeti ağırlıklı olarak satılan mal ve hizmet maliyetlerinden oluşmaktadır. 2020 – 2024 yılları gelir tablosu projeksiyonunda satışların maliyeti oranlarını 2020 yılı için %77,9, 2021 yılı için %74,9, 2022 yılı için %74,6, 2023 yılı

Gedik Yatırım  
Ekonomik Araştırmalar A.Ş.

için %74,3, 2024 yılı için %73,9 olarak öngörülmüştür. Bu öngörüü yapılrken, geçmiş yıllarda gerçekleşen maliyet oranlarını, devam eden projelerin maliyet oranları, teklif verilmiş ve kısa listede bulunulan ve sözleşmeye dönüşme ihtimali %50'nin üzerinde olan potansiyel işlerin maliyet oranları dikkate alınmıştır. Söz konusu maliyet hesaplamalarında teminat mektubu giderleri de yer almaktadır.

#### Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Faaliyet giderlerinin projeksiyonu geçmiş yıllara ait gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentilere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir.

Önceki yıllara ait gelir tablosunda bulunmayan Araştırma ve Geliştirme Giderleri, Şirket'in bu alanda önümüzdeki dönemde yapacağı yatırımlar dikkate alınarak projeksiyonlara dahil edilmiştir.

Faaliyet giderleri mevcut genel yönetim giderleri ve satış pazarlama giderlerini Avro cinsinden baz alarak projeksiyon döneminde reel olarak artacak şekilde tahmin edilmiştir. İlave olarak, ARGE giderleri yine Avro cinsinden projekte edilmiştir. Avro olarak hesaplanan toplam faaliyet giderleri, Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar 5.3.1'de paylaşılan kur tahminleri doğrultusunda TL'ye çevrilmiştir.

Faaliyet giderlerinin satışlara oranı 2019 yılında %7,2 iken projeksiyon döneminde 2020 yılından 2024 yılına %8,5'ten %9,6'ya yükseleceği öngörülmüştür.

Faaliyet Giderleri Dağılımı - TL	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>21.044.471</b>	<b>30.416.318</b>	<b>39.363.535</b>	<b>47.541.471</b>	<b>57.311.888</b>
% Satışlara Oranı	8,5%	8,9%	9,3%	9,4%	9,6%
<b>Genel Yönetim Giderleri</b>	<b>11.978.770</b>	<b>16.153.096</b>	<b>20.918.165</b>	<b>25.283.553</b>	<b>30.479.665</b>
% Satışlara Oranı	4,8%	4,8%	5,0%	5,0%	5,1%
<b>Satış Pazarlama Giderleri</b>	<b>6.444.775</b>	<b>8.755.485</b>	<b>11.595.991</b>	<b>14.015.945</b>	<b>16.896.412</b>
% Satışlara Oranı	2,6%	2,6%	2,8%	2,8%	2,8%
<b>Araştırma ve Geliştirme Giderleri</b>	<b>2.620.927</b>	<b>5.507.736</b>	<b>6.849.379</b>	<b>8.241.973</b>	<b>9.935.810</b>
% Satışlara Oranı	1,1%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%

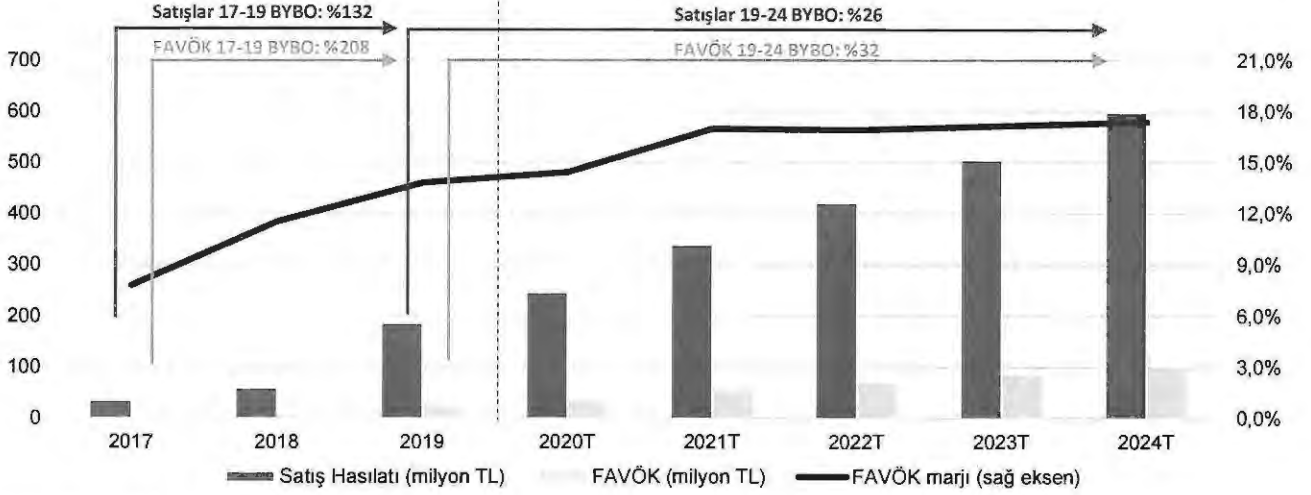
#### Gelir Tablosu Projeksiyonu Sonuçları

(TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
<b>Net Satışlar</b>	<b>247.208.153</b>	<b>339.933.849</b>	<b>421.522.674</b>	<b>505.675.600</b>	<b>599.235.900</b>
% Büyüme (nominal)	32,5%	37,5%	24,0%	20,0%	18,5%
Satışların Maliyeti	192.626.163	254.549.033	314.474.179	375.908.566	443.125.856
% Satışlara Oranı	77,9%	74,9%	74,6%	74,3%	73,9%
<b>Brüt Kar</b>	<b>54.581.990</b>	<b>85.384.816</b>	<b>107.048.495</b>	<b>129.767.034</b>	<b>156.110.044</b>
Brüt Kar Marjı	22,1%	25,1%	25,4%	25,7%	26,1%
Faaliyet Giderleri	21.044.471	30.416.318	39.363.535	47.541.471	57.311.888
% Satışlara Oranı	8,5%	8,9%	9,3%	9,4%	9,6%
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>33.537.519</b>	<b>54.968.498</b>	<b>67.684.960</b>	<b>82.225.563</b>	<b>98.798.157</b>
Faaliyet Kar Marjı	13,6%	16,2%	16,1%	16,3%	16,5%
Amortisman Gideri	2.109.162	2.827.400	3.613.231	4.501.400	5.422.398
% Satışlara Oranı	0,85%	0,83%	0,86%	0,89%	0,90%
<b>FAVÖK</b>	<b>35.646.681</b>	<b>57.795.898</b>	<b>71.298.191</b>	<b>86.726.963</b>	<b>104.220.555</b>
FAVÖK Marjı	14,4%	17,0%	16,9%	17,2%	17,4%

Şirket'in geçmiş üç yıl (2017-2019) içerisinde satışlarının ve FAVÖK'ünün bileşik yıllık büyüme oranı (BYBO) sırasıyla %132 ve %208 iken projeksiyon döneminde satışların ve FAVÖK'ün 2019-2024 yılları arası BYBO'su sırasıyla %26 ve %32 olacağı öngörülmüştür. Aşağıda gelir tablosu gerçekleşme ve projeksiyonlarının grafiksel gösterimi yer almaktadır.







### 5.3.3 Ticari İşletme Sermayesi İhtiyacı

Ticari İşletme Sermayesi'nde gözlemlenen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Ticari İşletme Sermayesi Tablosu - TL	2017	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Ticari Alacaklar	14.617.594	17.974.268	56.352.229	81.273.913	111.759.074	138.582.797	166.249.512	197.009.063
Stoklar	1.962.581	16.059.673	8.940.726	31.664.575	41.843.677	51.694.386	61.793.189	72.842.606
Ticari Borçlar	8.345.540	15.717.175	50.056.407	63.329.150	83.687.353	103.388.771	123.586.378	145.685.213
<b>Ticari İşletme Sermayesi - Net</b>	<b>8.234.635</b>	<b>18.316.766</b>	<b>15.236.548</b>	<b>49.609.339</b>	<b>69.915.397</b>	<b>86.888.411</b>	<b>104.456.323</b>	<b>124.166.457</b>
<i>Değişim</i>		10.082.131	(3.080.219)	34.372.791	20.306.058	16.973.014	17.567.912	19.710.133
Ortalama Tahsilat Süresi (gün)	154	111	110	120	120	120	120	120
Ortalama Stokta Kalma Süresi (gün)	29	135	22	60	60	60	60	60
Ortalama Borç Ödeme Süresi (gün)	122	132	123	120	120	120	120	120
<b>Nakit Dönüşüm Süresi (gün)</b>	<b>61</b>	<b>114</b>	<b>10</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>

Ticari İşletme Sermayesi 5 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu rakamlarına göre son 3 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş, Şirket yönetiminin beklentilerine göre muhafazakar bir bakış açısıyla nakit dönüşüm süresinin ortalama 60 gün olacağı değerlendirilmiştir.

Netice olarak net işletme sermayesi değişimi projeksiyon dönemi boyunca hesaplanarak İNA tablosunda kullanılacak ticari işletme sermayesi ihtiyacı yıllık olarak belirlenmiştir.

### 5.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Şirket, projeksiyon dönemi boyunca öngördüğü satış hasılatına ulaşmak için 2020, 2021, 2022, 2023 ve 2024 yıllarında kapasite artırımı ve iyileştirme yatırımları öngörmüştür. Bu yatırımların neticesinde Şirket yönetimi öngördüğü büyüme grafiğini yakalayabilecek üretim kapasitesine sahip olacaktır. Bununla birlikte, operasyonların devamlılığı için her yıl yatırımı yapması gerekmektedir. Tüm bu yatırımlar, Avro cinsinden hesaplanarak TL'ye çevrilmiş ve projeksiyon dönemine yansıtılmıştır.

Yatırım Harcamaları - TL	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Kapasite Artırımı	1.027.812	1.241.178	1.471.344	1.717.080	1.892.538
Bakım-Onarım (dame)	1.541.718	2.068.635	2.536.810	2.698.268	2.838.802
Diğer	1.541.718	1.034.313	2.029.444	1.962.377	1.892.538
<b>Toplam</b>	<b>4.111.248</b>	<b>4.344.126</b>	<b>6.037.597</b>	<b>6.377.724</b>	<b>6.623.879</b>

Şirket'in mevcut maddi ve maddi olmayan varlıklarının projeksiyon döneminde tükenecek yıllık amortismanlarına yeni yatırım harcamalarının projeksiyon döneminde 10 yıllık tükenmeye tabi yıllık amortismanları ilave edilerek projeksiyon dönemi boyunca yıllık amortisman giderleri hesaplanmıştır.



Yıllık amortisman tablosu - TL	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Yeni Yatırımların Amortismanı	205.562	628.331	1.147.417	1.768.183	2.418.263
Mevcut Amortisman	1.903.600	2.199.069	2.465.814	2.733.217	3.004.135
<b>Toplam Yıllık Amortisman</b>	<b>2.109.162</b>	<b>2.827.400</b>	<b>3.613.231</b>	<b>4.501.400</b>	<b>5.422.398</b>

### 5.3.5 Net Finansal Borç veya Net Nakit

Şirket'in 30.06.2020 itibarıyla düzeltilmiş olarak net borç 57.100.596 TL olup net borcun FAVÖK'e oranı 2,0x olarak hesaplanmıştır.

Borçluluk (TL)	2017	2018	2019	1Y20
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.723.066	20.676.545	21.250.923	20.170.940
Bloke Mevduatlar	0	19.862.749	20.081.552	18.561.863
Toplam Finansal Borçlar	13.447.247	14.246.427	29.859.766	58.709.673
<b>Net Borç veya (Net Nakit)</b>	<b>11.724.181</b>	<b>13.432.631</b>	<b>28.690.395</b>	<b>57.100.596</b>
Düzeltilmiş Net Borç / FAVÖK	4,3x	2,0x	1,1x	2,0x

### 5.3.6 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerleri ve ilgili açıklamalarına aşağıdaki tabloda verilmiştir.

AOSM	16,93%
Risksiz Getiri Oranı	13,50%
Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	5,23%
Ülke Risk Primi	-
Sermaye Maliyeti	18,73%
<b>Özkaynak Oranı</b>	<b>69,59%</b>
Borçlanma Maliyeti	16,00%
Vergi Oranı	20,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	12,80%
<b>Borç Oranı</b>	<b>30,41%</b>

Kaynak: Gedik Yatırım varsayımları, New York University Aswath Damodaran, Bloomberg Terminali

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- 2020 ilk 6 aylık dönemi itibarıyla bilançoda yer alan finansal borç / özkaynak oranının ileride de yükselmeyeceği iş modelinin %69,59 özsermaye finansmanı ile yapılacağı öngörülmüş ve borç oranı %30,41 alınmıştır.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvilin son bir yıllık performansı değerlendirilmiş ve Gedik Yatırım olarak sürdürülebilir olarak makul görülen %13,50 oranı dikkate alınmıştır.
- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir periyot için hisse senedi getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistiki olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksinin oluşturduğu tüm hisse senetlerinin getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da Varyans/Varyans=1 olarak hesaplanmaktadır. Pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak hisseye özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirilmesinde Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Hisse senedi piyasası risk primi (HSPRP) olarak %5,23 kullanılmıştır. Bu oran, %5-5,5 seviyesindeki gelişmiş pazarlarda kullanılagelen oranlarla uyumludur. Kaynak olarak, New York University Aswath Damodaran'ın dönemsel olarak açıkladığı Temmuz 2020 oranı baz alınmıştır.
- Türkiye'deki bir finansal enstrüman olan 10 yıllık tahvil baz alınarak risksiz getiri oranı belirlendiğinden içerisinde ülke riskini barındırdığı değerlendirilmiş ve bu kapsamda ilave bir ülke risk primi mükerrer olacağından dikkate alınmamıştır.
- Borçlanma maliyeti, Şirket'in 30.06.2020 denetim raporunda açıklanan TL uzun vadeli borçlar %7,50-18,48 aralığında olup ağırlıklı ortalaması %12,80 olarak hesaplanmıştır. Son dönemde düşen borçlanma

Gedik Yatırım  
Nispetiye Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

maliyetinin artacağı değerlendirilerek sürdürülebilir olarak makul görülen vergi öncesi borçlanma maliyeti %16,00 olarak alınmıştır. Vergi sonrası bu oran %12,80 olarak hesaplanmaktadır.

- AOSM hesaplamasında kullanılan ve yukarıda açıklanan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.

Böylelikle, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti %16,93 olarak hesaplanmıştır.

### 5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülere ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Şirkete ait toplam serbest nakit akımları (SNA'lar) aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere, uç değer için ise uç değer büyüme oranı enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2024 sonrasındaki dönem için %5,0 olarak kullanılarak hesaplanmıştır. Şirkete ait toplam SNA'lar ve uç değer, %16,91 AOSM ile indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek özsermaye değeri 290.815.724 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 9,69 TL'ye tekabül etmektedir.

İNA Tablosu	2020	2021	2022	2023	2024	
<b>Satış Hasılatı</b>	<b>247.208.153</b>	<b>339.933.849</b>	<b>421.522.674</b>	<b>505.675.600</b>	<b>599.235.900</b>	
<i>Büyüme</i>	32,5%	37,5%	24,0%	20,0%	18,5%	
Satışların Maliyeti	192.626.163	254.549.033	314.474.179	375.908.566	443.125.856	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	22,1%	25,1%	25,4%	25,7%	26,1%	
Faaliyet Giderleri	21.044.471	30.416.318	39.363.535	47.541.471	57.311.888	
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>33.537.519</b>	<b>54.968.498</b>	<b>67.684.960</b>	<b>82.225.563</b>	<b>98.798.157</b>	
<i>Satış hasılatındaki payı</i>	13,6%	16,2%	16,1%	16,3%	16,5%	
<i>Vergi Oranı</i>	22%	20%	20%	20%	20%	
<b>Vergi Sonrası Faaliyet Karı</b>	<b>26.159.265</b>	<b>43.974.798</b>	<b>54.147.968</b>	<b>65.780.451</b>	<b>79.038.525</b>	
+ Amortisman	2.109.162	2.827.400	3.613.231	4.501.400	5.422.398	
- Yatırım Harcaması	4.111.248	4.344.126	6.037.597	6.377.724	6.623.879	
- İşletme Sermayesi İhtiyacı	29.701.234	20.306.058	16.973.014	17.567.912	19.710.133	
<b>= Serbest Nakit Akımı (SNA)</b>	<b>- 2.772.028</b>	<b>22.152.014</b>	<b>34.750.587</b>	<b>46.336.215</b>	<b>58.126.912</b>	
Uç Değer					511.741.383	
<b>AOSM</b>	<b>16,93%</b>					
İskonto faktörü	1,00	0,92	0,79	0,68	0,58	0,49
<b>SNA'nın Bugünkü Değeri</b>	<b>- 2.563.545</b>	<b>17.520.372</b>	<b>23.506.015</b>	<b>26.805.515</b>	<b>28.758.591</b>	
Uç Değerin Bugünkü Değeri					253.186.700	
<b>SNA'nın Bugünkü Değeri</b>	<b>94.026.948</b>					
<i>Uç Değer Büyümesi</i>	5,0%					
<b>Uç Değerin Bugünkü Değeri</b>	<b>253.186.700</b>					
<b>Firma Değeri</b>	<b>347.213.648</b>					
- Finansal Borçlar	58.709.673					
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	1.609.077					
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>290.113.052</b>					
<b>Pay Başına Özsermaye Değeri</b>	<b>9,67</b>					

### 5.4 Sonuç

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 273.224.834 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Çıkarılmış sermayesi 30.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 9,11 TL olarak hesaplanmıştır. %24,2 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 207.000.000 TL, pay başına değer ise 6,90 TL olarak hesaplanmıştır. 6.250.000 TL'si sermaye artırımını, 1.000.000 TL'si ortak satışı yoluyla olmak üzere halka arz edilecek nominal payların toplamı 7.250.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 50.025.000 TL olup, halka açıklık oranı %20 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 36.250.000 TL, özsermaye değeri ise 250.125.000 TL'ye tekabül etmektedir.

Gedik Yatırım  
Genel Müdürü

DEĞERLEME SONUCU	Ağırlık	Sonuç
İNA analizine göre Özsermaye Değeri	50%	290.113.052
Pay Başına Değer		9,67
Çarpanlar analizine göre Özsermaye Değeri	50%	256.336.615
Pay Başına Değer		8,54
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>	<b>100%</b>	<b>273.224.834</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b>		<b>9,11</b>

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	273.224.834
Halka Arz İskontosu	24,2%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri *	207.000.000
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	30.000.000
<b>Halka Arz Pay Başına Değer</b>	<b>6,90</b>
Sermaye Artırım Oranı	20,83%
Sermaye Artırımı Nominal Pay Tutarı	6.250.000
Ortak Satışı Nominal Pay Tutarı	1.000.000
Halka Arz Edilecek Nominal Pay Tutarı	7.250.000
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	<b>50.025.000</b>
Halka Arz Sonrası Özsermaye Değeri	250.125.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	36.250.000
Halka Açıklık Oranı	20,00%

\* Yuvarlama yapılmıştır

## Ekler

Ek-1: Sorumluluk beyanı

Ek-2: Lisans belgeleri

  
 GedikYatırım  
 Menkul Değerler A.Ş.



**Ek-1: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı****SERMAYE PİYASASI KURULU****BAŞKANLIĞI'NA****Eskişehir Yolu 8. Km No:156****06530 Ankara****02.09.2020****Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**

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

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Sermaye Piyasası Aracı Notunun bir parçası olan 02.09.2020 tarih 2020/04 sayılı Kontrolmatik Teknoloji Enerji ve Mühendislik A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda 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,

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



Arda Alataş

Kadircan Karadut

Genel Müdür Yrd.

Genel Müdür Yrd.

## Ek-2: Lisans Belgeleri

## Arda Alataş

## SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=1D947096-0143-4169-8399-3869537FDB4E>

## SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
 SPL Sermaye Piyasası	5.05.2011	205138	<b>AKTİF LİSANS</b>

**ARDA ALATAŞ**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)


## Eylem Çiftçi

## SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=601A0F24-E815-4A97-8098-C22001965EA9>

## SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
 SPL Sermaye Piyasası	30.12.2008	203561	<b>AKTİF LİSANS</b>

**EYLEM ÇİFTÇİ GÖLÜNÇ**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

 GedikYatırım  
Menkul Değerler A.Ş.