



# MobilTel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş

## Fiyat Tespit Raporu

2 Kasım 2021

<b>İçindekiler</b>	<b>Sayfa</b>
• <b>Kısaltmalar</b>	<b>3</b>
• <b>Raporun Amacı &amp; Etik İlkeler</b>	<b>4</b>
• <b>Temel Yatırım Unsurları</b>	<b>8</b>
• <b>Riskler</b>	<b>10</b>
• <b>Değerleme Özeti</b>	<b>12</b>
• <b>Şirket Profili</b>	<b>13</b>
• <b>Rekabet Analizi</b>	<b>18</b>
• <b>Müşteriler &amp; Tedarikçiler</b>	<b>19</b>
• <b>Ürünler</b>	<b>20</b>
• <b>Satışlar</b>	<b>21</b>
• <b>Maliyetler</b>	<b>24</b>
• <b>Yatırımlar</b>	<b>25</b>
• <b>Finansallar</b>	<b>26</b>
• <b>Değerleme</b>	<b>35</b>
• <b>Sektör</b>	<b>59</b>

## KISALTMALAR

## Kısaltma

A.Ş.	Anonim Şirket
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
AVM	Alış Veriş Merkezi
BİST	Borsa İstanbul
BTK	Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu
CEO	İcra Komitesi Başkanı
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
DD	Defter Değeri
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıkların Fiyatlama Modeli
GSM	Global System for Mobile Communications
IFRS	Uluslar Arası Finansal Raporlama Standartları
İNA	İndirgenmiş nakim akımları
İnfo Yatırım	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
KDV	Katma Değer Vergisi
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
M.D.	Mevcut Değer
POS	Point of Sale
PD	Piyasa Değeri
ROA	Aktif Karlılık
ROIC	Yatırımın Getirisi
ROE	Özkaynak Getirisi
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TTKOM	Türk Telekom
TL	Türk Lirası
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

## RAPOR ÖZETİ

### Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile MobilTel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Şirket) arasında 4 Ekim 2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

### Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde 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 hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket edilmiştir.

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 ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

### Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına BDO Denet Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. ("A member of BDO International Network") tarafından 2018-2019-2020 ve 2021/06 dönemleri için hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına, Şirket yönetiminin 10 yıllık iş planına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere dayanmaktadır.

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

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Info Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

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

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

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

### Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

## Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi olan 2 Kasım 2021'dir.

## Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

## Değer Esası

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

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

## Sorumluluk Beyanı

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

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde 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, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz

## Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler

### Hüseyin GÜLER, Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin Güler, 2006 yılında Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümünden mezun olup, 2010 yılında Marmara Üniversitesi'nde Sermaye Piyasası alanında yüksek lisans derecesine sahip olmuştur. 2005 – 2013 yılları arasında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman ve Araştırma departmanlarında görevler üstlenmiştir. 2005 yılından itibaren yapılan gerek lider olarak gerekse de konsorsiyum üyesi olarak girilen halka arzlarda aktif rol almış, şirket değerlemesi, halka arz, sermaye artırımına aracılık, pay alım teklifi projelerinde çeşitli görevler üstlenmiştir. Araştırma bölümünde günlük raporlamalara ek olarak dayanıklı tüketim, enerji, çimento, hava-ulaşım, gayrimenkul sektörlerine yönelik şirket değerlendirme ve sektör raporları da hazırlamıştır. Mart 2013 – Nisan 2019 dönemleri arasında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman müdürü olarak görev yapmış olan Hüseyin GÜLER, 8 şirketin halka arz projesi, 2 şirketin de özel sektör bono ihracı projelerinde görev almıştır. Bununla birlikte halka arz konsorsiyum üyelikleri, sermaye artırım, pay alım teklifi ve ayrılma hakkı işlemlerine aracılık, marka ve şirket değerlendirme projelerini aktif olarak yürütmüştür. 2019 yılı Nisan ayından itibaren İnfo Yatırım'da kurumsal finansmandan sorumlu genel müdür yardımcısı olarak görev yapan Hüseyin Güler, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı'na sahiptir.



## MOBİTEL İLETİŞİM FİYAT TESPİT RAPORU

### Türk Telekom Ana Distribütörü

**1** 2001 yılında kuruldu. Mobitel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. kurulduğu 2001 yılından bu yana, mobil telefon (GSM) pazarında distribütörlük faaliyeti yürüten en köklü şirketlerden biridir. Distribütörlüğünü üstlendiği ürün grupları arasında **mobil telefonlar, telefon aksesuarları, tabletler, bilgisayarlar, laptoplar, eko sistem ürünleri, modemler, DECT telefonlar, eski ismi ile "kontör" tabir edilen POS TL, konuşma kartları ve SIM kartlar** ile teknolojinin gelişimine paralel olarak son yıllarda hayatımıza giren **akıllı saatlerden robot süpürgelere** kadar geniş yelpazeye yayılan mobil telefon dışı ürünler de yer almaktadır. **Şirket, Türk Telekom'un münhasır iki distribütöründen biridir.** Türk Telekom satış kanalında, Türk Telekom tarafından Şirket'e atanmış olan ve Türkiye nüfusunun %50'sini oluşturan şehirlere münhasıran hizmet verilmektedir. **Şirket'in bölgesinde Türkiye'nin 59 ilinde 385 adet perakende satış mağazası, 14 entegre dağıtım merkezi ve 12 alternatif satış kanalı şeklinde bayileri** bulunmaktadır. Bu şehirlerdeki Türk Telekom bayileri sattıkları ürünleri münhasıran Şirket'ten temin etmektedirler. Türk Telekom distribütörlüğüne ek olarak Mobitel, Türkiye'de mobil telefon satan bütün satış kanalları ile doğrudan ticaret yapmaktadır. Bunlar arasında GSM bayileri, elektronik ürün zincir mağazaları, süper ve hipermarketler, elektronik pazar yerleri, çeyizciler ve kurumsal satış bayileri yer almaktadır.

**2** 1,1 milyar TL özkaynak. Mobitel'in 847.000.000 TL tutarındaki mevcut sermayesinin %88,5'lik kısmına karşılık gelen 750.000.000 TL nominal değerli paylar **Aydın Mistaçoğlu'na**, %11,5'lik kısmına karşılık gelen 97.000.000 TL nominal değerli paylar ise Mistaçoğlu Holding A.Ş.'ye aittir. Şirket, 2021/06 itibarıyla **1.125 mn TL** gibi yüksek bir özkaynağa sahiptir.

**3** Artan pazar payı ve 5G potansiyeli. Kredi kartı taksitlendirme sınırlaması ve artan kura rağmen Türkiye mobil telefon pazarında dramatik bir gerileme yaşanmamıştır. **Uzaktan eğitim ve çalışmanın yaygınlaşması mobil telefon, tablet ve bilgisayar kullanımını yaygınlaştırmıştır. Türkiye'de telefon kullanımı kişisel statünün önemli bir parçası olarak görülmektedir.** Şirket, son dönemde gerçekleştirdiği büyüme sonrası mobil telefon pazarında **%5,8'lik pazar payı ile ilk 5 dağıtıcı arasında** yer almıştır. Önümüzdeki dönemde sektör önemli bir büyüme beklentisi içerisinde. Bu büyümeyi tetikleyecek unsurlar arasında **pandemi nedeniyle "ötelenmiş talebin" yanı sıra, 2023 yılında ülkemizde gerçekleşeceği Cumhurbaşkanı ve Ulaştırma Bakanı tarafından ayrı ayrı ilan edilmiş olan 5G İletişim Şebekeleri ihalesi** ve lansmanı da yer almaktadır. Tüketicilerin kullandıkları mobil telefonları 5G teknolojisine sahip yeni telefonlar ile değiştirmeleri beklenmektedir. Bu beklentinin en büyük dayanağı da, geçmişte yaşanan 3G ve 4.5G lansmanlarından gelen tecrübedir. Bahsi geçen lansmanlar sonrasında tüketiciler telefonlarını bu yeni teknolojilere sahip telefonlar ile değiştirmeye başlamış ve pazar söz konusu dönemlerde pozitif yönde etkilenmiştir.

**4** Değerleme özeti. Şirket'in değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanların kullanılmış ve halka arz piyasa değeri **1.355 mn TL** olarak tespit edilmiştir. Belirlenen değer Telekom segmenti dikkate alındığında son 4 çeyrek EBITDA verilerine göre **7,6x EV/EBITDA** çarpanına işaret etmektedir.

Gelir Tablosu (mTL)	2019	2020	2021/06-4Ç
Net Satışlar	1.328	1.766	2.077
EBITDA	89,1	132,9	149,3
EBITDA Marjı	6,7%	7,5%	7,2%
Net Kar	5,4	377,6	436,3

Değer	mTL
Piyasa Değeri	1.355
Net Nakit (2021/06)	393
Firma Değeri	963
<b>Bilanço (mTL)</b>	<b>2021/06</b>
Dön. Varlıklar	743
Duran Varlıklar	1.708
Aktifler	2.451
Kısa Vad. Borç.	882
Uzun Vad. Borç.	398
Özkaynak	1.125
Finansal Borç	594

### Telekomünikasyon Çarpanları

EV/EBITDA21/06	7,6x
F/K21/06	16,1x
PD/DD21/06	0,6x
EV/Satış21/06	0,5x

Piyasa Çarpanları	EV/EBITDA21/06
Yurtiçi Çarpanlar	11,0x
Yurtdışı Çarpanlar	8,8x
BİST Teknoloji	14,0x
Yıldız Pazar	9,3x
2018-2021 IPO	9,3x
DESPC	11,0x
PENTA	27,9x

Ort. Yapısı (2021/06)

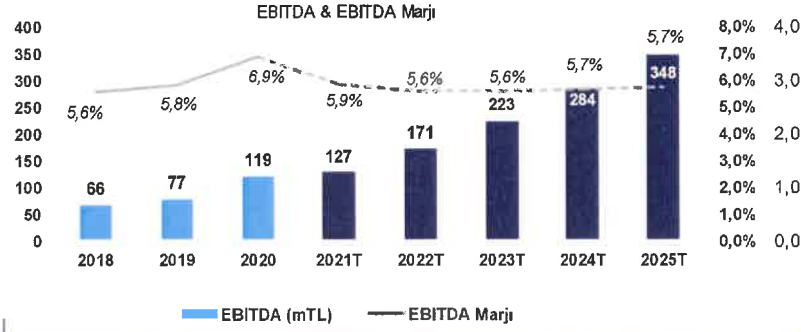
%11,5  
Mistaçoğlu Holding



%88,5  
Aydın Mistaçoğlu

## Yatırım Tezi

**Grafik:1 TTKOM dışı kanala girilmesi ile görece marjlarda gerileme beklenirken müşteri sadakati ve verimlilik artışı ile marjlar dengeye oturacak...**



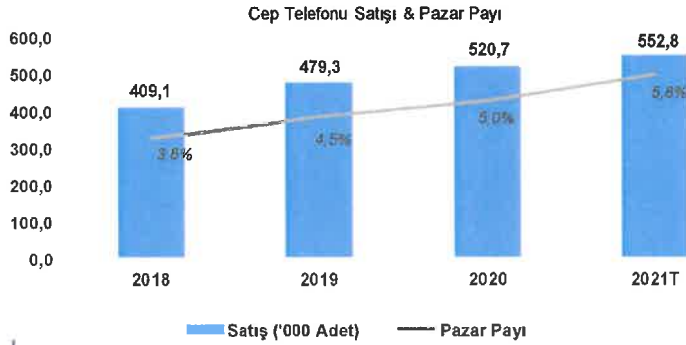
Kaynak: Şirket Tahminleri

**Grafik:2 2018-2021 döneminde güçlü mali veriler...**



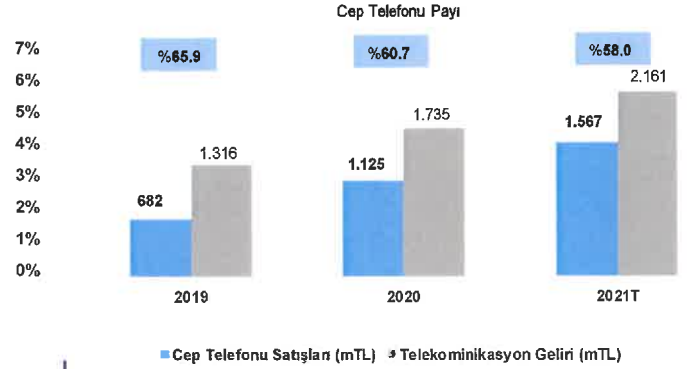
Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işaretidir.  
Kaynak: Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarı ve Risklerinin Tahmin Edilmesi, Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz

**Grafik:3 Pazarın görece daraldığı bir dönemde Şirket mobil telefon pazar payını vanilya kanalı etkisiyle artırabilmiştir...**



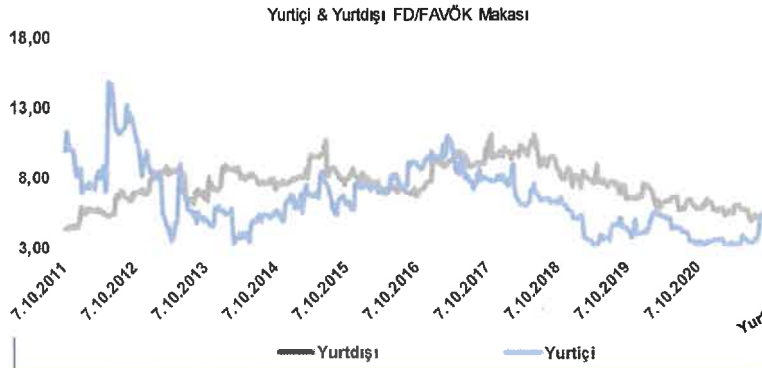
Kaynak: Şirket

**Grafik:4 Akıllı ev aletleri, aksesuar gelirleri ve diğer satışların etkisiyle mobil telefon satışlarının toplam gelirden aldığı pay her geçen yıl gerilemekte...**



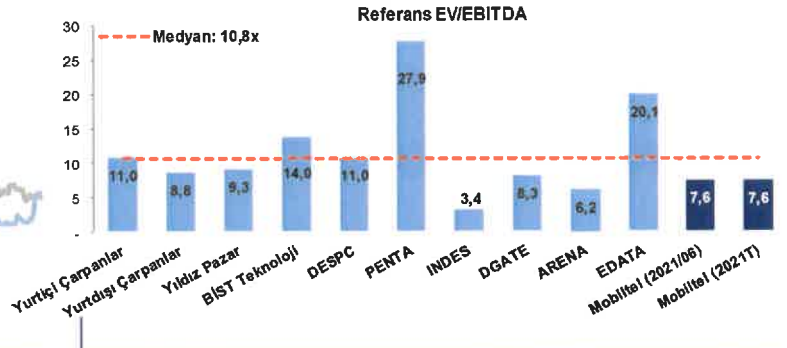
Kaynak: Şirket

**Grafik:5 Yurtdışı ve yurtiçi benzer şirketlerin EV/EBITDA çarpanı yakın seviyelerde**



Kaynak: Bloomberg &amp; Finnet

**Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...**



Kaynak: Bloomberg &amp; Finnet

## Temel Yatırım Unsurları

**Şirket finansal güçlülük, büyüme beklentisi, sermaye, borçluluk ve pazar payı açısından oldukça güçlü bir konumda yer alıyor**

**Türk Telekom ile önemli penetrasyon**

**Güçlü markaların dağıtımı**

**Kalifiye insan gücü**

**%5,8'lik mobil telefon pazar payı**

**Kırgızistan'ın en büyük AVM, rezidans ve otel kompleksi**

**Pandemi fırsata dönüştü**

**Olumlu değerlendirme görüşü.** Şirket, Türk Telekom'un münhasır 2 distribütöründen biri olup uluslararası markaların ürün dağıtımını gerçekleştirmektedir. 1,7 milyar TL'lik yatırım amaçlı gayrimenkul portföyüne sahip Mobitel, son yıllarda güçlü EBITDA ve Net Satış büyümesi, sektör ortalamasının üzerinde EBITDA marjı ve sektörün en büyük 5 oyuncusu arasında olması ile dikkat çekmektedir. Pandemi ile talebi artan akıllı ev aletleri ve 5G teknolojisi Şirket için önemli bir hikaye oluştururken bilişim sektörü Türkiye'de cazibesi artan bir alandır.

**Türk Telekom ve bağımsız kanal.** Şirket, Türk Telekom'un münhasır iki distribütöründen biridir. Türk Telekom satış kanalında, Türk Telekom tarafından Şirket'e atanmış olan ve Türkiye nüfusunun %50'sini oluşturan şehirlere münhasıran hizmet verilmektedir. Şirket'in bölgesinde Türkiye'nin 59 ilinde 385 adet perakende satış mağazası, 14 entegre dağıtım merkezi ve 12 alternatif satış kanalı şeklinde bayileri bulunmaktadır. Bu şehirlerdeki Türk Telekom bayileri sattıkları ürünleri münhasıran Şirket'ten temin etmektedirler. Türk Telekom'un ticareti içerisinde Şirket'in payı %50-55 seviyesindedir. Bu durum bayi alacakları ve yüksek satış hasılatını önemli oranda garanti altına almaktadır. 2020 senesinde baş gösteren Covid-19 salgını sonrası yönetim, Şirket'in sürdürülebilir büyümesini korumak amacıyla, stratejik bir dönüşüm yapmış ve Türk Telekom satış kanalının yanı sıra, pazarın geri kalanına da hizmet veren bir yapı için yatırım kararı alınmıştır. Zincir mağazalar, alt bayiler, online pazar yerleri, kamu ve özel sektör kurumlarında önemli bir kanal elde edilmiş ve bu durum gelirleri kayda değer oranda artırmıştır. Satış ekibine yapılan yatırım ile Şirket, halihazırda sektörde en geniş erişime sahip distribütörlerden biri konumuna gelmiştir. Tek bir müşteri grubuna bağımlı olmaksızın, sektördeki tüm müşteri gruplarına hitap eder hale gelen Şirket, bu anlamdaki riskini de bölmüş ve gelirlerini kayda değer oranda artırabilmiştir. Toplamda 1.200'e yakın alt bayi ve TTKOM bayilerine düzenli fatura kesilirken bu rakamın 1000'e yakını TTKOM dışı kanaldan oluşmaktadır. Şirket alt bayiler kanalı ile operatöre bağımlılığını azaltmakta ve önemli bir büyüme hikayesi elde edebilmektedir.

**Uluslararası markaların ana dağıtım kanalı.** Mobitel'in dağıtımını üstlendiği markalar arasında Apple, Samsung, Xiaomi, POCO, Oppo, Realme, Vivo, Huawei, Honor, TCL, Alcatel, Infinix, LG, General Mobile, Reeder, Casper, Sony, Homotech, Zyxel, TPLink, ZTE, JBL, Jabra, S-Link, Soultech ve Türk Telekom gibi dünyanın ve Türkiye'nin kendi alanında önde gelen markaları bulunmaktadır. Şirket'in ürün grubunun tek bir markaya bağımlı olmaması, pazarda bir yere sahip olan tüm markaları resmi olarak dağıtır olması Şirket'in güçlü yanları arasında sayılabilir. Bu sayede Şirket, markaların olası pazar payı değişikliklerinden etkilenmeyecek veya minimal düzeyde etkilenecek bir yapıya sahiptir.

**Güçlü insan kaynağı.** Şirket'in personel kadrosunun %51'i üniversite mezunu olup Türkiye ve Kırgızistan'da yetişmiş insan gücüne sahiptir. Özellikle yönetici seviyesi ve yönetim kurulu, iş tecrübesi, yurtdışı deneyim ve akademik tecrübe açısından oldukça üst seviyededir. Şirket'in 20 yıllık sektörel kurumsal tecrübesi ve yüksek sektörel tecrübeye sahip yönetim ekibi Şirket'i rakiplerinden pozitif yönde ayırtmaktadır.

**Mobil telefon pazarının en büyük 5 oyuncusu arasında.** Kredi kartı taksitlendirme sınırlaması ve artan kura rağmen Türkiye mobil telefon pazarında dramatik bir gerileme yaşanmamıştır. Uzaktan eğitim ve çalışmanın yaygınlaşması mobil telefon, tablet ve bilgisayar kullanımını artırmıştır. Türkiye'de telefon kullanımı kişisel statünün önemli bir parçası olarak görülmektedir. Son dönemde Şirket, pazarda önemli bir konuma gelmiş ve mobil telefon pazarında %5,8'lik pazar payı ile ilk 5 dağıtıcı arasında yer almıştır.

**1,7 milyar TL'lik yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü.** Şirket, Kırgızistan'ın en büyük otel, AVM ve rezidans portföyüne sahiptir. 2021/06 itibarıyla gayrimenkul portföyünün değeri 1,7 milyar TL olup yıllık 40-45 mın TL kira geliri elde edilmektedir. Türkiye'de yatırım amaçlı satın alınan 2 arsa bulunmakta olup Kanal İstanbul projesi ve imarın verilmesi ile arsalardan biri önemli oranda değerlendirilmiştir. Şirket'in bilişim sektöründe dağıtım yapıldığı için iş modeli gereği önemli bir maddi duran varlık portföyü ya da üretim tesisi bulunmazken yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü iş modeli riskini çeşitlendirmektedir.



**Güçlü büyümeye ek olarak finansal başarı testleri olumlu bir seviyeye işaret etmekte**

**Güçlü finansallar.** Şirket son yıllarda gelir, EBITDA ve net dönem karında önemli bir büyüme performansı sergilerken şirketlerin finansal güçlülük seviyelerini test eden Altman Z, Springate S ve Fulmer H modellerinde güçlü finansal skor seviyelerine ulaşmıştır.

**Alacaklara Türk Telekom garantisi şüpheli alacak karşılığının düşük olmasını beraberinde getirmekte**

**Düşük stok ve ticari alacak değer düşüklüğü karşılığı.** Şirket'in satışını gerçekleştirdiği ürünler moda trendlerine sahip olmakla birlikte bu durum Şirket özelinde önemli bir stok değer düşüklüğü riski yaratmamaktadır. Yüksek ticari alacak bakiyesine rağmen geçmişte toplam alacakların %3,5'i kadar şüpheli alacak karşılığı ayrıldığı görülmektedir. Bayilerden alınan teminata ek olarak Türk Telekom'un alacaklar için garantör olması bu durum da temel etkidir.

**2023 yılında lansmanı planlanan 5G Şirket için önemli bir kilometre taşı**

**5G ile sektörde büyüme beklentisi.** Önümüzdeki dönemde sektör önemli bir büyüme beklentisi içerisinde. Bu büyümeyi tetikleyecek unsurlar arasında pandemi nedeniyle "ötelenmiş talebin" yanı sıra, 2023 yılında ülkemizde gerçekleşeceği Cumhurbaşkanı ve Ulaştırma Bakanı tarafından ayrı ayrı ilan edilmiş olan 5G İletişim Şebekeleri ihalesi ve lansmanı yer almaktadır. Tüketicilerin kullandıkları mobil telefonları 5G teknolojisine sahip yeni telefonlar ile değiştirmeleri beklenmektedir. Bu beklentinin en büyük dayanağı da, geçmişte yaşanan 3G ve 4.5G lansmanlarından gelen tecrübedir. Bahsi geçen lansmanlar sonrasında tüketiciler telefonlarını bu yeni teknolojilere sahip telefonlar ile değiştirmeye başlamış ve pazar söz konusu dönemlerde pozitif yönde etkilenmiştir.

**Pandemi ile ihtiyacı artan akıllı ürünler Şirket için önemli bir potansiyel**

**Akıllı ürünler önemli bir potansiyel.** Şirket açısından bir başka önemli büyüme beklentisi de hem dünyada hem de ülkemizde hızla büyüyen, "Akıllı Ürünler" diye adlandırılabilir ürün grubundadır. Robot süpürge, hava temizleyici, akıllı saat, akıllı bileklik, elektrikli scooter ve benzeri ürünler son 2-3 yıl içerisinde hayatımıza girmeye başlamıştır. Bu ve benzeri ürünlerin önümüzdeki yıllarda çok daha yaygınlaşarak kullanılması beklenmektedir. Şirket'in distribütörlüğünü yaptığı çok sayıda global marka, bu ürünlerin de üretimini yapmaktadır. Şirket son dönemde bu ürünlerin distribütörlüğünü yapmaya başlamıştır. Bu ürün grubu (Aksesuarlar) Şirket'in büyüyen ve büyüme trendini sürdürmesi beklenen gelir kalemleri arasındadır.

**Türkiye'de 6 telefon fabrikası faaliyete başlıyor**

**Mobil telefon fabrika yatırımları.** Sektör açısından önemli bir gelişme, 2020 yılında başlayan yerel fabrika yatırımlarıdır. Hali hazırda 6 farklı global marka Türkiye'de fabrikalarını kurmuş durumdadır. Bunların dışında yerel bir üretici ile anlaşma yaparak kendi markasını Türkiye'de ürettiren marka da bulunmaktadır. Bu fabrikaların devreye girmiş olması, sektörün cari açığı tetiklediği algısının geride kalmasına katkıda bulunacaktır. Aynı zamanda bu fabrikalarda yaratılan istihdam ve fabrikaların etrafında oluşacak ekosistem, kamu yönetimi açısından fabrikaların sürekliliğini sağlamak açısından önemli bir motivasyon kaynağı olacaktır. Dolayısı ile gerçekleştirilmiş olan fabrika yatırımları, sektörün bundan sonra sağlıklı ve sürdürülebilir bir yapıya sahip olması açısından önemli bir itici güç olacaktır.

**Teknoloji ürünleri lüks ürün sınıfından ihtiyaç ürün grubuna girme trendinde**

**Bilişim sektörünün cazibesi.** Şirket'in Türkiye'deki ana faaliyeti, ekonominin önde gelen sektörlerinden biri haline gelmiş olan teknoloji ve telekomünikasyon alanında tüketici ürünlerinin dağıtımıdır. İnsan hayatının vazgeçilmez bir ihtiyacı haline gelmiş bulunan bu ürünlerin tüketimi, öngörülebilir gelecekte artarak devam edecektir. Şirket bu sektörde salt mobil telefon ürünlerini tüm Türkiye'ye dağıtmakla kalmamakta, aynı zamanda temsil ettiği dünya devi markaların diğer ürünlerinin de satış ve dağıtımını üstlenmektedir. Teknolojinin ilerleme hızı neticesinde Şirket'in temsil ettiği markalar yeni ürün grupları (örneğin robot süpürgeler) geliştirdikçe, Şirket'in bu ürünlere de hızlı erişim imkanı bulunmakta, dolayısı ile de ürün portföyünün yeni ürünler açısından da güncel kalması mümkün olmaktadır.

**Şirket ürün portföyü tüketici ürünleri açısından yüksek sayılabilecek ortalama birim fiyatlara sahip ürünlerden oluşmakta**

## Riskler

**Kriz yıllarında ürüne olan talep hızla gerileyebilmektedir**

**Hükümet tarafından talebi kısıtıcı önlemler alınabilir**

**Toptancı bilişim şirketlerinde iskontolu piyasa çarpanları görülmekte**

**Fark yaratacak teknoloji gelişiminde son noktaya yaklaşılması**

**Pandeminin chip krizi ile kısmen 2022 yılına kayacak olması mobil telefon pazarını olumsuz etkileyebilecek olmakla birlikte Kırgızistan'daki turizm yatırımları için de bu durum risk unsurudur**

**Teknoloji marketleri önemli bir potansiyel**

**Lüks segment ürünler.** Ürünün lüks segmentte yer alması kriz yıllarında iç talebi düşürmektedir. Geçmiş yıllarda 4-5 yıl bandında salınan ortalama telefon ömrü pandemide 7,3 yıl olarak gerçekleşmiştir. Bu durum aynı zamanda ertelenmiş talep anlamına gelmektedir.

**Kredi kartı taksit sınırlaması ve artan kur.** Mobitel İletişim, telefonları önemli oranda TL bazlı alıp TL bazlı satmaktadır. Şirket doğrudan kur riskine maruz kalmasa da kurun arttığı bir dönemde ürün fiyatlarına zam gelebilme ve tüketicinin satın alma gücü aşağı çekilmektedir. Ürünün ithal ediliyor olması devlet nezdinde de cari açığa sebep olan sektör ünvanını beraberinde getirmektedir. Türkiye'nin ekonomik şartlarının gelişimine bağlı olarak geçmiş yıllarda alınan kararlar uyarınca devreye giren vergiler, mobil telefonlar için nihai fiyatları önemli ölçüde etkilemekte, dolayısı ile tüketicilerin erişim imkanını kısıtlamaktadır. Ayrıca, perakende satışlarda uygulanan taksit sayısının maksimum 12 taksit ile kısıtlanmış olması ve 3.500 TL üzerinde fiyata sahip ürünler için 3 taksit ile kısıtlanmış olması sektör açısından önemli bir zorluk getirmiştir. Artan döviz kurları neticesinde, 3.500 TL'lik barem, giderek azalan sayıdaki mobil telefon modelinin 12 taksit ile satılabilir hale gelmesine yol açmaktadır. Eğer döviz kurlarındaki artış devam edecek olursa ve 3.500 TL'lik barem yukarı yönlü revize edilmezse, bir süre sonra mobil telefonların büyük çoğunluğu maksimum 3 taksit ile satılabilir hale gelecektir.

**AL-Sat modeli.** Şirket'in bilişim sektöründe faaliyet göstermesine rağmen teknolojiyi üretmekten ziyade dağıtımını gerçekleştirmesi fiyatlamada çarpan iskontosunu beraberinde getirmektedir. Şirket'in bir üretim tesisi olmadığı için önemli bir maddi duran varlığı bulunmamaktadır. Şirket bu riski çeşitlendirmek adına güncel değeri 1,7 milyar TL olan yatırım amaçlı gayrimenkule yatırım yapmıştır. .

**Yenilikçi ürün sorunu.** Sektör açısından zayıflık olarak görülebilecek bir diğer nokta ise kamera-işlemci hızı-ekran kalitesi gibi mobil telefonların unsuru olan konulardaki teknolojik ilerlemelerin, insanın algılayabileceği sınırlara yaklaşmış olması, bunun sonucunda da son yıllarda yapılan yeniliklerin tüketiciyi daha az heyecanlandırır hale gelmesidir. Ülkemizde mobil telefonların ortalama kullanım sürelerinin uzamasında bu hususun da payı olduğu değerlendirilmektedir. Dolayısı ile 5G ve benzeri "fark yaratacak" teknolojik yenilikler, sektörde heyecanla beklenmektedir.

**Pandemi belirsizliği.** Covid-19 salgını ve bu salgının tüketim taleplerinde meydana getirdiği değişim ile birlikte tüm dünyada bir chipset (yonga seti) tedarik darboğazı başlamıştır. Gerek mobil iletişim, gerekse beyaz eşya, bilişim ve otomotiv gibi daha birçok sektörün talep gösterdiği chipset tedarikindeki kısıtın, 2022 senesinde de belli ölçüde devam edeceği anlaşılmaktadır. Bu durum bazı mobil telefon üreticilerini zorlayabilir, sektörün büyümesi önünde zorlayıcı bir etken haline gelebilir. Şirket 2021 sonunda telekomünikasyon tarafında 2.350 m'n TL'lik bir gelir beklentisinde bulunmasına rağmen chipset riski nedeniyle muhafazakar tarafta kalmak adına yıl sonu gelir 2.165 m'n TL olarak modellenmiştir. Ancak bu durum talebi 2022'ye sarkıtmakta ve 2022'de normalin üzerinde bir gelir üretilmesini beraberinde getirmektedir. Pandemi belirsizliği Şirket'in Kırgızistan'daki AVM, otel ve rezidansları için de önemli bir gelir kaybı anlamına gelebilecektir.

**Teknoloji marketlerinde düşük pazar payı.** Şirket'in en zayıf olduğu konu, teknoloji marketlerinden aldığı payın çok düşük olmasıdır. Sektörün diğer tüm segmentlerinde varlığını hissettiren Şirket'in, teknoloji marketlerine satış açısından katetmesi gereken mesafe vardır.

## Yatırım Tezi

### Bilişim Sektörü



**Türk Telekom** – Şirket Türk Telekom'un 2 distribütöründen birisi olup 385 adet TTKOM mağazasına ulaşabilmektedir



**Büyüme** – Volatilitesi düşük marjlarla pandemi ile birlikte 2020 ve 2021'de hem satışlar hem de EBITDA'da oldukça güçlü büyüme



**Akıllı Ürünler** – Robot süpürge, hava temizleyici, akıllı saat, akıllı bileklik vb. Şirket ürünlerinin pandemi ile önemini artırması



**Vanilya Kanalı** – Türk Telekom dışı kanalın son 2 senede güçlü büyümesi ve gelecekte önemli bir potansiyel içermesi

## Mobitel



**Pazar Payı** – Önemli bir yatırım gerektirmeyen mobil telefon pazarında %5,8'lik pazar payı ile ilk 5 dağıtıcı arasında



**Referanslar** – Apple, Samsung, Xiaomi, Oppo, Huawei, Alcatel, LG, General Mobile, Casper, Sony markalarının dağıtımı



**Güçlü Finansallar** – Altman Z, Springate S ve Fulmer H skorları gibi iflas modellemelerinde finansallar başarılı sonuçlar üretti



**Yatırım Amaçlı Gayrimenkul** – Gayrimenkul portföyünün değeri 1,7 milyar TL olup yıllık 40-45 mn TL kira geliri elde edilmekte



**5G** – 77 mn telefonun 5G teknolojisine sahip yeni telefonlar ile değiştirilmesi beklenirken 2023-2027 döneminde bu durum pazarı olumlu etkileyecek

## Halka Arz Hikayesi

Türk Telekom bayilerinin satışlarının %50'den fazlasının dağıtımını yapmakta; İnternet penetrasyonu arttıkça Şirket ürünlerine olan talep artmakta; 2020 ve 2021'de yüksek büyüme ile sektörün en büyük 5 oyuncusu arasına girildi; 5G ile 2023-2027'de sektörde önemli bir büyüme beklenmekte; 1,7 milyar TL'ye yaklaşan yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü; Küresel güçlü markaların ürünlerinin dağıtımı; Pandemi ile önemi artan akıllı ürünlerin portföyde yer alması



Halka arz gelirinin bir kısmı ile finansal borç azaltılacak olup kalan kısım 5G, pandeminin ortadan kalkması ve TTKOM dışı kanalda (Vanilya) beklenen yüksek büyümenin finansmanı için işletme sermayesi olarak kullanılacaktır. Yüksek büyüme potansiyeli ve azalan finansal borçluluk gelecek dönemde temettü potansiyeli anlamına da gelmektedir.

## Değerleme

**Halka arz iskontosu öncesi 1.725 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 1.355 mn TL değere ulaşılmıştır**

**Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2021/06-4Ç'de gerçekleşen ve 2021'de beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 7,63x ve 7,58x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir**

**Piyasa çarpanları belirlenirken konsolide değer ve mali veriler yerine telekomünikasyon ayrıştırılarak gösterim sağlanmıştır**

**Duyarlılık analizinde şirket değer aralığı 808 mn TL ve 1.891 mn TL bandında hareket etmektedir**

## Değerleme Özeti

**%21 halka arz iskontosu.** Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken elde edilen değere %21 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modellemesi ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış, baz değer için değer aralığı belirlenmiştir. Şirket'in özellikle TTKOM dışı kanaldaki büyüme potansiyeli mevcut çarpanlarca yeterince yakalanamadığı için İNA yaklaşımına en yüksek ağırlık verilmiştir. Çarpanlarda ise Şirket'in faaliyetlerine oldukça benzeyen firmaların olması nedeniyle yurtiçi benzerlere daha fazla ağırlık verilmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
<b>Metodolojiler</b>			
İNA	1.707	60,00%	2,02
BİST Teknoloji Endeksi	2.280	5,00%	2,69
Yurtdışı Benzerler	1.459	5,00%	1,72
Yurtiçi Benzerler	1.709	25,00%	2,02
Yıldız Pazar	1.737	5,00%	2,05
Hedef Değer (TL)	1.725		2,04
Halka Arz İskontosu	21%		
<b>Konsolide Değer (TL)</b>	<b>1.355</b>		<b>1,60</b>

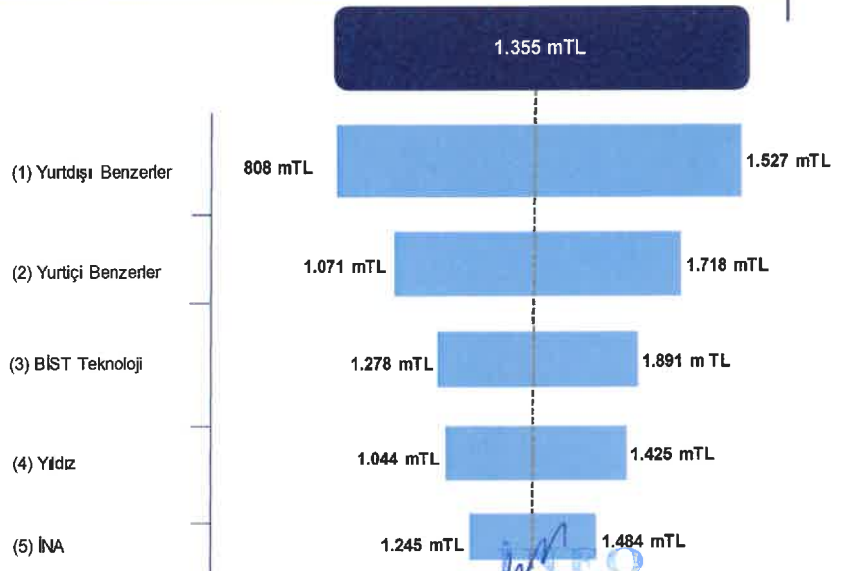
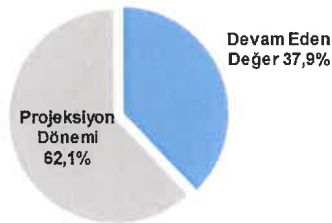
Telekomünikasyon Değer Çarpanları	2021/06-4Ç	2021T
EV/EBITDA	7,63	7,58
F/K	16,06	m.d.
EV/Net Satış	0,47	0,44
PD/DD	0,57	m.d.

## İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı ile iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış; değerlerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %62,1', projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, İNA modeli iyimser ve kötümser senaryolarda 1.245-1.484 mn TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 808 mn TL ve 1.891 mn TL bandında hareket etmektedir.

Grafik: 9 Duyarlılık Analizi

### Firma Değeri Kırılımı





## Şirket Profili

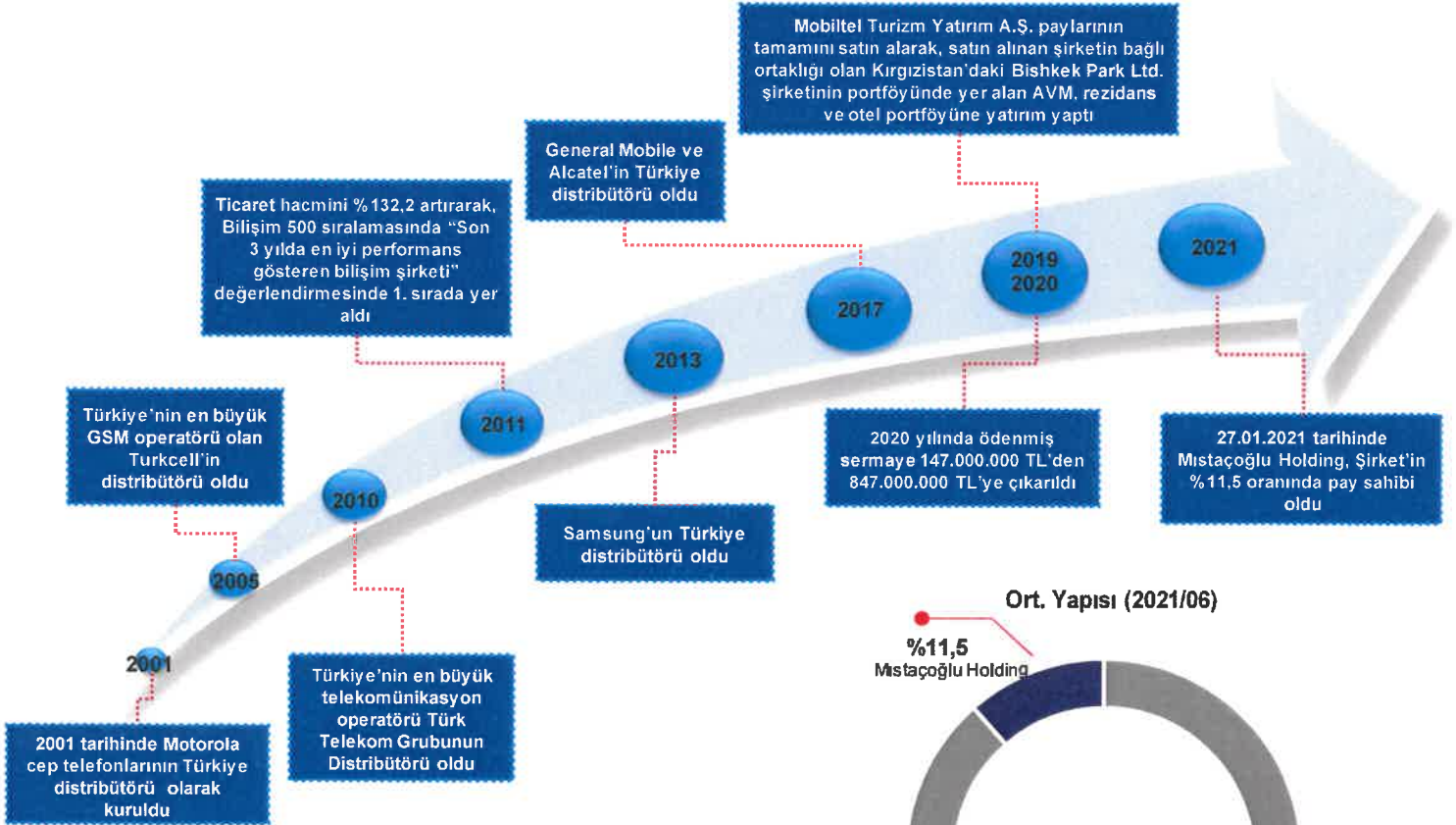
2001 yılında kuruldu

**Türk Telekom'un ticareti içerisinde Şirket'in payı %50-55 seviyesindedir**

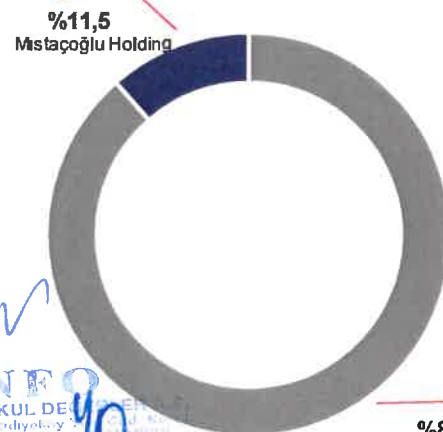
**Mobitel'in dağıtımını üstlendiği markalar arasında Apple, Samsung, Xiaomi, Poco, Oppo, Realme, Vivo, Huawei, Honor, TCL, Alcatel, Infinix, LG, General Mobile, Reeder, Casper, Sony, Homotech, Zyxel, TPLink, ZTE, JBL, Jabra, S-Link, Soultch ve Türk Telekom gibi dünyanın ve Türkiye'nin kendi alanında önde gelen markaları bulunmaktadır**

**Türk Telekom ana distribütörü.** Mobitel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Mobitel veya Şirket) kurulduğu 2001 yılından bu yana, mobil telefon (GSM) pazarında distribütörlük faaliyeti yürüten en köklü şirketlerden biridir. Distribütörlüğünü üstlendiği ürün grupları arasında mobil telefonlar, telefon aksesuarları, tabletler, bilgisayarlar, laptoplar, eko sistem ürünleri, modemler, DECT telefonlar, eski ismi ile "kontör" tabir edilen POS TL, konuşma kartları ve SIM kartlar ile teknolojinin gelişimine paralel olarak son yıllarda hayatımıza giren akıllı saatlerden robot süpürelere kadar geniş yelpazeye yayılan mobil telefon dışı ürünler de yer almaktadır. 2020 yılı itibarıyla Şirket cirosunun %94'ü; mobil telefonlar (%67,7) ile operatör ürünlerinden (%26,4) oluşmaktadır. Şirket yerli ve yabancı tedarikçilerden cep telefonları satın almaktadır. Türk Telekom'un resmi distribütörü olan Mobitel, aynı zamanda Türkiye'de mobil telefon satan bütün satış kanalları ile de doğrudan ticaret yapmaktadır. Bunlar arasında GSM bayileri, elektronik ürün zincir mağazaları, süper ve hipermarketler, elektronik pazaryerleri, çeyizciler ve kurumsal satış bayileri yer almaktadır. Şirket, Türk Telekom'un münhasır iki distribütöründen biridir. Şirket'in bölgesinde Türkiye'nin 59 ilinde 385 adet perakende satış mağazası, 14 entegre dağıtım merkezi ve 12 alternatif satış kanalı şeklinde bayileri bulunmaktadır. Bununla birlikte TTKOM dışı kanalda 1000'e yakın alt bayiye (bağımsız kanal) düzenli fatura kesilmektedir. Şirket alt bayi kanalı ile 2020 ve 2021'de önemli bir büyüme elde ederken gelecek yıllarda bu segmentte kayda değer bir potansiyel bulunmaktadır.

**Ana ortak Aydın Mıstaçoğlu.** Mobitel'in 847.000.000 TL tutarındaki mevcut sermayesinin %88,5'lik kısmına karşılık gelen 750.000.000 TL nominal değerli paylar Aydın Mıstaçoğlu'na, %11,5'lik kısmına karşılık gelen 97.000.000 TL nominal değerli paylar ise Mıstaçoğlu Holding A.Ş.'ye aittir. Şirket sermayesi 31.12.2019 tarihinde 82.000.000 TL seviyesinde yer alırken 08.07.2020 tarihinde alınan karar ile 65.000.000 TL'nin tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmak üzere sermaye 147.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. 29.12.2020 tarihinde artırılan 700.000.000 TL sermayenin tamamı ortakların Şirket'ten olan alacaklarından karşılanmıştır. 27.01.2021 tarihinde ise Aydın Mıstaçoğlu, hissesinin 97.000.000 TL'lik kısmını Mıstaçoğlu Holding'e satmıştır.



Ort. Yapısı (2021/06)



Ortaklık Yapısı (TL)		2021/06
Ortaklar	Nominal	Oran
Aydın Mıstaçoğlu	750.000.000	88,5%
Mıstaçoğlu Holding	97.000.000	11,5%
<b>Toplam</b>	<b>847.000.000</b>	<b>100%</b>



**Şirket Profili**

*TTKOM dışı kanala yapılan yatırımla Mobitel İletişim, 2020 ve 2021 yıllarında pazarda daha hızlı büyümüştür*

*Farklı şirketler üzerinden bilişim alanında faaliyet gösterilmekte*

*Mobitel Turizm, Kırgızistan'da önemli bir gayrimenkul portföyüne yatırım yapmıştır*

*Bishkek Park AVM, Prime Suites Residence ve Sheraton Bishkek Otel*

**Strateji değişikliği.** Kurulduğu 2001 yılından, 2010 yılına kadar pazardaki tüm müşterilere ürün satışı gerçekleştiren Mobitel İletişim, Türk Telekom resmi distribütörü olarak faaliyet göstermeye başladığı 2010 yılından 2020 yılına kadar, Türk Telekom satış kanalına öncelik veren bir yapıda yer almıştır. Bu dönemde bir yandan distribütörlüğünü yaptığı mobil telefon marka portföyünü genişleten Mobitel İletişim, diğer yandan da satış hacmi artan Türk Telekom satış kanalına verdiği hizmetin kalitesini artırmaya öncelik vermiştir. 2020 senesinde baş gösteren Covid-19 salgını ile birlikte stratejik bir değerlendirme yapan Mobitel İletişim yönetimi, Şirket'in sağlıklı ve sürdürülebilir büyümesini korumak amacıyla, dönüşüm kararı almış ve Türk Telekom satış kanalının yanı sıra, pazarın geri kalanına da hizmet veren bir yapıya geçilmesi kararlaştırılmıştır.

**İlişkili taraf şirketleri.** Mistaçoğlu Teknoloji, Türk Telekom'un Türkiye kurumsal satış iş ortağı olarak faaliyetlerini yürütmektedir. MBX İletişim, Samsung B2B ve Xiaomi'nin markası Poco'nun Türkiye distribütörlüğünü gerçekleştirmektedir. SilkRoad Ltd, Bishkek Park AVM içerisinde faaliyet gösteren FunCity çocuk genç eğlence merkezinin işletmeciliğini yürütmektedir. Mistaçoğlu Bilişim, İstanbul EMAAR AVM içerisinde yer alan Samsung Deneyim Mağazası'nın işletmecisidir. Mobile Point Bilişim Hizmetleri A.Ş., internet üzerinden ürün satışı faaliyeti ile iştirak etmektedir. Blink Bilişim Hizmetleri A.Ş., araç takip, filo yönetimi, kamer sistemleri, mobil lokasyon bazlı servisler konusunda hizmet vermektedir. 100 m TL sermayeli Mistaçoğlu Holding A.Ş. ise grubun çatı firmasıdır.

**İştirakler ve personel.** Şirket'in %100 bağlı ortaklığı olan 45 m TL sermayeye sahip Mobitel Turizm Yatırım A.Ş.'nin ana faaliyet konusu mobil telefon ve aksesuarları ile operatör ürünlerinin perakende ve toptan satışı ve mağazacılık faaliyetlerinin yanı sıra, yurt içinde ve yurt dışında turizm ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmaktır. Bağılı ortaklık, 2019 yılına kadar cep telefonu, telefon aksesuarları ve operatör ürünlerinin perakende ve toptan satışını yapmak üzere İstanbul'da perakende satış mağazaları işletmiştir. Mobitel Turizm Yatırım A.Ş., son dönemde gayrimenkul yatırımı ve projelerine yoğunlaşmıştır. Mobitel Turizm Yatırım A.Ş.'nin aktifinde Çobançeşme Mah. Kimiz Sok. No:16/A Yenibosna-Bahçelievler-İstanbul adresinde 2.410 m<sup>2</sup> büyüklüğünde ofis binası bulunmakta olup, bu binayı grup şirketlerine kiraya vermektedir. Ayrıca, Mobitel Turizm, 2012 yılında Kırgızistan'da kurulu gayrimenkul proje geliştirme şirketi Bishkek Park Limited şirketinin %30 hissesini satın alarak ortak olmuştur. Daha sonra, Mobitel Turizm Yatırım A.Ş.'nin Bishkek Park Ltd. şirketindeki payı zamanla %97'ye yükselmiştir. Mobitel Turizm Yatırım A.Ş.'nin ortağı olduğu Bishkek Park Ltd. şirketinin aktifinde ise Bishkek Park Kompleksi bulunmaktadır. Kırgızistan'ın en büyük gayrimenkul yatırımı olan Bishkek Park projesi, 2013 yılında hayata geçmiştir. Bishkek'in ilk ve en büyük alışveriş merkezi olan Bishkek Park AVM ve bu yapının üzerine konumlanan her biri 18 katlı ve son teknolojilerle donatılmış Prime Suites Residence ile Sheraton Bishkek Otel, Kırgızistan'ın en yüksek yapıları olma özelliğini taşımaktadır.

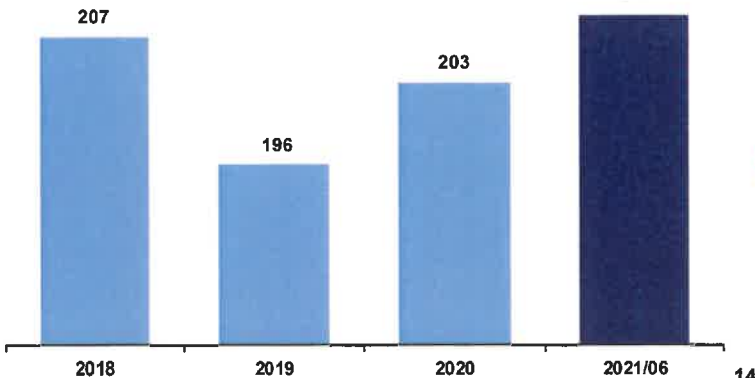
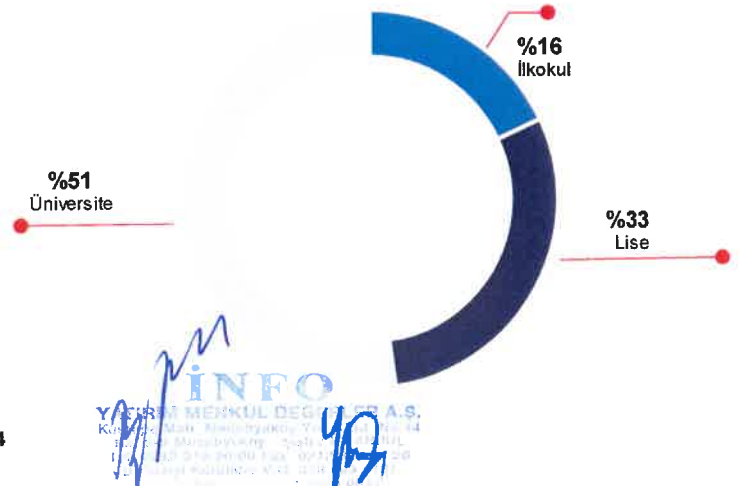
**İştirak Yapısı**

30.06.2021

Bağılı Ortaklık	Ülke	Ortaklık Oranı	Faaliyet Alanı
Mobitel Turizm Yatırım A.Ş.	Türkiye	100,0%	Turizm ve Gayrimenkul Projelerine Yatırım
Bishkek Park Ltd Şti.	Kırgızistan	96,3%	AVM, Rezidas, Otel Yatırımı

**Dönem Sonu Çalışan Sayısı**

2018-2021/06  
%0,5 YBBO

**Personel Eğitim Durumu (2021/06)**

## Şirket Profili



**Bishkek Park AVM.** Kırgızistan'ın ilk ve en büyük alışveriş merkezi olan Bishkek Park AVM, 5 katlı 60.000 m<sup>2</sup> kapalı alanı ve 2 katlı 550 araçlık geniş kapalı otopark alanı ile faaliyet göstermektedir. Bishkek Park AVM, moda, süpermarket ve teknoloji dünyasının önde gelen markalarının bulunduğu 120'ye yakın mağazanın, 20'den fazla kafe ve restoranın ve geniş kapalı otoparkın bulunduğu bir yaşam kompleksidir. Bişkek'teki alışveriş ve sosyal yaşama yeni bir soluk getiren Bishkek Park AVM'yi günde ortalama 20.000 kişi ziyaret etmektedir. Türkiye'nin ve dünyanın seçkin perakende markalarından Mango, Koton, Mavi, Pentti, Derimod, Crocs, New Balance, Clarks, Benetton, Nursace, US Polo, Ramsey, LC Waikiki, Terranova, Lining, Lacoste, Adidas, Puma, InterSport, Mexx ve teknoloji ürünleri perakende zinciri Sulpak gibi markaları ilk kez Bişkek ile tanıştırarak alışverişe yeni bir boyut getirmiştir. Şirket'e ait olan Bishkek Park AVM, ortalama m<sup>2</sup> fiyatı ve diğer özellikleri ile Bişkek'in en değerli AVM'si konumundadır. Bishkek Park AVM'nin 2018, 2019, 2020 ve 2021/Eylül itibarıyla doluluk oranları sırasıyla %99, %99, %93 ve %98'dir.

**Prime Suites Residence.** Prime Suites Residence, Bishkek Park AVM üstünde Sheraton Bishkek Hotel ile birlikte yan yana bulunmakta olup, 24 katlı ve toplam 12.500 m<sup>2</sup> kapalı alanıyla Kırgızistan'ın en yüksek binalarından biridir. Toplam 93 konut barındıran binada 1+1'den 3+1'e kadar konut seçenekleriyle 7 farklı daire tipi mevcuttur. Prime Suites Residence bu konutlardan 44 tanesi ile kiralama hizmeti vermektedir. Bişkek'in ilk ve mevcut durum itibarıyla tek rezidansı, Prime Suites Residence sosyal tesis alanları ve yaşam alanları ile iç içe olacak şekilde tasarlanmıştır.

**Sheraton Bishkek Otel.** Eylül 2019'da faaliyete başlayan Sheraton Bishkek Otel 24 katlı toplam 25.000 m<sup>2</sup> alanı ile kral, süit ve standart olmak üzere 400 yataklı odalarıyla 1.000 kişilik toplantı, kongre ve balo salonları, havuz, fitness, spa, patisserie ve 4 farklı dünya restoranı ile hizmet vermektedir. Sheraton Otel'de 2020 ve 2021/Eylül itibarıyla doluluk oranları sırasıyla %20 ve %17'dir. Yurtdışı seyahat yaşamının sona ermesinden sonra doluluk artmakta olup, Eylül ayında doluluk oranı %33'e çıkmıştır. Turizm sektörü açısından değerlendirme yapmak gerekirse, Kırgızistan turizmi yeni gelişen alanlarından biri olduğu için konaklama endüstrisi ve turizm günden güne gelişme göstermektedir. Şehirde aktif satış yapan 59 adet otel bulunmaktadır. Bu otellerin 20 adedi 4 yıldızlı, 5 adedi 5 yıldızlıdır. Şehirde kısıtlı sayıda zincir otel bulunmaktadır, yakın vadede açılması planlanan 5 yıldızlı otel bulunmamaktadır. Bu bilgiler ışığında, Sheraton Bishkek Oteli'nin gerek m<sup>2</sup> alanı, yüksekliği, konumu, yatak sayısı, diğer olanakları ve dünya çapındaki markası ile şehrin lider oteli konumunda olduğunu söylemek mümkündür.

### Sahip Olunan Yatırım Amaçlı Gayrimenkullere İlişkin Bilgiler (30.06.2021)

Cinsi	Edinildiği Yıl	m <sup>2</sup>	Mevkii	Net Defter Değeri (TL)	Kullanım Amacı	Kira Dönemi	Yıllık Kira Tutarı (TL)
Bina/AVM	2013	46.616	Bişkek / Kırgızistan	812.155.000	Hizmet üretimi	2021	48.574.275
Bina/Otel	2019	14.878	Bişkek / Kırgızistan	671.850.000	Hizmet üretim	2021	3.520.000
Bina/Rezidans	2017	5.015	Bişkek / Kırgızistan	82.485.000	Hizmet üretimi	2021	2.640.000
Arsa	2018	20.000	Sancaktepe/İstanbul	23.000.000	Değer artış kazancı	2021	6.000
Arsa	2020	131.513	Amavutköy/İstanbul	92.060.000	Değer artış kazancı	-	-

Kaynak: Şirket

**Yönetici Kadrosu**

**Aydın Mıstaçoğlu**  
YK Başkanı

► 1972'de İstanbul'da doğan Aydın Mıstaçoğlu, yüksek öğrenimini **İngiltere Cambridge'de Anglia Ruskin Üniversitesi**nde İşletme Lisans Derecesi ile tamamlamıştır. Teknoloji, telekomünikasyon, gayrimenkul geliştirme ve işletmecilik sektörünün farklı alanlarında faaliyet gösteren şirketler kuran Aydın Mıstaçoğlu, Mobitel İletişim, Mıstaçoğlu Holding ve diğer ilişkili taraf şirketlerin kurucusu, sahibi ve yönetim kurulu başkanlığı görevlerini yürütmektedir. MOBİSAD, KASİAD, KIAD sivil toplum örgütlerinde yönetim kurulu üyesidir.

**Orkun Yücel Kubanç**  
YK Başkan Vekili

► 1969 yılında İstanbul'da doğan Orkun Yücel Kubanç, **İstanbul Alman Lisesi ve Bilkent Üniversitesi Bilgisayar Mühendisliği Bölümü** mezunudur. **THY** ile iş yaşamına başlamış olup **HP**'de Satış Yöneticiliği, **Motorola**'da Satış Yöneticiliği ve Ülke Müdürlüğü görevlerini üstlenmiş, **Vodafone**'da Terminal Operasyonları Bölüm Başkanlığı yapmıştır. 2018 Kasım ayı itibarıyla Mobitel'de genel müdür görevini üstlenmiştir.

**Azer Bedirhanlı**  
YK Üyesi

► 1973 yılında İzmir'de doğan Azer Bedirhanlı, Eskişehir Anadolu Üniversitesi İşletme mezunudur. İş hayatına **Pepsi-Co** Türkiye'de Borçlar Muhasebesi Sorumlusu olarak başlayan Azer Bedirhanlı, yine aynı şirkette Hazine Şefi, Satış Muhasebe Grup Şefi gibi pozisyonlarda olmak üzere toplam 10 yıl görev almıştır. Pepsi-Co Türkiye'den sonra **Savola Gıda**'da 14 yıl Finans Müdürlüğü yapmıştır. Ocak 2021'den bu yana da Mobitel İletişim'de Finans Direktörü olarak görevini sürdürmektedir.

**Eyüp Vural Aydın**  
Bağımsız YK Üyesi

► 1976 yılında İstanbul'da doğan Eyüp Vural Aydın, **Galatasaray Üniversitesi Siyaset Bilimler Fakültesi Avrupa Ekonomisi** alanında Yüksek Lisans derecesi ve Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Ekonomi – Kamu Özel Sektör İş Birliği alanında doktora derecesine sahiptir. **Suudi Arabistan, Ukrayna, Kazakistan, Kırgızistan** başta olmak üzere birçok devlete kamu-özel işbirliği alanında danışmanlık sunmuştur. **İFC, İslam Kalkınma Bankası** gibi çok uluslu kalkınma bankalarında proje bazlı danışmanlık yürütmektedir.

**Dursun Ali Alp**  
Bağımsız YK Üyesi

► 1987 yılında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'nden İşletme lisansıyla mezun olan Dursun Ali Alp, 1991 yılında Marmara Üniversitesi'nde yüksek lisansını ve 1995 yılında Ankara Üniversitesi'nde İşletme doktorasını tamamlamıştır. 1987 yılında **Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı**'nda Uzman Yardımcısı olarak başladığı iş hayatına, 1988-1996 yılları arasında **Sermaye Piyasası Kurulu**'nda Uzman, 1996 yılından sonra Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanı Müşaviri, Başbakanlık **TOKİ Başkanlığı**'nda Başkan Yardımcısı, Başbakanlık'ta ve **Kültür ve Turizm Bakanlığı**'nda **Müsteşar Yardımcısı, Dünya Turizm Örgütü**'nde **İcra Kurulu Üyesi, Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'de Yönetim Kurulu Başkanı** olarak görev yürütmüştür.

**Saim Kılıç**  
Bağımsız YK Üyesi

► 1993 yılında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'nden yüksek derece ile mezun olan Saim Kılıç, **2001 yılında ABD'de University of Illinois at Urbana-Champaign'de Finans yüksek lisansını**, 2002 yılında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'nde MBA yüksek lisansını ve 2007'de Muhasebe-Finans alanında doktorasını yüksek derece ile tamamlamıştır. **2005 yılında Londra'da Greenwich Üniversitesi'nde** araştırma yapmış olan Saim Kılıç, **2017 yılında Profesör olmuştur**. 1994 yılında kamuda iş hayatına başlamış olup, **20 yıl boyunca, Sermaye Piyasası Kurulu'nda Uzman, Başbakanlık'ta Başbakan Yardımcısı Danışmanı, Cumhurbaşkanlığı'nda Görevli Uzman, Borsa İstanbul'da Denetim ve Gözetim Kurulu Başkanı, Merkezî Kayıt Kuruluşu'nda Genel Müdür Yardımcısı, Merkezî Kayıt Kuruluşu'nda Yönetim Kurulu Üyesi, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Şirketinde Yönetim Kurulu Üyesi** olarak görevler almıştır.

**Satış Kanalları**



Türk Telekom

→ Türk Telekom Bayileri



Elektronik Ürün Mağazaları

→ Vatan (144)  
→ Teknosa (213),  
→ Media Markt (78)



Pazar Yerleri

→ Hepsiburada  
→ Trendyol  
→ GittiGidiyor  
→ N11  
→ Amazon  
→ Çiçeksepeti



Mixed Bayiler

→ 2.500 Dealers Entity  
→ 4.500 Branch



Zincir Mağazalar

→ BİM (7.438)  
→ ŞOK (7.215)  
→ A101 (9.000)  
→ Carrefour (627)  
→ Metro (35)  
→ Tekzen (128)  
→ Migros (2.207)  
→ Avansas  
→ Hepsiburada  
→ Amazon



Diğer

→ Kamu Kurumları  
→ Kurumsal Şirketler



Apple, Samsung, Xiaomi, Poco, Oppo, Realme, Vivo, Huawei, Honor, TCL, Alcatel, Infinix, LG, General Mobile, Reeder, Casper, Sony, Homotech, Zyxel, TPLink, ZTE, JBL, Jabra, S-Link, Soultch ve Türk Telekom gibi dünyanın ve Türkiye'nin kendi alanında önde gelen markalarının dağıtımı

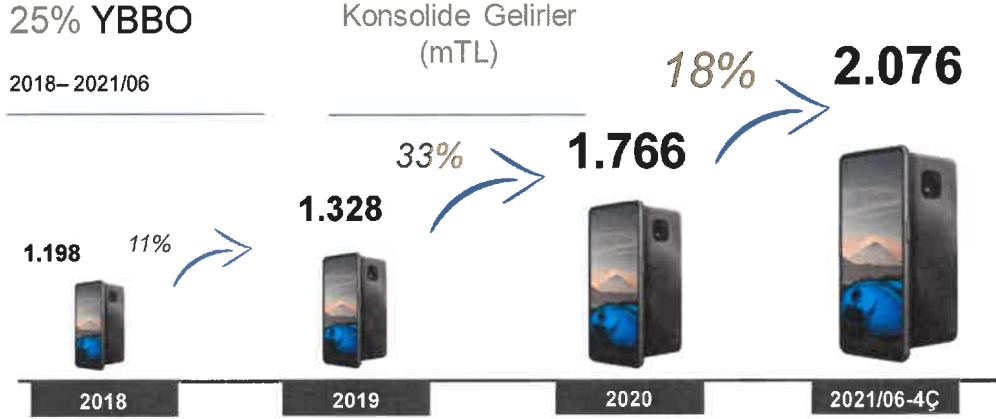


FAALİYET ÖZETİ

Kuruluş	Ürün Portföyü	Markalar	Yatırım Amaçlı Gayrimenkul																		
<p>Ana ortak Aydın Mıstaçoğlu (%88,5) 2001 yılında kuruldu <b>Merkez:</b> İstanbul Türk Telekom Distribütörü TTKOM Dışı 1000'e Yakın Alt Bayi</p>	<p>2021/06'da gelirin %98'i <b>telekomünikasyon</b> 2021/06'da <b>22,5 mn TL</b> gayrimenkul geliri Mobil telefon, telefon aksesuarları, tabletler, Laptop, modemler, kontör, SIM kart, bilgisayarlar</p> <p><b>Yatırımlar</b> Türk Telekom'un 2 distribütöründen biri olan Şirket telekomünikasyon tarafında işletme sermayesi yatırımına ihtiyaç duyarken önemli bir sabit sermaye yatırımı yapmamaktadır. Bununla birlikte hem yurtiçi hem de yurtdışında önemli bir büyüklükte yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü bulunmaktadır.</p>	<p>Apple Samsung Xiaomi General Mobile Oppo LG Alcatel Huawei Honor Casper</p>	<p>Kırgızistanda gayrimenkul yatırımı Bishkek Park AVM Prime Suites Residence Sheraton Bishkek Otel <b>1,7 milyar TL</b> büyüklük</p>																		
	<p><b>Konsolide Finansallar</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2020/12</th> <th>2021/06-4Ç</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Net Satışlar</td> <td>1.766 mTL</td> <td>2.076 mTL</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>133 mTL</td> <td>149 mTL</td> </tr> <tr> <td>Özkaynak</td> <td>897 mTL</td> <td>1.125 mTL</td> </tr> <tr> <td>Aktifler</td> <td>2.173 mTL</td> <td>2.451 mTL</td> </tr> <tr> <td>Net Kar</td> <td>378 mTL</td> <td>436 mTL</td> </tr> </tbody> </table>		2020/12	2021/06-4Ç	Net Satışlar	1.766 mTL	2.076 mTL	EBITDA	133 mTL	149 mTL	Özkaynak	897 mTL	1.125 mTL	Aktifler	2.173 mTL	2.451 mTL	Net Kar	378 mTL	436 mTL		<p><b>Sektör</b> Telefon pazarında taksitlendirmenin azaltılması, yükselen kur ve faizler ve pandemi etkisiyle son 3 yılda yatay bir seyir gözlemlenirken Şirket'in artan geliri ile <b>pazar payı 2021/06'da %5,8'e</b> yükselmiştir. <b>Türkiye'de ortalama cep telefonu değiştirme süresi 7,3 yıl düzeyine çıkmış olup 5G pazar için önemli bir potansiyeldir.</b></p>
	2020/12	2021/06-4Ç																			
Net Satışlar	1.766 mTL	2.076 mTL																			
EBITDA	133 mTL	149 mTL																			
Özkaynak	897 mTL	1.125 mTL																			
Aktifler	2.173 mTL	2.451 mTL																			
Net Kar	378 mTL	436 mTL																			

25% YBBO

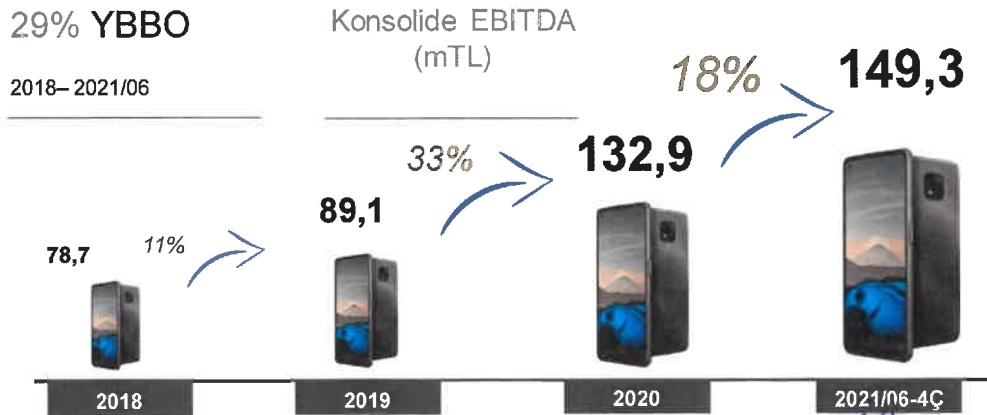
2018– 2021/06



NET SATIŞ TL M

29% YBBO

2018– 2021/06



EBITDA TL M

## Rekabet Analizi

**Şirket'in pazar payı artan bir trendde yer almakta**

**KVK, Genpa, Bilkom Bilişim ve Brightstar temel rakipler**

**Tam benzer halka açık bir rakip bulunmamakta**

**Sektörde ilk 5 firma arasında yer almakta**

**Türk Telekom ile 10 yılı aşkın süredir devam eden stratejik ortaklık**

**Pazar payı gelişimi.** Mobitel İletişim'in 2018 yılında Türkiye'de satılan mobil telefonlarda adet bazında %3,8 pazar payı varken, bu oranın 2021 yarıyılında %5,8 oranına yükseldiği görülmektedir. Mobitel İletişim son 3 yılda hem de ciro bazında pazardan daha fazla pay alarak konumunu güçlendirmiştir. Şirket cirosunun %26,4'ünü oluşturan Türk Telekom operatör ürünleri açısından Şirket'in konumunu incelemek amacıyla BTK verilerine bakılabilir. Türk Telekom ürünleri içerisinde en yüksek ciro payı %94,87 ile POS TL (kontör) ürününe aittir. BTK tarafından açıklanan verilere bakıldığında, Türk Telekom 2020 dördüncü çeyrek rakamları itibarı ile mobil abone sayısı 23.190.000 kişi, bu aboneler içerisinde ön ödemeli (kontör) abonelerin oranı %3,1; ön ödemeli abone başına geliri ise 23,9 TL düzeyindedir. Dolayısıyla 2020 dördüncü çeyrek itibarı ile ön ödemeli abonelerden toplam geliri 600.243.003 TL düzeyindedir. Aynı dönemde Mobitel İletişim'in POS TL (kontör) cirosu ise 81.012.810 TL düzeyindedir. Başka bir deyişle, 2020 dördüncü çeyrek itibarı ile Mobitel İletişim'in Türk Telekom ön ödemeli abone gelirleri içerisinde aldığı pay %13,5 olmuştur.

**Rakip analizi.** Mobitel İletişim, pazarda telekomünikasyon operatörleri ile distribütörlük anlaşmaları olan Brightstar, Genpa, KVK, Ouno, Port gibi firmalar ile rekabet halindedir. Bunlar dışında, telekomünikasyon operatörleri ile bir ilişkisi olmaksızın, sadece bazı markaların dağıtımını yapan daha küçük ölçekli firmalar da mevcuttur. Mobitel İletişim'in muadil rakip olarak görebileceği, telekomünikasyon sektörüne odaklı, donanım ve telekomünikasyon operatörü distribütörlüğü yürüten şirketler içerisinde halka açık bir şirket örneği yoktur. Dolayısı ile bu şirketlerin ayrıntılı finansal sonuçlarına erişmek ve sağlıklı karşılaştırma yapmak mümkün değildir. Ancak, her yıl düzenli olarak yayınlanan Bilişim 500 araştırması sonuçlarına göre bir kıyaslama yapmak mümkündür. Her şirketin bu araştırmaya bilgi sağlamak zorunluluğu bulunmadığına da dikkate almak gerekir. Bu kısıtlı veri ışığında, rekabet açısından bilgi sunması amacıyla, rakip firmaların Bilişim 500 araştırmasına beyan ettikleri, son 3 yıl finansal sonuçlarına göre, hat ve kontör gibi operatör ürünleri haricinde kalan donanım gelirleri aşağıdaki tabloda verilmiştir. Bu tablodaki bilgilere göre Mobitel İletişim ilk 5 içinde yer almaktadır. Ürün ömürlerinin 6 ay civarında bir süreye indiği, operasyonel hızın, finansal gücün, öngörü becerisi ve maliyet yönetiminin ön plana çıktığı pazarda rekabet şartları oldukça ağırdır. Bu rekabet ortamında Mobitel İletişim, 20 yılı aşkın sektörel tecrübesi, sahip olduğu geniş dağıtım ve erişim ağı, üreticiler ile global ve ulusal ölçekte kummuş olduğu sağlam ilişkiler, Türk Telekom ile 10 yılı aşkın süredir devam eden, sağlam temellere dayandığına inandığı iş birliği, müşterilerine sunduğu geniş finansal çözümler gibi etkenler sayesinde rekabette avantaj yakaladığına inanmaktadır.

### Mobil İletişim-Mobil Telefon Satışları ve Pazar Payı 30.06.2021

Yıl	Adet	Pazar Payı	Net Satış (mTL)	Pazar Payı
2018	409.050	3,8%	681,6	2,8%
2019	479.298	4,5%	730,2	2,9%
2020	520.739	5,0%	1.180,5	3,5%
2021/06	237.652	5,8%	596,9	3,5%

Kaynak: Şirket

### Mobil İletişim-Mobil Telefon Satışları ve Pazar Payı

Sıra	2018		2019		2020	
	Şirket	Gelir (mTL)	Şirket	Gelir (mTL)	Şirket	Gelir (mTL)
1	Brightstar	3.142.553.004	KVK Teknoloji	3.342.457.450	Bilkom Bilişim	3.149.633.901
2	KVK Teknoloji	2.901.596.854	Bilkom Bilişim	2.994.378.446	Teknosa	2.703.251.100
3	Genpa	2.424.683.769	Brightstar	2.235.883.716	Brightstar	2.210.806.743
4	Bilkom Bilişim	2.045.449.666	Teknosa	2.145.900.801	<b>Mobil İletişim</b>	1.534.104.544
5	<b>Mobil İletişim</b>	938.876.869	<b>Mobil İletişim</b>	1.038.693.181		

Kaynak: Şirket



## Müşteri & Tedarikçiler

**Strateji değişikliği ile müşteri yoğunluğunda kayda değer iyileşme**

**Tedarikçi yoğunlaşması bulunmakta**

**Sektörün doğası gereği tedarikçi yoğunluğu yüksek.** Şirket'in ana faaliyet alanının mobil telefon ve mobil telefon dışı ürünlerin distribütörlüğü olması nedeniyle ana tedarik kalemi ticari mal mahiyetinde olan cep telefonları, operatör ürünleri, tablet bilgisayarlar ve diğer mobil telefon dışı ürünlerdir. Mobil telefon ve operatör ürünleri hariç diğer ürünler distribütörlük anlaşması olan markaların kendi firmalarından temin edilmektedir. Operatör ürünleri ise Şirket'in operatör ürünlerinin distribütörü olduğu TTKOM ve ilişkili taraflarından tedarik edilmektedir. Satışların önemli bir bölümünün cep telefonları ile operatör ürünlerinden oluşması ve cep telefonlarının Türkiye'deki satış dağılımında belli markaların öne çıkması nedeniyle tedarikçi yoğunlaşması kaçınılmazdır. Nitekim ilk beş tedarikçi yoğunluğu 2020 yılında %89,6 seviyesinde gerçekleşmiştir.

**Müşteri yoğunluğu düşük.** Şirket'in faaliyeti itibari ile gelirinin çok büyük bir bölümü mobil telefonlar ile mobil telefon dışı ürün gruplarının satışından meydana gelmektedir. Mobil telefon dışı ürünler arasında operatör ürünleri önemli bir yer tutmaktadır. Şirket Türk Telekom'un operatör ürünlerinin distribütörlüğünü yapmakta ve Türk Telekom bayilerine mobil telefon ve diğer mobil telefon dışı ürünlerin de tedarikini gerçekleştirmektedir. Bununla birlikte Şirket Covid-19 salgını ile sektördeki kısmi daralmaya karşı önlem olarak satış kanallarını Vatan ve Teknosa gibi elektronik ürün mağazaları, Hepsiburada ve Trendyol gibi e-ticaret siteleri, BIM, A101 ve ŞOK gibi zincir mağazalar, Türk Telekom operatörleri, Evkur, Ev Shop gibi çeyizci mağaza zincirlerini de kapsayacak şekilde genişletmeye başlamıştır. Satış kanallarının çeşitlendirmenin de etkisi ile ilk beş ve ilk on müşterinin satışlardan aldığı pay sırası ile %14,1 ve %31,8 gibi düşük seviyelerde gerçekleşmiştir.

Tedarikçi Yoğunluğu (mTL)			
İlk 10 Tedarikçi	2018	2019	2020
Tedarikçi 1	452,0	518,1	442,1
Tedarikçi 2	196,0	325,3	357,6
Tedarikçi 3	0,0	0,0	242,6
Tedarikçi 4	153,8	63,6	192,3
Tedarikçi 5	122,9	229,8	180,9
Tedarikçi 6	0,0	20,0	98,7
Tedarikçi 7	23,6	6,6	14,1
Tedarikçi 8	0,5	0,2	9,0
Tedarikçi 9	0,0	1,5	6,0
Tedarikçi 10	0,0	0,0	4,5
<b>Toplam</b>	<b>948,8</b>	<b>1.165,0</b>	<b>1.547,9</b>
<b>Satışların Maliyeti</b>	<b>1069,7</b>	<b>1196,0</b>	<b>1579,5</b>
<b>İlk 5 Tedarikçi Yoğunluğu</b>	<b>86,4%</b>	<b>95,0%</b>	<b>89,6%</b>
<b>İlk 10 Tedarikçi Yoğunluğu</b>	<b>88,7%</b>	<b>97,4%</b>	<b>98,0%</b>

Müşteri Yoğunluğu (mTL)			
İlk 10 Müşteri	2018	2019	2020
Müşteri 1	0,0	0,0	63,5
Müşteri 2	0,0	0,0	63,0
Müşteri 3	72,7	60,3	60,3
Müşteri 4	79,0	0,0	58,1
Müşteri 5	79,1	74,0	55,5
Müşteri 6	0,0	0,0	53,6
Müşteri 7	31,0	38,0	50,4
Müşteri 8	0,0	0,0	50,3
Müşteri 9	26,5	33,7	49,2
Müşteri 10	26,4	0,0	47,6
<b>Toplam</b>	<b>314,6</b>	<b>205,9</b>	<b>551,6</b>
<b>Net Satışlar</b>	<b>1178,4</b>	<b>1315,9</b>	<b>1734,8</b>
<b>İlk 5 Müşteri Yoğunluğu</b>	<b>12,9%</b>	<b>4,6%</b>	<b>14,1%</b>
<b>İlk 10 Müşteri Yoğunluğu</b>	<b>26,7%</b>	<b>15,6%</b>	<b>31,8%</b>

## Ürünler

**Gelirin büyük bir bölümü cep telefonu satışından**

**Apple, Samsung ve Xiomi gibi önde gelen markaların cep telefonu ve tablet distribütörü**

**Türk Telekom'un Türkiye'deki iki distribütöründen biri**

**Aksesuar satışları son üç yılda önemli bir büyüme elde etti**

**Ana ürün cep telefonları.** Mobitel'in satışını yaptığı ürün gamını iki ana grupta toplamak mümkündür: Mobil telefonlar ve Mobil telefon dışı ürünler. Şirket'in gelirlerinin büyük bir kısmı cep telefon satışlarından elde edilirken distribütörlüğünü üstlendiği mobil telefon dışı ürün grupları arasında tablet bilgisayarlar, mobil telefon aksesuarları ve hat, kontör (sanal TL), konuşma kartı, modem gibi telekomünikasyon operatör ürünleri ile teknolojinin gelişimine paralel olarak son yıllarda hayatımıza giren akıllı saatlerden robot süpürgelere kadar geniş yelpazeye yayılan mobil telefon dışı ürünler de yer almaktadır.

**Apple ve Samsung'un Türkiye distribütörü.** Mobitel kurulduğu 2001 senesinden 2010 senesine kadar, dönemin önde gelen markaları arasında yer alan Motorola, Siemens Mobile ve BenQ Siemens cep telefonlarının distribütörlüğünü yapmış ve Turkcell'in kontör dağıtımını üstlenmiştir. 2010 senesinde, Avea (Türk Telekom) ile distribütörlük sözleşmesi imzalayan Mobitel, bu dönemden sonra hızlı bir atılım sürecine girmiş ve sektörün önemli oyuncular arasında yer almıştır. Aradan geçen sürede Nokia, BlackBerry, HTC, SonyEricsson gibi döneminin güçlü markalarının distribütörlüklerini de yapan Mobitel, portföyünü her zaman pazarın güncel markaları ile güçlendirmiştir. Temmuz 2021 itibarı ile Mobitel'in portföyünde bulunan mobil telefon markaları Apple, Samsung, Xiaomi (Redmi), Poco, Oppo, RealMe, Vivo, Huawei, Honor, TCL, Alcatel, Infinix, LG, General Mobile, Reeder, Casper olarak sıralanabilir.

**Türk Telekom operatör ürünleri ikinci ana ürün grubu.** Mobitel'in distribütörlüğünü yaptığı mobil telefon dışı ürünler; operatör ürünleri, tablet, aksesuar, notebook, dect telefon ve diğer ürünlerden oluşmaktadır. Türk Telekom operatör ürünleri kategorisinde Türk Telekom SIM kartları, Türk Telekom POS TL (kontör), konuşma kartı, ADSL/VDSL/mobil modemler gibi ürünler yer almaktadır. Mobitel tablet pazarında Apple, Samsung, Huawei, Alcatel, Homotech markalarını dağıtımını gerçekleştirilmektedir.

**Aksesuar en hızlı büyüyen ürün grubu.** Aksesuar satışları 2018-2020 döneminde 12 kattan fazla büyüme göstermiştir. Bu ürün grubu içerisinde hem geleneksel telefon aksesuarları, hem de yeni nesil ürünler yer almaktadır. Yeni nesil ürünler içerisinde akıllı saatler, gerçek kablosuz kulaklıklar, akıllı kol bantları, oyun konsolları, robot süpürgeler, akıllı tartılar, akıllı hava temizleyiciler, scooter, elektrikli bisiklet gibi çok farklı ürünler yer almaktadır. Xiaomi başta olmak üzere, Mobitel portföyünde yer alan Apple, Samsung, Huawei, Honor, RealMe, Sony gibi markalar da bu ürünleri üretmektedir. Bu durum, Mobitel'in bu ürünlere hızlı erişimini sağlamaktadır. Bu markalar dışında JBL, Jabra, Bilicra, SanDisk gibi farklı markaların ürünleri de Mobitel tarafından dağıtılmaktadır. Dünyada ve Türkiye'de hızla büyüyen pazar, Mobitel açısından da önemli bir potansiyel barındırmaktadır.

## Satışlar

**Gelirin %95'inden fazlası telekomünikasyon sektöründen**

**Tüketici elektroniği pazarının yanısıra Kırgızistan'da Gayrimenkul yatırımları**

**Cep telefonların satış içerisindeki payı %70**

**Adet bazlı cep telefonu pazar payı %5,8**

**En çok satılan markalar Samsung, Apple ve Xiaomi**

**Telekomünikasyon ve gayrimenkul yönetimi geliri.** Mobiltel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Mobiltel veya Şirket) kurulduğu 2001 yılından bu yana ana faaliyet alanı olarak mobil telefon (GSM) pazarında distribütörlük faaliyetini yürütmektedir. Şirket ana faaliyetine ek olarak 2019 yılında paylarını satın aldığı Mobiltel Turizm Yatırım A.Ş aracılığı ile Kırgızistan'ın başkenti Bişkek'te AVM, Residans ve Otel yatırımları ile gayrimenkul yatırım faaliyetlerinde bulunmakta ve söz konusu gayrimenkullerden kira geliri elde etmektedir. Bununla birlikte toplam gelirler içerisinde telekomünikasyonun payı 2018-2021/06 dönemi içerisinde %95'in üzerinde yer almıştır. 2021/06 itibari ile 980,5 mn TL olan 6 aylık gelirin 958,1 mn TL'si telekomünikasyondan; kalanı Mobiltel Turizm Yatırım A.Ş aracılığı ile yapılan gayrimenkul yatırımlarından kaynaklanmaktadır.

**Telefon ihracatı.** Şirket'in satışlarının çok büyük bir bölümü yurtiçine yapılmaktadır. 2021/06 döneminden gerçekleşen toplam 980,5 mn TL tutarındaki 6 aylık gelirin 17,5 mn TL'si ihracat şeklinde gerçekleşmiştir. 2021 öncesinde ise gerçekleşen yurtdışı satış tutarları yıllık 2 mn TL'nin altındadır.

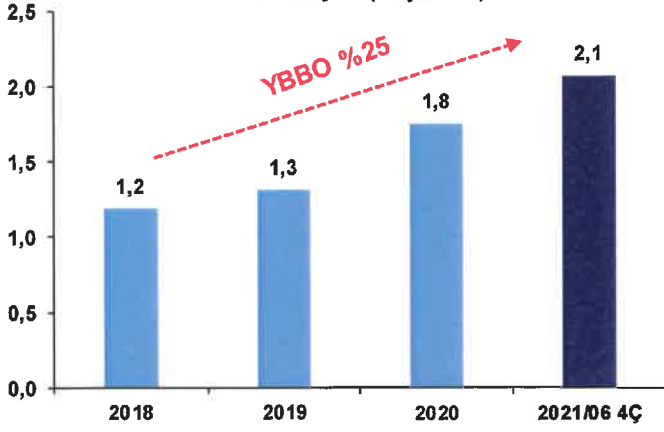
**Bine yakın alt bayi.** Şirket Türk Telekom dışı segmentte bağımsız kanal altında sınıflanan 1000'e yakın alt bayii düzenli fatura kesmektedir. Bununla birlikte Türk Telekom dışı bağımsız kanalda Vatan ve Teknosa gibi elektronik ürün mağazaları, Hepsiburada ve Trendyol gibi e-ticaret siteleri, BIM, A101 ve ŞOK gibi zincir mağazalar, Evkur, Ev Shop gibi çeyizci mağaza zincirleri de bulunmaktadır.

**Satışların yarısından fazlası cep telefonlarından.** Şirket'in son üç yıl içerisinde gerçekleşen satış tutarları incelendiğinde satışlar içerisindeki en büyük payın cep telefonlarından kaynaklandığı görülmektedir. 2021/06 itibariyle Şirket cirosunun %90'ı mobil telefonlar (%70,2) ile operatör ürünlerinden (%19,8) oluşmaktadır. Aksesuar ve tablet satışları ise diğer önemli segmentler olarak dikkat çekmektedir.

**Pazar payında %53 büyüme.** Şirket'in cep telefonu satışları 2018 yılında yaklaşık 409 bin adet iken 2020 yılında 520 bin adede yükselmiştir. Söz konusu rakamlar adet bazlı satış rakamının iki yılda toplamda %27 büyüdüğünü göstermektedir. Bu durum yıllık %12,5 birleşik büyümeye işaret etmektedir. 2018 – 2020 döneminde döviz kurlarındaki yükseliş nedeni ile yaşanan fiyat artışları, taksit sayısındaki kısıtlamalar ve 2020 yılında yaşanan Covid-19 salgınının etkilerine rağmen Türkiye genelinde mobil telefon pazarında satılan yeni ürün sayısında önemli bir düşüş meydana gelmemiş ve pazar adet bazında son 3 sene boyunca yataya yakın bir seyir izlemiştir. Bu dönemde Mobiltel'in adet bazlı satışlarını %27 büyütmesi pazar payını 2018 yılındaki %3,8 seviyesinden 2020 yılında %5, 2021 yılında ise %5,8 seviyesine kadar yükseltmiştir. TL bazlı baktığımızda ise aynı dönemde Mobiltel'in pazar payının %2,8 seviyesinden %3,5 seviyesine çıktığı görülmektedir. Gerçekleşen büyümeler Şirket'in satış stratejisinde TTKOM satış kanalları haricinde diğer satış kanallarına da ağırlık vermesinden kaynaklanmaktadır. İlerleyen dönemlerde satış organizasyonundaki ve stratejisindeki bu değişimden dolayı Şirket'in pazar payının daha da artması beklenmektedir.

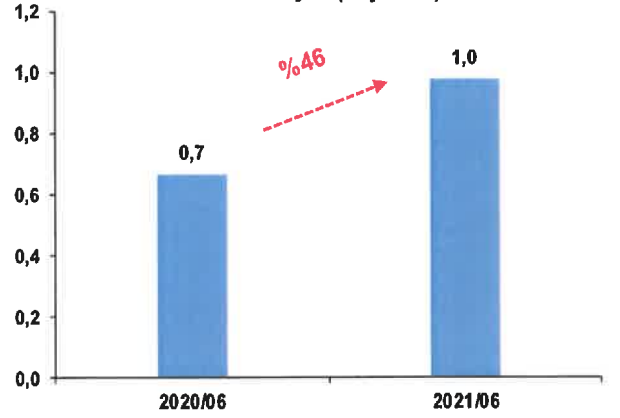
**Cep telefonu gelirlerinde Apple ve Samsung ilk iki sırada.** Cep telefonlarının marka bazlı satış rakamları incelendiğinde 2021/06 itibari ile satışlarda ilk üç sırada Samsung, Apple ve Xiaomi bulunmaktadır. 2018-2020 arası dönemde ilk iki sırada bir değişiklik olmazken Xiaomi'nin Huawei'den pazar payı kapdığı görülmektedir.

## Net Satışlar (milyar TL)



Kaynak: Şirket

## Net Satışlar (milyar TL)



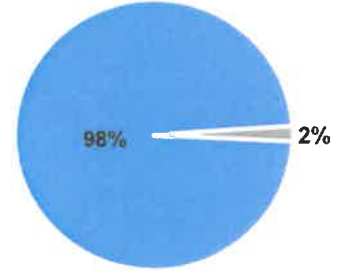
Kaynak: Şirket

## Cironun %95'inden fazlası Telekomünikasyon sektöründen...



Kaynak: Şirket

## Gelir Kırılımı (2021/06)



■ Yurtiçi ■ Yurtdışı

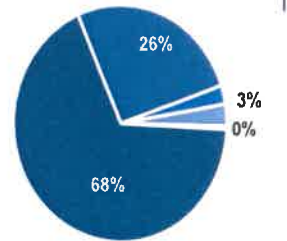
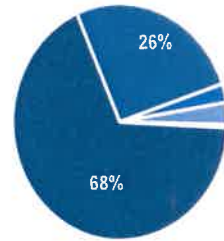
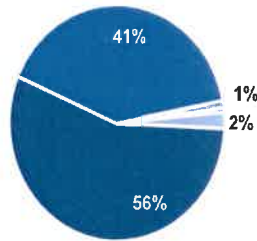
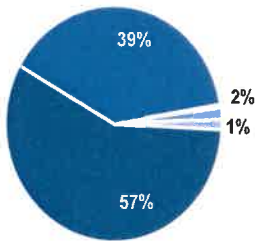
Kaynak: Şirket; \* lade ve iskontolar göz önünde bulundurulmamıştır.

## Telekomünikasyon Gelir Kırılımı (2018)

2019

2020

2021/06

■ Cep Telefonları  
■ Aksesuar■ Operatör  
■ Tablet■ Cep Telefonları  
■ Aksesuar■ Operatör  
■ Tablet■ Cep Telefonları  
■ Aksesuar■ Operatör  
■ Tablet■ Cep Telefonları  
■ Aksesuar■ Operatör  
■ Tablet

Kaynak: Şirket;

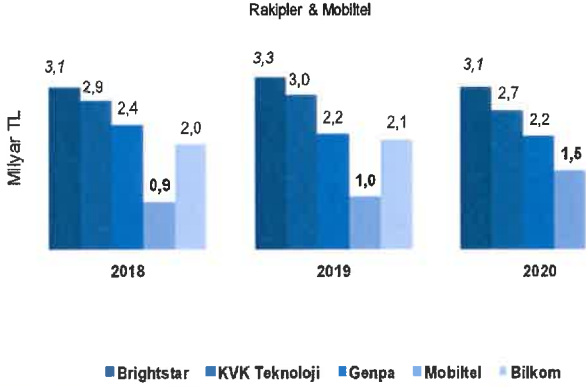
## Satışlar

**Bilişim 500 araştırmasına göre donanım ve telekomünikasyon operatörü distribütörlüğünde dördüncü sırada**

**Donanım gelirleri bazında sektörde dördüncü sırada.** Mobitel İletişim, pazarda telekomünikasyon operatörleri ile de distribütörlük anlaşmaları olan Brightstar, Genpa, KVK, Ouno, Port gibi firmalar ile rekabet halindedir. Bunlar dışında, telekomünikasyon operatörleri ile bir ilişkisi olmaksızın, sadece bazı markaların dağıtımını yapan daha küçük ölçekli firmalar da mevcuttur. Mobitel'in muadil rakibi olarak görülebilecek, telekomünikasyon sektörüne odaklı, donanım ve telekomünikasyon operatörü distribütörlüğü yürüten şirketler içerisinde halka açık bir şirket örneği yoktur. Dolayısı ile bu şirketlerin ayrıntılı finansal sonuçlarına erişmek ve sağlıklı karşılaştırma yapmak mümkün değildir. Ancak, her yıl düzenli olarak yayınlanan Bilişim 500 araştırması sonuçlarına göre bir kıyaslama yapmak mümkündür. Her şirketin bu araştırmaya bilgi sağlamak zorunluluğu bulunmadığını da dikkate almak gerekir. Bu kısıtlı veri ışığında, rekabet açısından bilgi sunması amacıyla, rakip firmaların Bilişim 500 araştırmasına beyan ettikleri, son 3 yıl finansal sonuçlarına göre, hat ve kontör gibi operatör ürünleri haricinde kalan donanım gelirleri bazında Mobitel 2018 ve 2019 yıllarında beşinci sırada iken 2020 yılında dördüncü sıraya yükselmiştir.

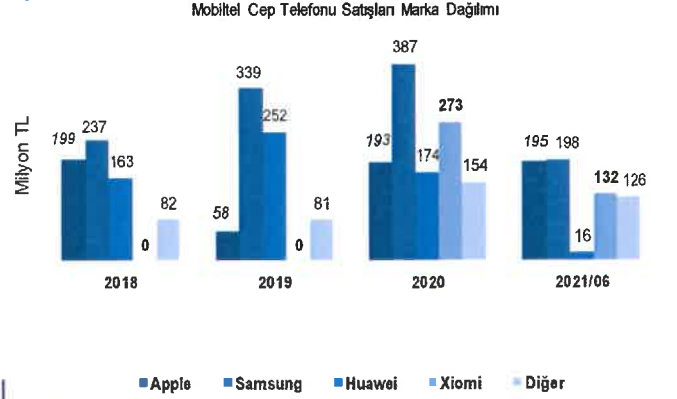
*(Not: Gayrimenkul faaliyetlerinden kaynaklanan gelir ve gider rakamları telekomünikasyon sektöründen elde edilen gelir ve giderlere göre oldukça düşük seviyelerde olması nedeniyle gelir analizinde sadece telekomünikasyon gelirleri analiz edilmiştir.)*

**Telekomünikasyon sektörü donanım ürünleri pazarında şirket 2020 yılında dördüncü sırada...**



Kaynak: Şirket

**Mobitel cep telefonu satışlarında Samsung marka telefonlar ilk sırada yer alıyor...**



Kaynak: Şirket

**Mobitel'in adet bazlı cep telefonu satışında pazar payı %5,8 seviyesinde...**



Kaynak: BTK

**Mobitel'in TL bazlı cep telefonu satışında pazar payı %3,4 seviyesinde...**



Kaynak: BTK



## Maliyetler

**SMM'nin tamamına yakını ticari mal maliyeti**

**Yıllar itibari ile faaliyet giderlerinin ciroya oranı azaldı**

**Temel maliyet ticari ürünler.** Şirket'in ana faaliyet alanının ticari mal alım satımı olması nedeniyle SMM'nin tamamı mobil telefon ve mobil telefon dışı diğer ürünlerin satın alım maliyetinden oluşmaktadır. Ticari mal niteliğindeki cep telefonları ve mobil telefon dışı ürünlerin tamamına yakını distribütörlerden ya da yurtiçindeki PC ve IT toptancılarından USD'ye endekli TL rakamları ile satın alınmaktadır. Maliyetler, stok ve ticari alacak gün süresinin kısa olması nedeniyle kur artışına kısmen duyarlı olmakla birlikte ifade edilen kısa dönemlerde dahi kurlarda önemli artışlar yaşanması durumunda fiyatların artırılmasını istemeyen distribütörlerden prim ve fiyat farklılıkları adı altında destek alınmaktadır. Bu nedenle brüt kar marjı kur hareketlerinden mümkün olan en düşük seviyede etkilenebilmektedir. Brüt kar marjının 2018 yılında %10,4 seviyesinden 2020 yılında %9,6 seviyesine; 2021/06 döneminde ise %9 seviyesine gevşemesinin sebebi cep telefonu ve operatör dışı diğer ürünlerde satışın rekabetin yüksek seviyede olduğu diğer kanallarla çeşitlendirilmiş olmasıdır. Marjlarda kısmi gerieme yaşansa da hem satış dağılımındaki riskin düşürülmesi hem de gelirlerin artırılması olumlu karşılanmaktadır.

**Faaliyet giderlerinde verimlilik sağlanmakta.** Genel yönetim giderleri ve pazarlama giderleri toplamının satışlara oranı 2018 yılında %4,1 seviyesinde iken satışların önemli oranda artması ile sabit giderlerin payının düşmesi ve satış organizasyonu ve stratejisinde yapılan değişikliklerle artan verimliliğin etkisi ile yıllara sari azalarak cari dönemde %2,4 olarak kaydedildiği görülmektedir.

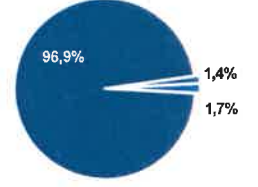
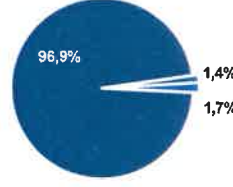
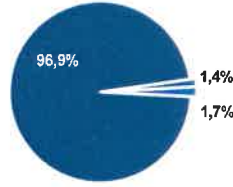
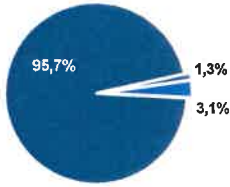
*(Not: Gayrimenkul faaliyetlerinden kaynaklanan gelir ve gider rakamları telekomünikasyon sektöründen elde edilen gelir ve giderlere göre oldukça düşük seviyelerde olması nedeniyle gider analizinde konsolide giderler analiz edilmiştir.)*

Telekomünikasyon Gider Kırılımı (2018)

2019

2020

2021/06



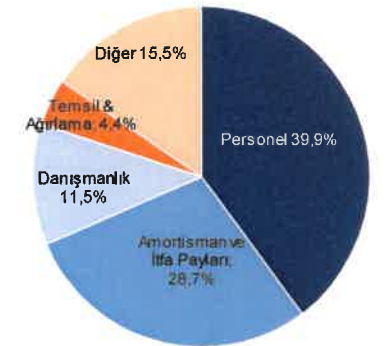
■ SMM ■ Genel Yönetim ■ Pazarlama

Kaynak: Şirket,

### Genel Yönetim Gideri Kırılımı (2021/06)

### Genel Yönetim Gideri Kırılımı (mTL)

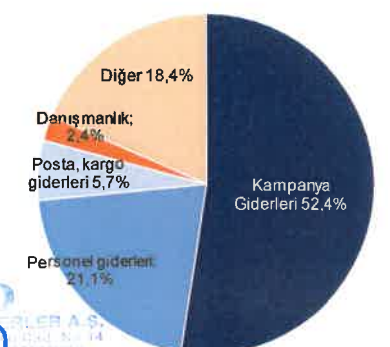
Gider Kalemleri	2018	2019	2020	2020/06	2021/06	Değişim		Oran	
						2021/06-2020/06	YBBO 2021/06-2018	2021/06	2020/06
						Personel	6,0	7,3	5,2
Amortisman ve İtfa Payları	1,8	2,6	3,6	1,7	2,3	35%	40,6%	28,7%	31,3%
Danışmanlık	1,6	1,0	0,7	0,3	0,9	189%	(8,5)%	11,5%	5,9%
Temsil & Ağırılama	0,9	0,7	0,4	0,2	0,4	60%	(16,4)%	4,4%	4,1%
Diğer	3,9	5,5	2,4	0,6	1,2	100%	(9,5)%	15,5%	11,4%
<b>Toplam</b>	<b>14,1</b>	<b>17,1</b>	<b>12,3</b>	<b>5,5</b>	<b>8,1</b>	<b>48%</b>	<b>2%</b>	<b>100%</b>	<b>100,0%</b>



### Satış & Pazarlama Giderleri Kırılımı (mTL)

Gider Kalemleri	2018	2019	2020	2020/06	2021/06	Değişim		Oran	
						2021/06-2020/06	YBBO 2021/06-2018	2021/06	2020/06
						Kampanya Giderleri	13,9	3,5	16,5
Personel giderleri	6,2	6,5	5,0	2,4	3,3	38%	(1,6)%	21,1%	23,0%
Posta, kargo giderleri	0,5	0,8	1,0	0,4	0,9	123%	59,5%	5,7%	3,8%
Danışmanlık	1,0	1,0	0,7	0,3	0,4	12%	(11,6)%	2,4%	3,2%
Diğer	12,8	9,5	5,8	2,7	2,9	7%	(26,3)%	18,4%	25,8%
<b>Toplam</b>	<b>34,3</b>	<b>21,2</b>	<b>29,0</b>	<b>10,6</b>	<b>15,9</b>	<b>50%</b>	<b>0,03%</b>	<b>100%</b>	<b>100,0%</b>

### Satış & Pazarlama Giderleri Kırılımı (2021/06)



## Yatırımlar

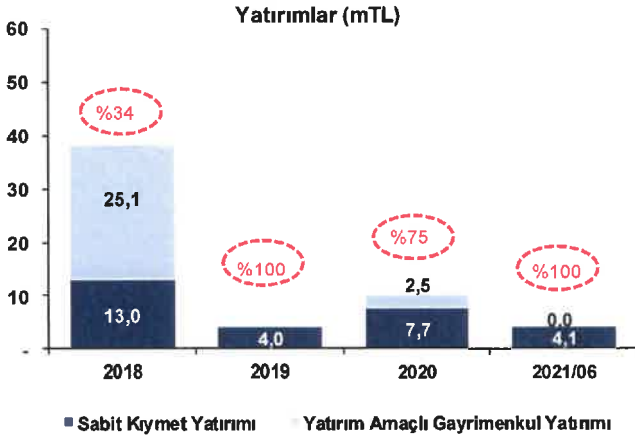
**Operasyonel yatırımlar bina, demirbaş ve taşıtlardan oluşmakta**

**Faaliyetin devamı için yapılan yatırım son üç yılda 28,7 mn TL**

**Yatırım ihtiyacı bulunmamakta.** Şirketin ana faaliyetinin distribütörlük olması nedeniyle herhangi bir üretim faaliyeti yürütülmemektedir. Bununla birlikte Şirket'in operasyonlarını yürütebilmesi için fon ayırdığı en önemli kalem distribütörlük faaliyetleri gereği katlanılması gereken işletme sermayesi ihtiyacı olup sabit kıymet yatırımı anlamında yapılan yatırımlar ise genel yönetim ve pazarlama operasyonlarının yürütülebilmesi için gerekli olan demirbaş ve taşıt harcamalarıdır. Taşıt ve demirbaş harcamalarına ek olarak Şirket elindeki fonları değerlendirebilmek adına bilançoda yatırım amaçlı gayrimenkul hesabı altında kaydedilen arsa ve bina yatırımları da yapmaktadır.

**Son üç yılda 28,7 mn TL sabit kıymet yatırımı.** Şirket, 018-2021/06 döneminde sırası ile 12,9 mn TL, 4 mn TL, 7,7 mn TL ve 4 mn TL tutarlarında olmak üzere toplamda 28,7 mn TL maddi duran varlık yatırımı yapmıştır. 2018 yılındaki yatırımın diğer yıllara nazaran daha yüksek olmasının nedeni Şirket'in bağlı ortaklığı tarafından 10,5 mn TL bedelle leasing yoluyla satın alınmış olan 3 adet işyeridir. Diğer yatırımlar genel olarak taşıt ve demirbaş yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Taşıt yatırımları ise 2020 yılında TTKOM harici diğer satış kanallarına ağırlık vermek amacıyla satış ekibinin genişletilmesinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle diğer yıllarda 1-2 mn TL bandında olan taşıt yatırımı tutarı 2020'de 6,6 mn TL'ye ulaşmıştır.

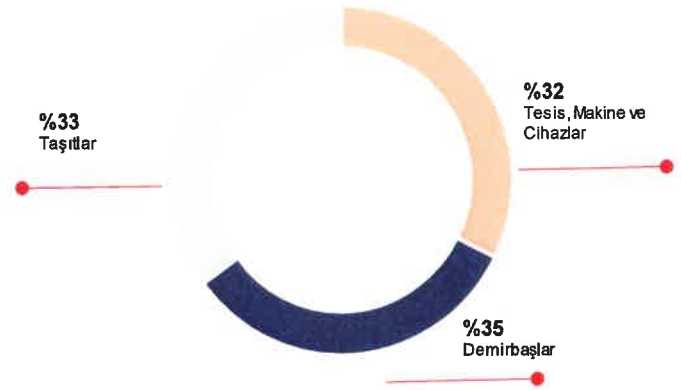
**27,6 mn TL yatırım amaçlı gayrimenkul yatırımı.** 2018-2021/06 dönemi arasında yapılan yatırım amaçlı gayrimenkul yatırımlarının toplam bedeli yaklaşık olarak 27,6 mn TL'dir. Söz konusu yatırımlar 12.06.2020 tarihinde satın alınan Arnavutköy'de yer alan 2,5 mn TL bedelli arsa ile 13.03.2018 tarihinde satın alınan Sancaktepe'de yer alan 25,1 mn TL bedelli arsa ve depo yatırımından oluşmaktadır. 27,6 mn TL bedelle satın alınan arsaların 2021/06 itibari ile güncellenen ekspertiz değeri 115 mn TL'dir.



Kaynak: Şirket

○ Yatırım/Toplam Yatırım

**Sabit Kıymet Yatırım Kırılımı (2021/06)**



## Finansal Analiz

**Yatırım amaçlı gayrimenkuller aktifi domine etmekte**

**Bayilerin kontratlı satışlarında oluşan TTKOM garantili alacakların bilançodan mahsup edilerek mali tabloların analiz edilmesi gerekmektedir**

**Gelirlerdeki büyümeye rağmen ticari alacak vadelerinin azalması yeni girilen TTKOM dışı kanaldaki düşük vadelerden kaynaklanmıştır**

**Eba projesi 2020 yılında gelirlere olumlu yansdı**

**2019 yılında Bishkek Park'ın sahibi olduğu iştirak satışında 317,6 mn TL gelir elde edilmiştir**

**Kırgızistan'da vergi oranı %10 olup ülkenin en büyük gayrimenkul yatırımlarından bir tanesi Mobitel tarafından gerçekleştirilmiştir**

**743,2 mn TL dönen varlık.** 2021/06 itibarıyla Şirket'in dönen varlıkları toplam aktiflerinin %30'unu oluşturmakta olup aktif yapının görece illik olduğu ifade edilebilir. Şirket'in dönen varlıkları; 2020 yılında 734,7 milyon TL iken 2021/06'da yatay bir seyir izleyip 743,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Dönem sonu itibarıyla aktiflerin %1'ine karşılık gelecek şekilde 24,5 mn TL nakit pozisyonu bulunduğu görülmektedir. Cari dönemde Şirket'in herhangi bir şekilde bloke mevduatı bulunmamaktadır. 2020 yılında nakit stokunun diğer yıllara göre daha yüksek olmasındaki en büyük etken sermaye artışıdır. 2021/06'da Şirket'in önemli bir gelir büyümesi elde etmesine rağmen ticari alacaklarında kayda değer bir değişim yaşanmamış ve 2020 sonu bakiyesine paralel 571,6 mn TL olarak kaydedilmiştir. Şirket pandemiye fırsata çevirebilmek adına 2020 yılında Türk Telekom dışı kanala yatırım yapmış ve gelirlerini önemli oranda artırabilmiştir. Türk Telekom tarafında fiyat, marj ve vadeler standarda bağlanmışken mixed kanal (vanilya) çok daha esnek bir yapıya sahiptir. Yeni kanalın daha riskli olması vadelerin gerilemesini beraberinde getirmiş ve ticari alacak tutarını normalize etmiştir. Düşen vadeler artan satışa rağmen bakiye ticari alacak miktarını stabil kılmıştır. Yüksek alacak tutarına karşın toplam alacakların sadece %3,4'ü kadar şüpheli alacak portföyü oluşmuştur. Şirket'in alacaklarının önemli bir kısmının TTKOM bayilerinden oluşması ve TTKOM kredibilite ve garantisi nedeniyle düşük alacak karşılığı ayrılmaktadır. Ticari alacak tutarının bu denli yüksek olmasında TTKOM garantili bayi alacağı etkindir. Söz konusu alacağın karşı bacağı yine TTKOM garantili finansal borçlarda kredi olarak kaydedilmektedir. Hem kredi hem de ticari alacak TTKOM'un varlığı ve borcu olarak görülmekte ve fiiliyatta Şirket yönetiminde takip bu şekilde gerçekleşmektedir. Bu nedenden dolayı Şirket yönetimi ticari alacak ve kredilerden söz konusu rakamları çıkararak yönetim raporlamalarını gerçekleştirmektedir. Bağımsız denetim söz konusu ticari alacak ve kredi tutarını bilançoda mahsup etmese bile fiiliyatta bu 2 hesabın mahsup edilmesi gerektiği kanaatine ulaşılmıştır. İlgili hesabın nasıl çalıştığı ve neden mahsuba konu edilmesi gerektiğine yönelik Şirket beyanı işbu fiyat tespit raporunun ekine konulmuştur. TTKOM garantili ticari alacak rakamları 2021/06, 2020, 2019 ve 2018 yılları için sırasıyla 351,9 mn TL, 264,9 mn TL, 221 mn TL ve 484,5 mn TL'dir. Söz konusu rakamlar ticari alacak ve finansal borçlardan çıkarıldığında hem borçluluk gerilemekte ve hem de yapılan satışlara göre önemli bir ticari alacak rakamının bulunmadığı anlaşılmaktadır.

**Eba ürünleri kamuya satışları artırdı.** Şirket'in ticari alacakları içerisinde kayda değer ilişkili taraf bakiyesi bulunmamaktadır. 2020 yılında pandemi nedeniyle Eba projesi kapsamında kamunun tablet, bilgisayar vb. ürünlere talebi artmıştır. Bu satışlar ana şirket yerine kamuya daha yakın ilişkili taraf şirketlerinden gerçekleştirilmiş ve bu dönemde ilişkili taraf ticari alacak bakiyesi görece yükselmiştir. Şirket'in iş hacmine bağlı olarak yıllara sari stok seviyesinin arttığı görülmektedir. 2021/06 itibarıyla 113,8 mn TL olan stokların önemli bir kısmı ticari mal stoklarından oluşmaktadır. Kalan stoklar ise Bişkek kaynaklı inşaat malzemeleridir. Peşin ödenmiş gider hesabının yıllara sari stoklara paralel bir seyir izlediği dikkat çekmektedir. Hesabın önemli bir kısmı telefon ve aksesuarlar için tedarikçilere verilen avanslar olup Bişkek kaynaklı tadilat ve devlet dairelerine verilen avanslar da söz konusu hesapta kaydedilmektedir. 2018 yılında 317,6 mn TL olan satış amacıyla elde tutulan varlıklar Bishkek Park'ın 2018 yılı ve öncesinde sahibi olduğu iştiraklerin 2019 yılında satılmasından kaynaklanan tutardır.

**1,7 milyar TL duran varlıklar.** 2018 yılında uzun vadeli ticari alacaklarda yer alan 52 mn TL'lik bakiye TTKOM garantili ticari alacak olup sonraki yıllarda TTKOM alacaklarının tamamı kısa vadede kaydedilmiştir. Şirket'in aktifi ve duran varlıklarını önemli oranda yatırım amaçlı gayrimenkuller domine etmektedir. Şirket hem Türkiye hem de Kırgızistan operasyonu altında yatırım amaçlı gayrimenkul yatırımı gerçekleştirmektedir. 2018 ve 2020 yıllarında Arnavutköy ve Sancaktepe'deki 2 arsaya toplamda 27,6 mn TL yatırım amaçlı olarak yatırım yapılırken konsolidasyonda yer alan Mobitel Turizm Kırgızistan'ın en büyük otel, AVM ve rezidans projesinin sahibidir. Gayrimenkul yatırımının gerçekleştiği Kırgızistan'da vergi oranı %10'dur. Hem Türkiye hem de Kırgızistan'daki yatırım amaçlı gayrimenkuller SPK lisanslı kurum tarafından dönemsel bazda değerlemeye tabi tutulmaktadır. Güncel rapora göre Grup cari dönemde yaklaşık 1,7 milyar TL'lik yatırım amaçlı gayrimenkule sahiptir.



## Finansal Analiz

### 23,2 mn TL maddi duran varlık portföyü

### Finansal borçlar ve ticari alacaklardan kontratlı TTKOM bayi satışları çıkarılarak mali tablolar analiz edilmektedir

### İşbu raporun ekine TTKOM alacağı ile ilgili Şirket beyanı konulmuştur

### 2019-2021 döneminde kısa vadeli yükümlülüklerin dönen varlıklardan fazla olması bu dönemde uzun vadeli bir yatırım olan Kırgızistan yatırımının belirli bir kısmının uzun vadeli finansman ile yapılmasıdır. (Diğer borçlar ve uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kısmı).

### Gayrimenkul değerlemelerinin etkisiyle 2021/06'da 144,9 mn TL ertelenmiş vergi yükümlülüğü ve Bişkek operasyonu için kullanılan finansal krediler uzun vadeli yükümlülüklerin temel kalemleri olup cari dönemde 398,2 mn TL seviyesindedir.

**Düşük maddi duran varlık ihtiyacı.** Yatırım amaçlı gayrimenkuller dışında özellikle Türkiye'deki distribütörlük operasyonu için ciddi bir maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırıma gerek duyulmamaktadır. 2021/06 itibarıyla 23,2 mn TL olan maddi duran varlıkların önemli bir kısmı genel merkez binası ve taşıt yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Taşıt fiyatlarında son yıllarda gözlenen artış dikkate alınarak taşıt kiralama modeli taşıt satın alımına çevrilmiş ve maddi duran varlıklarda taşıt ağırlığını artırmıştır. Sonuç olarak 2020'de 1,4 milyar TL olan duran varlıklar 2021/06'da özellikle değer artışlarının etkisiyle 1,7 milyar TL'yi aşmıştır.

**Finansal borçlarda görece artış.** 2018 yılında Bişkek'in altında konsolide edilen iştirakin satışının etkisiyle 2019 yılında finansal borçlarda bir gerileme yaşansa da sonraki yıllarda özellikle büyümenin finansmanın için işletme sermayesi kredisi kullanılmış ve kredi hacmi 2021/06'da 946,4 mn TL'ye yükselmiştir. Şirket'in finansal borçlarının önemli bir kısmının kısa vadeli olması işletme sermayesi finansmanından kaynaklanmaktadır. Uzun vadedeki kredilerin tamamına yakını Bişkek'teki gayrimenkul kompleksinin finansmanında kullanılmış olup kayda değer bir kısmı dolar cinsindedir. Grup'un Bağlı ortaklığı Bishkek haricinde kullandığı krediler TL cinsinden olup, 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla kullanılan kredilerin faiz aralığı %10-20'dir. Ekim 2021 itibarıyla Yönetim'den alınan bilgilere göre Şirket'in kullandığı kredi faiz oranı %17,5 olup Şirket gelecekte faizlerin daha da gerileyeceğini öngörmektedir. 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla Bishkek'in kullanmış olduğu banka kredileri Kırgızistan Somu ve ABD Doları cinsinden olup kredinin faiz aralığı %8-18'dir. 2018 ve 2020 yıllarında 27,6 mn TL'lik yatırım amaçlı gayrimenkul alımı dışında bu dönemde önemli bir maddi duran varlık yatırımı gerçekleştirilmemiştir. TTKOM bayi alacak operasyonu için ticari alacaklarda kaydedilen tutarın karşı bacağı kısa vadeli finansal borçlarda da yer almaktadır. Böylece Şirket'in kısa vadeli finansal borcu olduğundan yüksek görünmektedir. Bağımsız denetim söz konusu operasyonun gelir tablosu tarafını mahsup etmesine rağmen bilançoda mahsubun gerçekleşmemesi hem ticari alacağın hem de finansal borcun yüksek görülmesine sebep olmaktadır. 2021/06 itibarıyla kısa vadeli finansal borçlarda 351,9 mn TL kredi Türk Telekom tarafından bankalarla anlaşılan ve ödemesi gerçekleştirilen kredidir. Mobitel, Türk Telekom bayilerine kontratlı satışını yaptıktan sonra bayiler de nihai müşteriye uzun vadelerde satış yapabilmektedir. Bayilerin finanse edilmesinin amacıyla Türk Telekom tarafından belirlenen bankalar, vade ve faiz oranlarında kredi kullanılmakta ve söz konusu kredilerde Türk Telekom ödeme garantisi vermektedir. Bunun karşılığında ise Mobitel İletişim'in bayilerden olan alacağı Türk Telekom'a devredilmektedir. Sadece kontratlı satışlar için yapılan bu operasyonda Mobitel İletişim bir aracılık faaliyeti görmektedir. Aslında söz konusu operasyon ile Mobitel İletişim, ürünü sattığı bayilerden alacağını Türk Telekom kredisini ile garanti altına almakta ve bayi riski Mobitel İletişim'den Türk Telekom'a devredilmektedir. Şirket'in ticari alacak ve finansal borçluluğunu daha doğru değerlendirmek amacıyla söz konusu tutarın bilançodan mahsup edilerek mali tabloların analiz edilmesi gerekmektedir.

**881,7 mn TL kısa vadeli yükümlülükler.** 2020 sonunda 103,7 mn TL olan ticari borçlar cari dönemde iş hacmindeki büyümenin doğal bir sonucu olarak 154 mn TL'ye yükselmiştir. Diğer borç kaleminin tamamı hakim ortak olan Aydın Mıstaçoğlu'na olan borçları içermektedir. Mobitel Turizm'in 2019 yılında Aydın Mıstaçoğlu'ndan satın alınması sonrasında diğer borç bakiyesi 755,7 mn TL'ye kadar yükselirken 2020 yılında ortağa olan borcun önemli bir kısmı sermayeye eklenmiş ve kalan bakiye 2021 yılının ilk yarısında kapatılmıştır. Böylece Kırgızistan'ın en büyük gayrimenkul yatırımına sahip Mobitel Turizm'in %100'ü Mobitel İletişim'e aktarılmıştır. Mobitel Turizm ise söz konusu yatırımı Kırgızistan'da yerleşik Bishkek Park Ltd. Şti'ye %97 oranında iştirak ederek gerçekleştirmiştir. Yıllara sari azalma trendinde olan ve 2021/06'da 11,9 mn TL olan ertelenmiş gelirlerin önemli bir kısmı Bişkek operasyonu için müşteriden alınan avanslardan kaynaklanmaktadır. Satılan daireler için ödenen bedeller tapu devrine kadar konsolidasyonda avans olarak takip edilmekte; tapu devri sonrası net satışlarda kaydedilmektedir. Yıllara sari kaydın azalma nedeni ise satılan daire sayısının bitmek üzere olması ile ilgilidir. Cari dönemde 14,6 mn TL olan diğer kısa vadeli yükümlülükler ise ödenecek KDV ve kurumlar vergisi matrah artırımı nedeniyle oluşmuştur. Sonuç olarak kısa vadeli yükümlülükler 2020'de 848,3 mn TL olan seviyesinden hafif bir artış sergileyerek 2021/06'da 881,7 mn TL'ye yükselmiştir.

YATIRIM  
 YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
 Kurumlar Kanununa Tabii Kurumlar  
 T.C. Sermaye Piyasası Kurulu  
 Sayılı Kurumlar Kanunu'na Tabii  
 Kurumlar Kanunu'na Tabii Kurumlar



## Finansal Analiz

**Mobitel Turizm, 2019 sonunda 1 milyar TL piyasa değerinden satın alınmıştır**

**Güçlü sermaye ve özkaynak yapısı.** Şirket 2020 yılında 65 mn TL'si iç kaynaklardan 700 mn TL'si ise ortaklara borçlar hesabından olmak üzere ödenmiş sermayesini 765 mn TL artırarak 847 mn TL gibi güçlü bir sermaye seviyesine ulaşmıştır. Mobitel Turizm'in Mobitel İletişim tarafından 2019 sonunda satın alınması sonrası satın alma bedeli olan 1 milyar TL ile Mobitel Turizm'in o dönemdeki özkaynakları arasındaki pozitif tutar olan 334,3 mn TL özkaynaklarda ortak kontrole tabi işletme etkisi olarak yazılırken hesabın 2018 yılında pozitif bir rakam vermesi konsolidasyonun 2018'den başlatılmasına karşın ödemenin sonraki yıllarda gerçekleşmesi ile söz konusu hesaba sadece satın alınan şirketin özkaynak tutarının yazılmasından kaynaklanmıştır. 2021/06'da diğer kapsamlı gelirden kaydedilen 192,9 mn TL'nin önemli bir kısmı Bişkek operasyonu kaynaklı yabancı para çevrim farkından oluşmaktadır. 2021/06 itibarıyla 336,1 mn TL olan geçmiş yıl kar stoku ve 73,7 mn TL net dönem karı güçlü özkaynakların diğer önemli parametreleridir. Sonuç olarak 2018'de 830,6 mn TL olan ana ortaklık özkaynağı 2021/06'da 1,1 milyar TL gibi oldukça güçlü bir seviyeye ulaşmıştır.

Bilanço					
31 Mart,	2018	2019	2020	2021/06	2021/06 / 2020
TL	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	FONLAMA
Mobitel İletişim	Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş	
<b>Aktifler</b>	<b>1.922.256.619</b>	<b>1.426.497.262</b>	<b>2.172.975.555</b>	<b>2.451.195.140</b>	
Nakit ve Nakit Benzerleri	19.525.404	6.728.828	59.133.417	24.537.108	(34.596.308)
Finansal Yatırımlar	105.970				
Ticari Alacaklar	505.975.462	334.532.379	571.112.553	571.623.967	511.414
Diğer Alacaklar	40.955	25.491	30.234	2.358.236	2.328.002
Stoklar	34.477.341	61.226.220	68.973.528	113.863.314	44.889.786
Peşin Ödenmiş Giderler	6.580.611	28.892.498	32.971.890	28.435.702	(4.536.188)
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar			760.942	35.910	(725.032)
Diğer Dönen Varlıklar	85.466	2.230.139	943.546	1.579.012	635.466
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	317.661.611	742.969	742.969	742.969	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>884.452.820</b>	<b>434.378.524</b>	<b>734.669.079</b>	<b>743.176.218</b>	
Ticari Alacaklar	52.009.009	130.535			
Diğer Alacaklar	469.523	496.643	501.114	501.114	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	964.820.381	964.820.381	1.413.405.033	1.681.550.000	268.144.967
Maddi Duran Varlıklar	15.150.928	16.804.122	21.358.542	23.264.838	1.906.296
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	132.860	113.822	92.516	334.919	242.403
Peşin Ödenmiş Giderler	464.108				
Kullanım Hakkı Varlıkları		4.142.399	2.659.559	2.048.100	(611.459)
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4.756.990	5.610.836	289.712	319.951	30.239
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1.037.803.799</b>	<b>992.118.738</b>	<b>1.438.306.476</b>	<b>1.708.018.922</b>	



## Finansal Analiz

**Son 4 çeyrekte 2 milyar TL'nin üzerinde gelir**

**Uzun dönem evde bulunma robot süpürge ve hava temizleyicilere olan talebi artırmıştır**

**Uzaktan çalışma ve uzaktan eğitimin etkisi ile Pandemide Şirket ürünlerine olan talep artmıştır**

**TTKOM dışı kanala pandemide yatırım yapıldı**

**Net satışlarda kaydedilen diğer gelirler, üreticilere ve Türk Telekom'a kesilen başarı prim faturalarıdır.**

**2021/06'da genel yönetim ve pazarlama giderlerindeki hızlı artış gelir büyümesini destekledi**

**2018 yılında Mobitel Turizm'in mağazacılık faaliyeti yürütmesi pazarlama giderlerinin cari dönemdeki seviyenin üzerinde çıkardı**

**Pandemiye rağmen gelirlerde hızlı artış.** 2018 yılında 1.198 milyon TL satış hasılatı elden eden Şirket'in özellikle 2020 yılından itibaren gelirlerinde önemli bir büyüme yaşanmıştır. 2020 yılında toplam satışlar önceki yıla göre %33 artarak 1.766 mn TL'ye yükselmiştir. 2021/06'da ise net satışlar artış trendini korumuş ve %46,3 büyüme ile 980,6 mn TL'ye ulaşmıştır. Son 4 çeyrek net satış ise 2021/06'da 2 milyar TL'yi aşmıştır. Pandemi ile birlikte Şirket, TTKOM dışı kanala yatırım yapma kararı almıştır. Mix kanal ya da vanilya olarak adlandırılan segment için satış departmanı kurulmuş ve söz konusu kanallarda çalışan ve bu kanalları tanıyan ekip bünyeye transfer edilmiştir. Migros, Bim ve Şok benzeri zincir mağazalar, Hepsiburada, Trendyol gibi pazar yerleri, kamu ve özel sektör kurumları ve alt bayiler bu grupta yer almaktadır. 2020 yılında Türk Telekom bayi tarafında önemli bir gelir büyümesi olmazken yatırım yapılan vanilya kanalında net satışlarda hızlı büyüme yaşanmıştır. Ayrıca bu dönemde kamunun Eba uygulaması ve uzaktan eğitim-uzaktan çalışma ile laptop, modem, tablet ve bilgisayara talep artışı Şirket gelirlerine olumlu yansımıştır. İnsanların uzun dönem evde yaşaması robot süpürge ve hava temizleyicileri gibi yeni ürünlere talebi artırmış ve bu durum Şirket'in gelirlerine katkıda bulunmuştur. Telefon pazarı ise artan kur ve kredi kartına taksit sınırlanmasına rağmen dramatik bir düşüş yaşamamıştır. Mobitel ise söz konusu pazarda ciddi büyüme sağlayarak pazar payını artırmıştır. Türkiye'de telefon kullanımı ortalama 7,3 yıllık süre ile yenileme dönemine tabi tutulmaktadır. Ayrıca uzaktan eğitim ve çalışma döneminde insanların telefonla ilgilendikleri vakit oldukça uzamıştır. Türkiye'de telefon kullanımı kişisel bir statü gibi algılandığı için mobil telefon sektörü pandemi, yüksek kur ve zayıf ekonomiye rağmen dirençli bir pazar olarak dikkat çekmiştir. Konsolidasyonda telekomünikasyon gelirlerine ek olarak 22,5 mn TL gayrimenkul kira geliri yer almaktadır. Kapanmanın etkisiyle gayrimenkul gelirinin 2020'de gerilediği dikkat çekerken 2021'de 2019 seviyesine yakınsamıştır. Şirket'in brüt kar marjının 2018'de %10,4 olmasına rağmen 2021/06'da %9'a gerilediği dikkat çekmektedir. Pandemi döneminde gelirlerdeki hızlı artış kar marjından kısmen feragat edilerek sağlanmıştır. TTKOM dışı kanalda pay kapabilmek adına kar marjı strateji gereği aşağı çekilmiş ve bu durum hem gelir hem de karlılığa olumlu yansımıştır. TTKOM kanalında kar marjı, fiyatlama ve vade oldukça standart bir pakete tabi iken TTKOM dışı kanal esnek yapısı ile rekabete açıktır. Bu durum kar marjını da aşağı çekmektedir.

**Satış büyümesini destekleyebilmek adına faaliyet giderlerine yatırım.** 2020 yılında genel yönetim giderlerinde %28,3'lük bir gerileme yaşanmıştır. Bu durumda kısa çalışma uygulaması ile düşen personel maliyetleri, IFRS16 kapsamında önceki yıllarda olmasına rağmen 2020'de yazılmayan kira giderleri, 2018'de Bişkek'te otel açılışı için katılan danışmanlık giderlerinin azalması, Bişkek Park AVM için yapılan bakım yatırımının sonlanması temel etkenler olarak görülmektedir. 2021/06'da ise genel yönetim giderleri enflasyon gerçekleşmesinin oldukça üzerinde %47,6 artarak yaklaşık 8 mn TL olarak kaydedilmiştir. İlgili artışta TTKOM dışı kanal için yapılan personel yatırımı, kısa çalışma ödeneğinin ortadan kalkması, gelirlerdeki hızlı artış ve bilgi işlem alt yapısı için alınan danışmanlık gideri temel etkenler olarak görülmektedir. 2020'de yüksek satış büyümesi nedeniyle pazarlama giderlerinin büyümeyi destekleyebilmek adına %36,4 artarak 28,9 mn TL'ye çıktığı dikkat çekmektedir. Benzer durum hızlı büyümenin devam ettiği 2021/06'da da sürmüş ve pazarlama giderleri %50'lik artışla 15,9 mn TL'ye ulaşmıştır. Cari dönemde kısa çalışma ödeneğinin ortadan kalkması, yeni kanal için yapılan personel yatırımı, yüksek geliri desteklemek adına katılan kampanya giderleri pazarlama gideri artışında temel etkenlerdir. Genel resimde ise pazarlama giderlerinin 2020 ve 2021'de 2018 seviyesinin altında kaldığı dikkat çekmektedir. Mobitel Turizm 2018 yılında mağazaları ile aktif olarak çalışırken sonraki yıllarda mağazacılık faaliyetlerine son vermiştir. Bu durum pazarlama giderlerinde önemli bir azalışı beraberinde getirmiştir. Ayrıca 2018 ve 2019 yıllarında ürün kutularının üzerine sticker & logo & reklam bilgilerini içeren görseller yapılmıştır. 2020 pandemi döneminden itibaren bu uygulamanın sona ermesi pazarlama giderleri altındaki ambalaj giderlerini azaltmıştır. 2018 yılında Mobitel İletişim, Bişkek'te otelin inşasının yoğunlaştığı dönemde Bişkek için inşaat malzemeleri ve mefruşatı tedarik edip yurtdışına faturalamıştır. Söz konusu gelir konsolidasyonda elimine edilse de ihracat için alınan danışmanlık giderleri bağımsız denetimde ihracat giderleri olarak kaydedilmiştir. Sonraki yıllarda bu tutar da önemli oranda gerilemiştir.



## Finansal Analiz

**Son 4 çeyrek EBITDA rakamı**  
**149,3 mn TL**

**Yatırım faaliyetlerinden gelirlerde**  
**önemli bir artış**

**Kırgızistan'da kurumlar vergisi**  
**%10**

**Son 4 çeyrek net dönem karı**  
**436,3 mn TL**

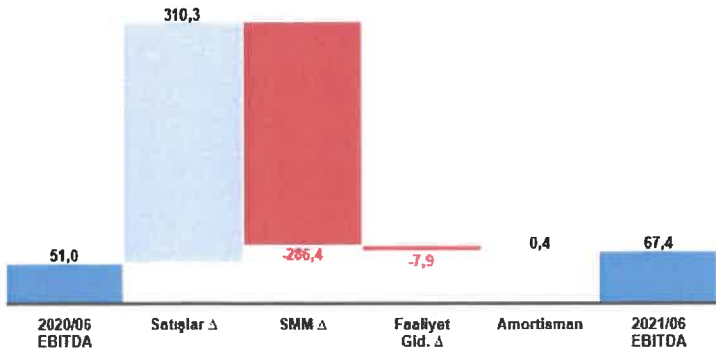
**Güçlü Finansallar.** Şirket'in önemli seviyede maddi duran varlık yatırımının bulunmaması ve yatırım amaçlı gayrimenkullerden amortisman ayrılmaması nedeniyle oldukça düşük amortisman gideri yazdığı dikkat çekmektedir. Tüm bu gerçekleştirmeler sonrası 2018 yılında 78,7 mn TL olan EBITDA güçlü bir büyüme sergileyerek 2020 sonunda 132,9 mn TL'ye yükselmiştir. 2021/06'da ise önceki senenin aynı dönemine göre %32,1'lik artış ile 67,3 mn TL EBITDA rakamına ulaşılmıştır. 2021/06'da son 4 çeyrek EBITDA rakamı ise 149,3 mn TL'dir. Söz konusu EBITDA kaleminde telekomünikasyon tarafı ve gayrimenkul kira gelirleri yer almaktadır. Aktiflerin önemli bir kısmı yatırım amaçlı gayrimenkullerden oluştuğu için yatırım faaliyetlerden gelirlerin de EBITDA kaleminde değerlendirilmesi bir diğer bakış açısı ile söz konusu rakamları daha da yükseğe çıkaracaktır. Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderleri kur farkı gelir ve gideri domine etmektedir. İlgili kur farkları Bişkek merkezli olup bankalardaki döviz cinsi mevduat ve kredi kaynaklıdır. MobilTel İletişim tarafında tüm krediler TL olup ürün alımları ve satımları büyük oranda TL üzerindedir. Hem Türkiye operasyonunda hem de Kırgızistan'da satın alınan yatırım amaçlı gayrimenkuller sürekli değerlemeye tabi tutulmaktadır. 2020 ve 2021 yıllarında söz konusu varlıklarda önemli bir değer artışı gerçekleşmiş ve bu durum karlılığı oldukça güçlü bir katkı sağlamıştır. Şirket'in yıllara sari net finansman giderine bakıldığında yüksek borçluluğa rağmen kayda değer bir seviyede olmadığı dikkat çekmektedir. Bu durumun en büyük nedeni bağımsız denetimin TTKOM alacağı ile ilgili alacak ve borçları bilançoda tutmasına rağmen söz konusu alacak ve borç nedeniyle yazılan vade farkı geliri, pazarlama gideri ve finansman giderini gelir tablosunda mahsup etmesidir. Bilanço ve gelir tablosundaki asimetrik durum finansman maliyetini oldukça düşük göstermektedir. Buna rağmen 2021 yılında net finansman giderlerinin önceki senenin aynı dönemine göre artan kur ve faizler ve borçluluktaki yükselişe paralel önemli bir artış sergilediği dikkat çekmektedir. Şirket Türkiye'de %25 kurumlar vergisine tabi iken Kırgızistan'da kurumlar vergisi %10 seviyesindedir. Sonuç olarak 2021/06'da net dönem karı %336,7 oranında artarak 76,1 mn TL olarak kaydedilirken son 4 çeyrekte net dönem karı 436,3 mn TL olarak meydana gelmiştir.

## Gelir Tablosu

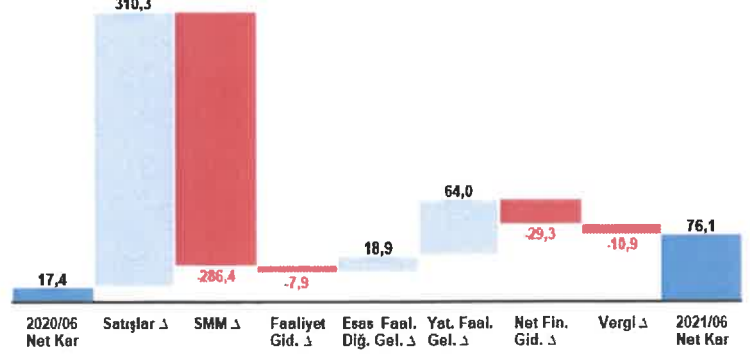
31 Mart,	2018	2019	2020	2020/06	2021/06	Son 4Ç
TL	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	
MobilTel İletişim	Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş	
<b>Net Satışlar</b>	<b>1.198.378.502</b>	<b>1.328.219.794</b>	<b>1.766.452.591</b>	<b>670.310.745</b>	<b>980.587.687</b>	<b>2.076.729.533</b>
Değişim		10,8%	33,0%		46,3%	
Satışların Maliyeti	(1.073.184.367)	(1.203.791.510)	(1.596.940.339)	(605.743.236)	(892.154.256)	(1.883.351.359)
<b>Brüt Kar</b>	<b>125.194.135</b>	<b>124.428.284</b>	<b>169.512.252</b>	<b>64.567.509</b>	<b>88.433.431</b>	<b>193.378.174</b>
Brüt Marj	10,4%	9,4%	9,6%	9,6%	9,0%	9,3%
Genel Yönetim Giderleri	(14.080.038)	(17.144.185)	(12.290.920)	(5.459.116)	(8.060.346)	(14.892.150)
Değişim		21,76%	-28,31%		47,65%	
Pazarlama Giderleri	(34.275.080)	(21.245.465)	(28.982.453)	(10.567.414)	(15.886.803)	(34.301.842)
Değişim		-38,01%	36,42%		50,34%	
<b>EBITDA</b>	<b>78.699.737</b>	<b>89.100.771</b>	<b>132.888.428</b>	<b>50.978.651</b>	<b>67.354.649</b>	<b>149.264.426</b>
Değişim		13,2%	49,1%		32,1%	
EBITDA Marjı	6,6%	6,7%	7,5%	7,6%	6,9%	7,2%
Amortisman	(1.860.720)	(3.062.137)	(4.649.549)	(2.437.672)	(2.868.367)	(5.080.244)
<b>EBIT</b>	<b>71.436.198</b>	<b>58.287.691</b>	<b>85.465.557</b>	<b>32.990.626</b>	<b>65.322.165</b>	<b>117.797.096</b>
Değişim		-18,41%	46,63%		98,00%	
EBIT Marjı	6,0%	4,4%	4,8%	4,9%	6,7%	5,7%
Esas Faaliyet. Diğ. Gel.	133.199.863	49.474.949	224.049.360	5.665.675	97.029.212	315.412.897
Esas Faaliyet. Diğ. Gid.	(138.602.682)	(77.225.892)	(266.822.682)	(21.216.028)	(96.193.329)	(341.799.983)
TFRS 9 Değ. Düşük. Kazanç. (Zararları)	(4.927.653)	(855.675)	(2.855.259)	(1.225.897)	1.297.860	(331.502)
Yat. Faal. Gel., Net	840.672	749.106	412.333.588	-	64.011.487	476.345.075
Fin. Gel.	832.192	554.821	447.414	35.382	1.536.453	1.948.485
Fin. Gid.	(40.161.247)	(46.702.487)	(50.678.736)	(9.431.819)	(40.247.636)	(81.494.553)
Vergi Öncesi Kar	28.020.162	12.033.456	444.712.564	22.368.292	91.920.329	514.264.601
Vergi	(7.508.964)	(8.052.057)	(14.492.306)	(4.888.007)	(5.480.593)	(15.084.892)
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	(3.156.617)	1.464.093	(52.631.808)	(55.530)	(10.338.220)	(62.914.498)
<b>Net Kar</b>	<b>17.354.581</b>	<b>5.445.492</b>	<b>377.588.450</b>	<b>17.424.755</b>	<b>76.101.516</b>	<b>436.265.211</b>
Değişim		-68,6%	6834,0%		336,7%	
Net Marj	1,4%	0,4%	21,4%	2,6%	7,8%	21,0%



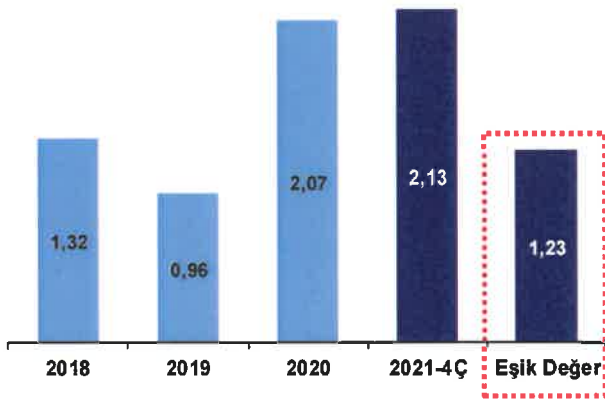
EBITDA Köprüsü (mTL)



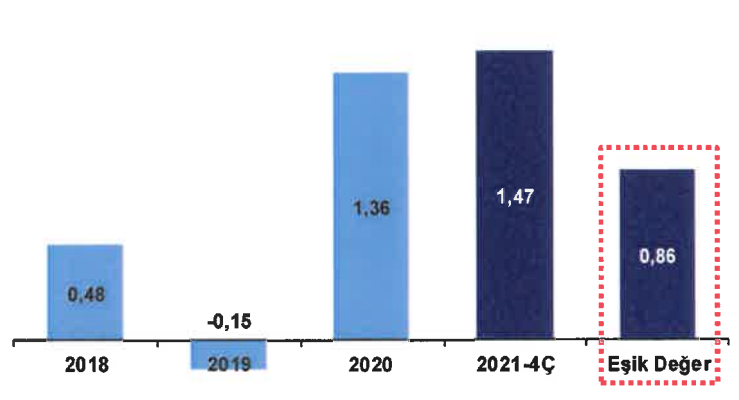
Net Kar Köprüsü (mTL)



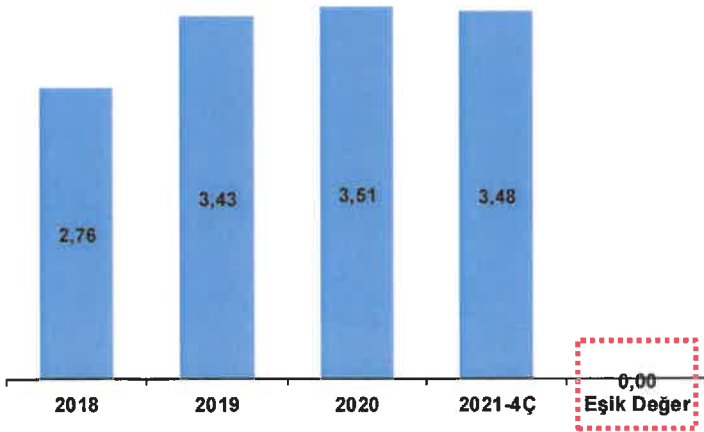
Z Skor



S Skor



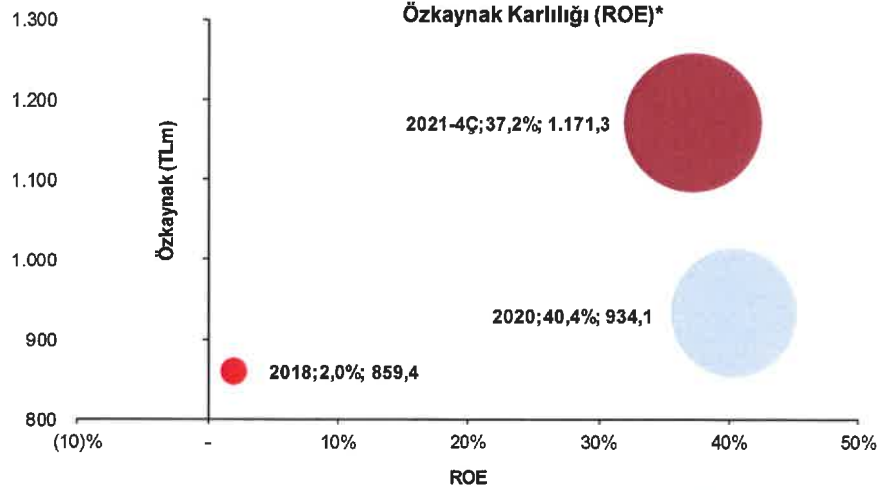
H Skor



Temel finansal  
güçlülük  
testleri olan Z,  
H ve S skorsa  
2021/06'da  
önemli başarı

Not: H skor 0 seviyesini, Z skor 1,23 seviyesini ve S skor 0,9 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işareti verir.

Kaynak: Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarısızlık Risklerinin Tahmin edilmesi, Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz



\*Balonun büyüklüğü özkaynakları göstermektedir.

\*\*Birleşme etkisiyle özkaynak negatif olduğu için 2019 dikkate alınmadı.

• 2018 • 2020 • 2021-4Ç

Likidite Rasyoları	2021/06	2020	2019	2018	Referans
Cari Oran	0,84	0,87	0,32	1,14	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,71	0,78	0,27	1,10	0,8-1,0
Borçluluk Oranları	2021/06	2020	2019	2018	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	52,2%	57,0%	111,8%	55,3%	<%40
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	59,3%	57,7%	-310,3%	61,9%	<100%
Faiz Karşılama Oranı	1,9	2,6	1,9	2,0	>3
Net Borç/EBITDA	-2,9	-1,5	7,0	-2,8	<4
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	36,0%	39,0%	96,5%	40,3%	Sektör
Uzun.Vad.Yab.Borç/Pasif	16,2%	18,0%	15,3%	15,0%	Sektör
Özkaynak/Pasif	47,8%	43,0%	-11,8%	44,7%	>%60
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	109,3%	132,6%	-947,7%	123,7%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	73,9%	65,4%	42,1%	70,0%	Sektör
Karlılık Oranları	2021-Son 4Ç	2020	2019	2018	Referans
Brüt Marj	9,3%	9,6%	9,4%	10,4%	Sektör
EBIT Marjı	5,7%	4,8%	4,4%	6,0%	Sektör
EBITDA Marjı	7,2%	7,5%	6,7%	6,6%	Sektör
Net Kar Marjı	21,0%	21,4%	0,4%	1,4%	Sektör
ROE	37,2%	40,4%	-3,2%	2,0%	Getirisi
ROA	4,8%	3,9%	4,1%	3,7%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	3,8%	2,8%	3,5%	3,3%	<%3-4
Faaliyet Gideri/Net Satış	2,4%	2,3%	2,9%	4,0%	Sektör
Yatırım Rasyoları	2021/06	2020	2019	2018	Referans
Dönen Varlık/Aktif	30,3%	33,8%	30,5%	46,0%	Sektör
Duran Varlık/Aktif	69,7%	66,2%	69,5%	54,0%	Sektör
Ticari Alacak/Dönen Varlık	76,9%	3,2%	4,3%	1,8%	Sektör
Stok /Dönen Varlık	15,3%	9,4%	14,1%	3,9%	Sektör
Maddi Duran Varlık/Aktif	1,0%	1,1%	1,5%	0,8%	Sektör
Yatırım/Amortisman	230,2%	219,2%	131,5%	2049,4%	>%100
Yatırım/Net Satış	0,6%	0,6%	0,3%	3,2%	Sektör

**Güçlü Finansal Rasyolar**

- Yatırım amaçlı gayrimenkul ve TTKOM alacağı dikkate alındığında yüksek borçluluk net nakde dönmekte
- Pandemiye rağmen yüksek oranda gelir üretmek için görece kar marjından feragat edildi
- Kısa vadeli borçlar işletme sermayesi ihtiyacından kaynaklanırken İş modeli önemli bir maddi duran varlık ihtiyacı yaratmaktadır

**Kovid Etkisi**

**Çin özelinde, Uzak Doğu'daki üreticilerden tedarikin azalması ve ABD'nin ek gümrük vergileri getirmesi pandemi sonrası Türkiye'yi öne çıkaracaktır**

**Pandemi Kırgızistan operasyonu için önemli bir risk unsuru olarak görülebilir**

**Pandemide Şirket ürünlerine olan talebin artması ve TTKOM dışı yeni bir kanala girilmesi Mobitel için yeni fırsatlar ortaya çıkarmıştır**

**Teknik alt yapı için önlemler alındı.** Tüm dünyayı etkisi altına alan COVID-19'un (Koronavirüs) Şirket faaliyetlerine ve finansal durumuna olası etkileri, tüm açılardan titizlikle takip edilmekte ve Şirket yönetimin bu olaydan mümkün olan en az şekilde etkilenmesi için gerekli aksiyonlar hızlıca alınmaktadır. Koronavirüs kaynaklı olarak gerek Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörde gerekse genel ekonomik aktivitede yaşanan gelişmeler/yavaşlama paralelinde Şirket'in faaliyet gösterdiği ülkelerde tedarik, üretim ve satış süreçlerinde aksamalar yaşanabilmektedir.

**Süreç belirsizliğini korumakta.** Koronavirüs etkisinin dünya ve Türkiye'de ne kadar süre ile devam edeceği, ne kadar yayılabileceği henüz net olarak tahmin edilememekte olup; etkilerin şiddeti ve süresi netleştikçe orta ve uzun vade için daha belirgin ve sağlıklı bir değerlendirme yapma imkanı söz konusu olabilecektir. Bu kapsamda, salgının ekonomik etkilerinin belirsiz olması nedeniyle, Şirket'in operasyonları dolayısıyla finansal tabloları üzerindeki etkileri makul bir şekilde tahmin edilememektedir.

**Optimum stok seviyesi korunmakta.** Şirket, geçmiş tecrübelerinden ve diğer ilişkili şirketlerin deneyimlerinden faydalanarak etkin maliyet yönetimi ve güçlü likidite ile değişen faaliyet ortamına hızlı adapte olabilmek için gerekli tedbirleri almaktadır. Şirket, operasyonları kesintisiz sürdürebilmeyi ve likidite yönetimine daha fazla önem vererek bilanço ile ilgili olası risklerin yönetimini önceliklendirmiştir. Stokları optimum düzeyde tutup, özellikle ithal edilen hammaddeler için her türlü belirsizliğe karşı üretimi sorunsuz sürdürebilmek için planlamalar yapılmaktadır.

**Pandemi fırsata dönüştürüldü.** Tüm dünyayı etkisi altına alan COVID-19 salgınının yayılmaya başladığı 2020 yılı ilk çeyreğinden bu yana, salgının Şirket faaliyetlerine ve finansal durumuna olası etkileri, tüm açılardan titizlikle takip edilmektedir. Şirketin bu olaydan mümkün olan en az şekilde olumsuz etkilenmesi, hatta pozitif yönde etkilenebilmesi için gerekli aksiyonlar hızlıca alınmış ve halen de alınmaktadır. Salgın döneminde de iş sürekliliğinin sağlanması amacı ile çalışanların uzaktan çalışabilmelerine olanak sağlayan mevcut teknik altyapı, salgının başlaması ile birlikte gözden geçirilerek güçlendirilmiştir. Salgın döneminde talebin yönleneceği öngörülen tablet bilgisayar, dizüstü bilgisayar, robot süpürge ve benzeri ürünlerin Şirket ürün portföyündeki ağırlığı artırılmıştır. Bununla birlikte, olası kısmi ve tam kapanma dönemlerinde kapalı kalacak mağazalardan dolayı Türk Telekom satış kanalında ciro kaybı yaşanabileceği riski öngörülmüş, buna karşı bir önlem olarak satış kanalının genişletilmesi kararı alınmış, Türk Telekom satış kanalının dışına da satış yapabilmek amacıyla satış ekibi hızla büyütülmüştür. Bu karar neticesinde, her ne kadar Türkiye pazarında 2020 senesinde satılan cep telefonu adedinde bir aralma yaşanmış olsa da, Şirket satışlarını ve pazar payını artırmayı başarmıştır.

## Değerleme Değerleme Yöntemleri

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

**Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi  
**Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi

*Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır*

**İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi.** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

*Dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi piyasa çarpanlarının temel riski*

**Piyasa Çarpanları Analizi.** Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

*EV/EBITDA & EV/Satış çarpanları kullanılmıştır*

**Öne çıkan çarpanlar.** Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan aşağıda belirtilen çarpanlar kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.06.2020-30.06.2021) Net Satış ve EBITDA tutarları esas alınarak Şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

**Firma Değeri /EBITDA (EV/EBITDA)**

**Firma Değeri/Net Satış (EV/Satış)**

*Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir*

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

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

İNFO  
 YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
 Kurumlar Kanunu çerçevesinde faaliyet gösteren ve 14  
 Şişli, İstanbul / Türkiye  
 Tic. Sic. No: 272700 / Şirket Sic. No: 272700 / Mersis No: 34710002727000000001  
 40



**Değerleme Metodolojileri**

**İNA**

**%21,3 AOSM belirlenirken Şirket'in kaldıraç oranı sektör ortalamasının altındadır.**

**Şirket'ten alınan bilgiye göre Ekim 2021 itibarıyla TL borçlanma maliyeti %17,5 seviyesindedir. Şirket gelecekte faizlerin daha da düşeceğini beklemektedir.**

**Sermaye maliyeti yükselmekte.** 10 yıllık devlet tahvilinin 3 aylık ortalaması olan %17,8 risksiz getiri olarak alınırken, en iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile %21,3 AOSM belirlenmiştir. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemiştir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldıraç belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurtiçi şirketlerin ortalaması ve Şirket'in cari kaldıraç birlikte değerlendirilmiştir. Kaldıraç belirlenirken finansal borçlardan TTKOM alacağı için kullanılan kredi çıkarılmıştır. Yurtiçi benzer şirketlerden kaldıraçsız beta hesaplamasında son 5 yıllık veriler kullanılırken örneklemden verisi istatistik model için yeterli olmayacağı varsayımıyla 2021 yılında halka arz olmuş şirketler çıkarılmış ve Mobitel için 0,86x kaldıraçlı beta hesaplanmıştır. Muhafazakar tarafta kalmak adına beta 1x olarak modelde kullanılmıştır. Son dönemde artan faizler ve kurun etkisiyle sermaye maliyetinin yükseldiği dikkat çekmektedir.

**Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")**

TL		
<b>Veriler</b>		
Risksiz Faiz Oranı	17,8%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 3 Aylık Ortalama Kapanışı
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır.
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0,61	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerler hesaplanmıştır
Borç/Özkaynak	52,8%	2021/06 mali verileri kullanılırken TTKOM alacağına karşılık kullanılan kredi finansal borçlardan çıkarılmıştır.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	34,6%	2021/06 mali verileri kullanılırken TTKOM alacağına karşılık kullanılan kredi finansal borçlardan çıkarılmıştır.
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	20,8%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
<b>İşlem Görmüş Aktif Beta</b>		
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerler hesaplanmıştır
<b>Özsermaye Fiyatlandırma Modeli</b>		
Risksiz Faiz Oranı	17,8%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 3 Aylık Ortalama Kapanışı
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerler hesaplanmıştır
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>23,3%</b>	<b>Risken arındırılmış oran+(özsermaye piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)*Şirkete özgü risk getirisi</b>
<b>AOSM</b>		
Özsermaye Maliyeti	23,3%	Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	22,3%	Uzun vadede risksiz getiri +%4,5
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	34,6%	2021/06 mali verileri kullanılırken TTKOM alacağına karşılık kullanılan kredi finansal borçlardan çıkarılmıştır.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	65,4%	1- toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	20,8%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>21,3%</b>	<b>(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)</b>



## İşletme Sermayesi

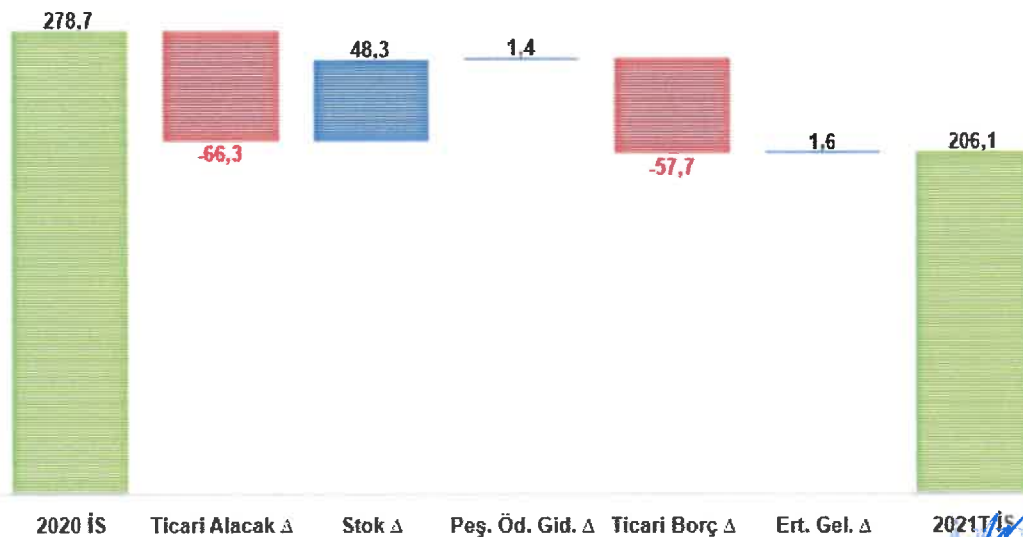
**2021/06'da %9,7 olan işletme sermayesi/satış oranı yıllara sari %7,2'ye gerileyecek**

**2021/06'da alacak vadelerinin kısalması ve borç ödeme gün süresinin uzaması işletme sermayesinden nakit girişi sağlamıştır**

**Bağımsız kanala olan satışlar artmakta.** İşletme sermayesi modellenirken sadece telekomünikasyon tarafının dönen varlıkları ve kısa vadeli yükümlülükleri Şirket'ten temin edilmiştir. Ticari alacak hesaplanırken TTKOM garantili ve karşı bacağı kredi olan tutar dikkate alınmamıştır. Şirket 2020 yılına kadar sadece TTKOM bayilerine ürün satarken pandemi döneminde bağımsız satış kanalları olan alt bayilere de ürün satmaya başlamıştır. Bu durum Şirket'in pandemide önemli bir gelir artışı elde etmesini sağlarken işletme sermayesini olumlu etkilemiştir. TTKOM kanalında marj, vade ve fiyat konusunda standart bir yapı bulunmasına rağmen TTKOM dışı kanalda daha esnek bir yapı bulunmaktadır. TTKOM garantisinin olmadığı alt bayi kanalında riski azaltmak adına vadeler daha kısa tutulmaktadır. Alt bayi kanalına olan satışlarda daha düşük vadeler olduğu için projeksiyon döneminde alt bayi kanalına olan satışlar arttıkça Şirket'in işletme sermayesinde verimlilik sağlanmaktadır. 2027 yılına kadar alt bayi kanalına olan satışlarda daha hızlı büyüme beklenirken söz konusu yılda toplam satışların %60'ının alt bayilerden kaynaklanacağı yönetim tarafından beklenmektedir. 2020 yılında pandemi etkisiyle 77 güne çıkan TTKOM kanalı alacak gün süresinin pandemi sonrası 47 günde dengeleneceği beklenmektedir. 2020 öncesinde ise bu süre daha kısadır. Bağımsız kanal (alt bayi) tarafında alacak gün vadesi 15 gün olmakla birlikte gelecekte bu kanalda hacim arttıkça vadenin kademeli olarak 17 güne kadar çıkacağı varsayılmıştır. Stok gün, alınan avans gün, verilen avans gün ve ticari borç gün süreleri için projeksiyon döneminde 2021/06'da gerçekleşen verinin geçerli olacağı öngörülmüştür.

İşletme Sermayesi (mTL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>TTKOM Ticari Alacakları</b>	<b>14</b>	<b>102</b>	<b>268</b>	<b>194</b>	<b>253</b>	<b>306</b>	<b>352</b>	<b>388</b>	<b>417</b>	<b>417</b>	<b>472</b>	<b>528</b>	<b>591</b>
Bağımsız Kanal Ticari Alacaklar	-	-	19	27	44	66	93	125	175	228	258	289	323
<b>Stoklar</b>	<b>19</b>	<b>49</b>	<b>62</b>	<b>110</b>	<b>155</b>	<b>204</b>	<b>256</b>	<b>310</b>	<b>370</b>	<b>417</b>	<b>471</b>	<b>527</b>	<b>591</b>
Kis. Vad. Peş. Öd. Gid.	5	25	29	30	43	56	70	85	102	115	130	145	163
<b>Ticari Borçlar</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>95</b>	<b>153</b>	<b>215</b>	<b>282</b>	<b>355</b>	<b>430</b>	<b>513</b>	<b>578</b>	<b>653</b>	<b>732</b>	<b>820</b>
Ertelenmiş Gelirler	3	1	4	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>TTKOM Kanalı Gelirleri</b>	<b>1.178</b>	<b>1.316</b>	<b>1.275</b>	<b>1.515</b>	<b>1.982</b>	<b>2.395</b>	<b>2.756</b>	<b>3.036</b>	<b>3.261</b>	<b>3.266</b>	<b>3.690</b>	<b>4.133</b>	<b>4.629</b>
Bağımsız Kanal Gelirleri	-	-	460	649	1.067	1.596	2.255	3.036	3.986	4.899	5.535	6.200	6.944
<b>SMM</b>	<b>1.070</b>	<b>1.196</b>	<b>1.580</b>	<b>1.993</b>	<b>2.814</b>	<b>3.689</b>	<b>4.631</b>	<b>5.615</b>	<b>6.701</b>	<b>7.549</b>	<b>8.534</b>	<b>9.558</b>	<b>10.705</b>
<b>TTKOM Kanalı Alacak Gün</b>	<b>4</b>	<b>28</b>	<b>77</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>
Bağımsız Kanal Alacak Gün	0	0	15	15	15	15	15	15	16	17	17	17	17
<b>Stok Gün</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
Kis. Vad. Peş. Öd. Gid. Gün	2	8	7	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
<b>Ticari Borç Gün</b>	<b>26</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
Ert. Gel. Gün	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>İşletme Sermayesi</b>	<b>(42,1)</b>	<b>99,4</b>	<b>278,7</b>	<b>206,1</b>	<b>277,1</b>	<b>345,3</b>	<b>411,8</b>	<b>472,9</b>	<b>543,3</b>	<b>591,3</b>	<b>668,2</b>	<b>748,3</b>	<b>838,1</b>
<b>Değişim</b>		<b>141,6</b>	<b>179,3</b>	<b>(72,6)</b>	<b>71,0</b>	<b>68,2</b>	<b>66,5</b>	<b>61,1</b>	<b>70,5</b>	<b>48,0</b>	<b>76,8</b>	<b>80,2</b>	<b>89,8</b>
<b>İşletme Sermayesi/Satış</b>	<b>-3,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>16,1%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,1%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>

### İŞLETME SERMAYESİ KÖPRÜSÜ (MTL)





## Nakit Akışı

**İNA modeli ile tespit edilen 1.707 mn TL değer İNA Test Modülleri ile test edilmiştir**

**Bağımsız kanala olan satışlar her geçen yıl artmakta olup 2027 sonunda toplam gelirden %60 pay alması beklenmektedir**

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi hisse başı 2,02 TL değer. 2021-2027 arası dönemde Şirket yönetiminin telekomünikasyon için beklediği nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. Yönetimden alınan bilgilere göre Şirket 2027 sonuna kadar alt bayi kanalı olan bağımsız satış kanalını güçlendirecek ve söz konusu yıldan itibaren toplam satışların %60'ı bağımsız kanaldan kaynaklanacaktır. 2021/06 itibarıyla bağımsız kanala olan satışlar toplam gelirden %27,7 pay almıştır. Bağımsız kanala olan satışlarda vade ve kar marjı TTKOM kanalından farklılaştığı için nakit akış modelinde normalizasyon için 2027 sonuna kadar gidilmesi ve sonrasında nakit akışın uç değere yakınsatılması gerekmektedir. Normalize yıl sonrası ise %5 devam eden değer büyümesi uygulanırken uç değere karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı 4,3x olarak hesaplanmıştır. Bu durum sektördeki doygunluğa ulaşmış şirketlerin EV/EBITDA ortalamasının altında muhafazakar bir devam eden değer büyümesine işaret etmektedir. Uç değerden kaynaklanan değer toplam değerinin %37,9'unu oluşturmuştur. Modellenen nakit akışı sadece telekomünikasyon tarafı için geçerli olup net nakit/borç pozisyonunda yatırım amaçlı gayrimenkuller de dikkate alındığı için konsolide net nakit/borç sonrası ulaşılan piyasa değeri konsolide piyasa değerini ifade etmektedir. Elde edilen İNA değeri Test Modülleri ile test edilmektedir. Nihai değere göre oluşan değerlendirme çarpanları rasyonel bir noktadadır. Projeksiyonda yıllık EBITDA artışı ve toplam yatırım arasındaki denge her bir yıl için korunmuş ve geri dönüş sürelerinin projeksiyon döneminde ortalama 1,2 yılın altına düşmemesi sağlanmıştır.

İNA (mTL)-Telekomünikasyon	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Uç değer
Net Satışlar	1.178	1.316	1.735	2.165	3.050	3.991	5.010	6.073	7.247	8.164	9.226	10.333	11.573	
Değişim		12%	32%	25%	41%	31%	26%	21%	19%	13%	13%	12%	12%	
EBITDA	66	77	119	127	171	223	284	348	417	471	532	596	668	
Değişim		16%	56%	7%	35%	30%	27%	22%	20%	13%	13%	12%	5%	
EBITDA Marjı	5,6%	5,8%	6,9%	5,9%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
Esas Faaliyet Karı	64	74	115	121	164	216	277	340	414	468	535	600	671	
Değişim		16%	54%	6%	35%	32%	28%	23%	22%	13%	14%	12%	12%	
Vergi	22,0%	22,0%	22,0%	25,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Operasyonel Vergiler	(14)	(16)	(25)	(30)	(38)	(43)	(55)	(68)	(83)	(94)	(107)	(120)	(134)	
Amortisman	(2)	(2)	(5)	(6)	(7)	(6)	(7)	(7)	(2)	(3)	(3)	(3)	(4)	
Net Yatırım Giderleri	(13)	(4)	(8)	(4)	(2)	(1)	(2)	(2)	(1)	(1)	(2)	(2)	(1)	
İşletme Sermayesi Değiş.				(73)	71	68	66	61	70	48	77	80	90	
Kaldıraçsız Nakit Akımı				51	61	110	160	217	262	328	347	395	443	2.843
Değişim					%19,8	%81,0	%46,0	%35,2	%21,1	%25,1	%5,7	%13,9	%12,1	%5,0
AOSM				21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
İndirgenmiş Nakit Akımı				48	50	75	90	100	100	103	90	84	78	499

Firma Değeri	1.314
Uç Değer Payı	37,9%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	4,3
Konsolide Net Borç	-393
Konsolide Piyasa Değeri	1.707
Hisse Sayısı	847
Hisse Fiyatı	2,02

## İNA Test Modülü

Mali Veriler (mTL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
EBITDA	66	77	119	127	171	223	284	348	417	471
Özkaynak	831	-195	897	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.

Hedef Çarpanlar	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Hedef EV/EBITDA	20,0	17,2	11,0	10,3	7,7	5,9	4,6	3,8	3,2	2,8

Yatırımın Geri Dönüşü	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Yatırım/Amortisman	8,3	1,7	1,7	0,8	0,2	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5
Yatırım/Satış	1,1%	0,3%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA Artışı	m.d.	11	43	8	44	52	61	64	69	54
Toplam Yatırım				(68)	73	70	68	63	72	49
Geri Dönüş Süresi (Yıl)					1,7	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9



## İNA Varsayımları

**Geçmiş yıllarda ortalama 4,5 yıl olan telefon kullanım ömrü son dönemde 7 yılın üzerinde çıkmıştır. Pandemi sonrası 5G teknolojisi ile yeniden 4,5 yıllık ortalamanın yakalanması ile pazarda önemli bir hacim beklenmektedir.**

**Şirket'ten alınan bilgiye göre 9 aylık telekomünikasyon satışları 1.772 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 5G lansmanına hazırlık anlamında Türk Telekom ve Turkcell'in 2022 yılının ikinci yarısında yeni telefonları piyasaya sürmeleri ve pazarı canlandırmaları beklenmektedir.**

**Şirketin kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı ve benzer şirketlerin ortalama kaldırıcı kullanılmıştır. 10 yıllık devlet tahvilinin 3 aylık ortalaması olan %17,8 risksiz getiri olarak alınırken en iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile %21,3 AOSM belirlenmiştir**

**Benzer şirketlerden kaldırılacak beta hesaplaması yapılırken Şirket'in kaldırıcı ile hesaplanan kaldırıcı beta 1x seviyesinin altında kalmıştır. Muhafazakar tarafta durmak adına market betası olan 1x düzeltilmiş beta olarak AOSM modellemesinde yerini almıştır**

**Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının yıl ortasında üretileceği varsayılırken uc değer büyüme oranı nominal ekonomik büyüme oranının altında tutulmuş ve %5 olarak alınmıştır. Uc değer büyüme oranına karşılık gelen EV/EBITDA çıkışı çarpanı ise 4,3x ile muhafazakar bir seviyeye işaret etmekte**

## Temel Varsayımlar

**77 mn telefon yenileme sürecine girecek.** 2021 yılının ilk yarısında pandemi nedeniyle 17 günlük kapanmaya ek olarak Şirket satışlarının en yüksek olarak kaydedildiği hafta sonu kapanmaları gerçekleşmiş ve bu durum TTKOM bayi satışlarını olumsuz etkilemiştir. 2021 yılının ikinci yarısında özellikle cep telefonu satışları için daha iyi bir yıl beklenmektedir. Mobitel, yılın ikinci yarısı itibarıyla Vivo, Tecno, Infinix, Tci, Omix markalarının dağıtımını almış ve bu durum satışlarda etkili olmaya başlamıştır. Söz konusu nedenlerden dolayı yılın ikinci yarısında cep telefonu satışlarında daha iyi bir trend beklenirken 2020 sonuna göre 2021 yılında %6,2'lik reel büyüme öngörülmektedir. 2022 yılında pandeminin etkilerinin önemli oranda kaybolması ile sağlanacak baz etkisi ve 2021 yılının ikinci yarısında anlaşılan yeni markaların dağıtımı ile cep telefonu segmentinde %28'lik bir reel büyüme beklenmektedir. 2023 yılında lansmanı yapılması öngörülen 5G teknolojisi sonrası yaklaşık 77 mn adet telefonun yıllara sari yeni teknolojiye adaptasyon için yenilenme süreci ile 2023-2027 yıllarında ivmesi azalsa da telefon satışlarında önemli bir reel büyüme yönetim tarafından tahmin edilmektedir. 2020 yılında pandeminin etkisiyle tablet satışlarında kayda değer bir yükseliş yaşanırken 2021 yılında baz etkisiyle miktarsal satışlarda %11,4 gerileme yaşanacağı varsayılmaktadır. Notebook, dect telefon ve yazıcı satışlarında 2020 yılında pandemi nedeniyle önemli gerilemeler yaşanırken bu ürün grubu sadece TTKOM bayilerine satılmaktadır. 2021 yılında baz etkisi ile söz konusu ürünlerde iyileşme dikkat çekerken 2022 ve sonrasında tablet, notebook, dect telefon ve yazıcı satışlarında GSYH reel büyüme oranında artışlar beklenmektedir.

**Akıllı ev ürünleri pandemide değerlendirildi.** Kontör satışı olarak nitelendirilen operatör satışlarında 2020 ve 2021'de önemli gerilemeler yaşanmıştır. Söz konusu ürünler sadece TTKOM bayilerine satılmakta olup pandemi nedeniyle müşteri kaybı yaşanmıştır. Bu segmentte kaybedilen müşteri genelde tekrar kazanılmamaktadır. Ayrıca tüketicilerin zamanla kontörden faturalı telefon kullanımına geçmesi de operatör satışlarını olumsuz etkilemektedir. Şirket yönetimi gelecekte bu segmentte beklenen enflasyonun yarısı oranında yıllık büyüme öngörmektedir. Şirket'in aksesuar satışları uluslararası markaların akıllı ev ürünleri olan hava temizleyiciler, robot süpürgeler, kulaklıklar, şarj cihazları, power bank gibi ürünlerden oluşmaktadır. Aksesuar segmenti 2018 yılından bu yana hızlı bir şekilde büyümekte olup pandemi söz konusu segmenti daha da geliştirmiştir. Hem TTKOM kanalı hem de TTKOM dışı bağımsız kanalda ürünlere olan talebin etkisiyle geçmiş yıllardaki büyümenin ivme kaybı yaşanarak da olsa devam edeceği varsayılmaktadır. Dağıtımı 2021 yılının ikinci yarısında alınan markaların da aksesuar satışlarında önemli bir katkı sağlayacağı beklenmektedir. Diğer gelirler ise TTKOM ve uluslararası markalar tarafından Şirket'e ödenen başarı primleri ve desteklerden oluşmaktadır. 2020 yılında 67 mn TL'ye kadar ulaşan diğer gelirler 2021'de pandeminin etkisiyle önemli oranda azalmıştır. 2021 yılı söz konusu başarı primi ve tedarikçi destekleri için baz yıl olarak görülmüş ve sonraki yıllarda diğer gelirlerin beklenen enflasyon kadar artacağı modellenmiştir. Cep telefonu, tablet, notebook, dect telefon ve yazıcı segmentlerinde yılın ikinci yarısında ilk yarı yıldaki ortalama fiyatların korunacağı varsayılırken projeksiyonda sonraki yıllarda söz konusu ürün gruplarının birim fiyatlarının beklenen enflasyon oranında artacağı modellenmiştir. Özellikle dolardaki artış ve yüksek enflasyonun etkisiyle tüm ürün gruplarında 2021 yılında önceki seneye göre TL bazlı önemli artışlar dikkat çekmektedir.

**Kar marjından feragat.** Şirket gelirlerinin önemli bir kısmını oluşturan cep telefonu segmentinde son 3 yılda ortalama %6,63 olan brüt kar marjı 2021 yılında artış trendine girmiştir. Artan enflasyonun etkisiyle peşin iskontolarının %2'ye ulaşması bazı tedarikçilerden peşin alımı öne çıkarmıştır. Ayrıca TTKOM bayilerinde Eylül ayı itibarıyla tüm ürünlerde ilave %1 brüt kar marjı iyileştirmesi gerçekleştirilmiştir. Ekim 2021 itibarıyla Şirket cep telefonunda fiili brüt kar marjının %7,5 olduğunu beyan etmiştir. Bu gerekçelerden dolayı 2021 yılı için brüt kar marjı cep telefonu segmentinde %7,5 alınırken söz konusu marjın 2022'de %7,2 ve sonraki yıllarda ise %7'ye gerileyerek dengeleneceği beklenmektedir. Tablet, notebook ve dect telefonda peşin iskontosu etkili olmazken TTKOM fiyat düzeltilmesi 2021 sonu marj artışının temel nedenidir. TTKOM düzeltilmesi sonrası projeksiyonda söz konusu ürünler için brüt kar marjının değişmeyeceği varsayılmıştır.

## İNA Varsayımları

**Değerlemede 2021/06 net borcu kullanılırken 2021 yılının tamamında elde edilen nakit akımından yılın ilk yarısında gerçekleşen nakit akımı çıkarılmış ve ilk yilki nakit akışı tespit edilmiştir**

**Yaklaşık 300 mağazası olan TTKOM bayileri dışında 1000'e yakın mağazaya ürün satılmaya başlanmıştır**

**2018 yılında pazarlama giderlerinin satış payı %2,85 iken 2021/06'da söz konusu oran %1,62'ye gerilemiştir.**

**Sosyal medyanın gelişmesi ile Şirket geçmişte olduğu kadar pazarlama gideri yatırımı yapmayacağı öngörülmektedir**

**Geçmiş yıllardaki trendin korunacağı ve projeksiyon döneminde pazarlama gideri satış payının %1,51'e gerileyeceği varsayılmıştır**

**Geçmiş brüt kar marjları korundu.** Tarihi ortalama brüt kar marjı %8,9 olmasına rağmen 2021 yılının ilk yarısında geçmişten kalma stokların düşük fiyattan satılması nedeniyle yazıcı segmentinde brüt kar marjı %6'ya gerilemiştir. Söz konusu durum projeksiyonda %9 olarak düzeltilmiş ve yıllara sari sabit tutulmuştur. Operatör, aksesuar ve genel ürünlerde 2018-2021/06 arasındaki ortalama brüt kar marjının projeksiyon döneminde korunacağı modellenirken diğer gelirlerin başarı priminden oluşması nedeniyle herhangi bir maliyete maruz kalmayacağı varsayılmıştır. Bu durum geçmiş verilerden de doğrulanmıştır.

**Bağımsız kanal satışları önemli bir eşik.** Mobil telefon sektörünün artan kur ve pandemi nedeniyle daraldığı bir dönemde Şirket'in gelirlerinde önemli bir artış yaşanmıştır. Bu durumda TTKOM dışı kanala yatırım yapılması etkili olmuştur. 2018 ve 2019 yıllarında bağımsız bayiler olarak görülen TTKOM dışı alt bayilere herhangi bir şekilde satış gerçekleşmezken 2020 yılında alt bayiler toplam gelirden %26,5'lik pay almıştır. Söz konusu trendin projeksiyon döneminde sürmesi beklenirken 2021/06'da toplam gelirlerden %27,7 pay alan alt bayi satışlarının yıllara sari artış trendini koruyarak 2027'de %60'a ulaşacağı varsayılmaktadır. Bu durum Şirket'in alacak vadelerini kısarken brüt kar marjında görece gerilemeye sebep olmaktadır. 2020 yılında %9 olan telekomünikasyon brüt kar marjı 2021/06'da %7,2'ye gerilemiştir. Alt bayi kanalında sıfır noktadan önemli bir pazar kapabilmek adına Şirket brüt kar marjından feragat etmiş ve gelirlerini artırabilmiştir. 2021 yılının ikinci yarısında peşin iskontosunun etkisi ve TTKOM fiyat düzeltmesi ile söz konusu marjın %7,9'a ulaşması beklenirken 2025 yılına kadar alt bayi kanalından pay kapabilmek adına brüt kar marjının %7,5'e kadar gerileyeceği ve sonraki yıllarda sabit kalacağı öngörülmektedir. Bir süre sonra alt bayi kanalında müşteri sadakatinin sağlanması ve ölçek ekonomisi kaynaklı elde edilecek verimlilik ile marjın belirli bir seviyeye oturacağı öngörülmektedir.

**Pazarlama giderlerinde verimlilik.** Alt bayi kanalına girilmesine karar verilmesi ile pazarlama departmanında 2019 yılında 54 olan personel sayısı 2021/06'da 83'e kadar yükselmiştir. Hızlı büyümeyi önden karşılayabilmek adına ihtiyaç sayısından fazla personel alınırken alt bayi kanalının otuması ile personel sayısının azalacağı beklenmektedir. Yeni alınan bayilerle iletişimin hızlı sağlanması gereğiyle personel ihtiyacı artarken bayi sadakatinin otuması ve B2B IT altyapılarının kurulması ile sağlanacak otomasyonun personel sayısını 2025'te 71'e kadar düşüreceği yönetim tarafından öngörülmektedir. Pazarlama segmentinde 2021 yılının ilk yarısında kısa çalışma uygulaması ile personel maliyetleri gerilerken yılın ikinci yarısından itibaren ödenek etkisinin yok olacağı dikkate alınmıştır. 2022 yılında ise performans yönetim sistemine geçiş ile tüm personellerde ortalama bir iyileştirme planlanmaktadır. Şirket'te personel sayısının büyümesi ve insan kaynağı açısından rekabete açık hale gelmesi iyileştirme gereğini ortaya çıkarmaktadır. Hepsiburada.com ve Trendyol gibi hızlı büyüyen yapılara personel transferi gelecek dönemde bir risk unsuru olarak görülmektedir. Bu durum ortalama personel giderlerinin 2022'de %27,6 artmasının temel nedendir. Sonraki yıllarda ise ortalama personel maliyetinin beklenen enflasyon kadar artacağı varsayılmaktadır. Pazarlama giderlerinde yer alan ilan ve reklam giderlerinin geçmiş yıllarda yıllara sari azaldığı dikkat çekmektedir. Gelecek yıllarda söz konusu kalemin beklenen enflasyon kadar artacağı öngörülmektedir. Danışmanlık giderleri, sigorta giderleri, ambalaj giderleri ve bakım onarım giderlerinin önemli oranda sabit giderlerden oluşması nedeniyle gelecekte beklenen enflasyona paralel artacağı yönetim tarafından öngörülmektedir. Seyahat ve konaklama giderleri, postakurye ve kargo giderleri, kampanya giderleri ve diğer giderlerin geçmiş yıllarda ciroya paralel hareket ettiği dikkate alınarak geçmiş yıllardaki ortalama ciro payına göre gelecekte gerçekleşeceği varsayılmıştır. Ciro payı oranı belirlenirken 2020 yılı pandemi nedeniyle dikkate alınmamıştır. Geçmişte gerçekleşen ihracat giderleri, ceza giderleri ve reklam giderlerinin gelecekte gerçekleşmeyeceği beklenmektedir. Geçmişte önemli oranda ambalaj harcaması yapılırken bu durumun sanıldığı kadar etkili olmadığı kanaati ile söz konusu giderlerde gerileme yaşanmıştır.

## İNA Varsayımları

*Personel sayısı gerileyecek*

*2022'de performans yönetim sistemi görece çalışan maliyetlerini artıracak*

*Önemli bir yatırım planlaması bulunmamakta*

*Üretim firması olunmaması ve kiralama yaklaşımı yıllık sabit sermaye yatırım tutarını azaltmaktadır*

**Genel yönetim giderleri.** 2021/06 itibarıyla 64 kişiden oluşan genel yönetim personel sayısının alt bayi kanalındaki sistemin oturmasıyla 2025 yılında 55'e kadar gerileyeceği varsayılmıştır. Personel birim maliyetlerinde 2021 yılının ikinci yarısında sonlanan kısa çalışma ödeneğinin ilave maliyet etkisi dikkate alınırken 2022 yılında devreye alınacak performans sistemi ile enflasyonun üzerinde genel bir iyileştirme yapılmış ve personel maaşları enflasyonun üzerinde artırılmıştır. Sonraki yıllarda ise birim personel maliyetlerinin enflasyon kadar artacağı beklenmektedir. 2021 yılının ikinci yarısında danışmanlık giderlerinde bağımsız denetim, hukuk firması ve gayrimenkul değerlemesi nedeniyle ilave bir artış yaşanırken sonraki yıllarda tek seferlik gerçekleşen bu artışlar düzeltilerek enflasyon kadar artış projeksiyonda modellenmiştir. Seyahat giderleri dışındaki diğer genel yönetim gider hesaplarının projeksiyonda beklenen enflasyon kadar artacağı varsayılırken seyahat giderlerinin geçmiş yıllardaki ciro payı ortalamasına göre gelecekte bir artış sergileyeceği tahmin edilmiştir. Genel yönetim giderleri toplu olarak değerlendirildiğinde ise azalan personel sayısı ve amortisman giderleri toplam giderlerin enflasyondan arı bir şekilde gerçekleşmesinin temel sebepleri olarak görülmektedir.

**Önemli bir yatırım ihtiyacı bulunmamakta.** Şirket, 2018-2021 yıllarında ortalama yıllık 7 mın TL yatırım gerçekleştirirken projeksiyon döneminde yıllık 1,5 mın TL ortalama yıllık yatırım yönetim tarafından projekte edilmiştir. Şirket nihai tüketiciye ürün satmadığı ve bir üretim firması olmadığı için kayda değer bir sabit sermaye yatırımına ihtiyaç duymamaktadır. Bununla birlikte Şirket için gerekli olan yatırım kanalları depo, genel merkez, taşıt, demirbaş ve IT olarak sınıflanabilir. Şirket depo ve genel merkezi kiralarken son yıllarda IT yatırımları da kiralama yöntemi ile gerçekleşmektedir. Bu durum Şirket'in sabit sermaye yatırım gereksinimini kısaltırken son 3 yılda taşıt ve demirbaş yatırımı ile kalan kısım da önemli oranda yenilenmiştir. Şirket yönetimine göre son 3 yılda yapılan yatırımlar ve kiralama metodunun kullanılması gelecekte yatırım ihtiyacını azaltacaktır. Projeksiyonda yazılan yatırım tutarı ise satın alınan araçların yenileme yatırımı olarak görülmektedir. Şirket'in faydalanabileceği herhangi bir geçmiş yıl zararı vergi indirimi bulunmazken projeksiyon döneminde ortalama %20,8 kurumlar vergisi oranına tabi olacağı varsayılmaktadır.







## Temel İNA Varsayımları

Satılan Malın Maliyeti	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Cep Telefonu (mTL)</b>	<b>1.049,6</b>	<b>1.449,3</b>	<b>2.163,6</b>	<b>2.927,2</b>	<b>3.753,4</b>	<b>4.624,2</b>	<b>5.595,3</b>	<b>6.342,8</b>
<i>Brüt Marj</i>	6,7%	7,5%	7,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
<b>Tablet (mTL)</b>	<b>48,4</b>	<b>59,2</b>	<b>72,8</b>	<b>86,0</b>	<b>100,7</b>	<b>116,3</b>	<b>133,0</b>	<b>150,8</b>
<i>Brüt Marj</i>	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
<b>Dect Telefon (mTL)</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>
<i>Brüt Marj</i>	5,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
<b>Notebook (mTL)</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,3</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>
<i>Brüt Marj</i>	6,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
<b>Yazıcı (mTL)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
<i>Brüt Marj</i>	8,5%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<b>Operatör (mTL)</b>	<b>435,5</b>	<b>396,7</b>	<b>428,4</b>	<b>455,2</b>	<b>481,3</b>	<b>505,4</b>	<b>530,7</b>	<b>554,6</b>
<i>Brüt Marj</i>	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>Aksesuar (mTL)</b>	<b>38,2</b>	<b>80,2</b>	<b>140,4</b>	<b>210,5</b>	<b>284,2</b>	<b>355,3</b>	<b>426,4</b>	<b>483,3</b>
<i>Brüt Marj</i>	8,5%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<b>Genel Ürün (mTL)</b>	<b>3,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>
<i>Brüt Marj</i>	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
<b>Toplam SMM</b>	<b>1.579,5</b>	<b>1.992,6</b>	<b>2.813,9</b>	<b>3.689,1</b>	<b>4.631,5</b>	<b>5.614,7</b>	<b>6.700,7</b>	<b>7.548,8</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>155,3</b>	<b>172,0</b>	<b>235,7</b>	<b>301,9</b>	<b>378,5</b>	<b>458,1</b>	<b>545,9</b>	<b>615,5</b>
<i>Brüt Marj</i>	9,0%	7,9%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%

Pazarlama Gid.	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Personel Maliyeti (mTL)</b>	<b>4,6</b>	<b>7,5</b>	<b>9,6</b>	<b>10,3</b>	<b>10,9</b>	<b>11,4</b>	<b>12,5</b>	<b>13,7</b>
<i>Büyüme</i>		65,3%	27,6%	6,9%	5,9%	4,5%	10,0%	9,0%
<i>Ort. Çalışan Sayısı</i>	72	83	83	79	75	71	71	71
<i>Ort. Çalışan Maliyeti</i>	63.400	90.928	116.024	130.527	145.537	160.091	176.100	191.949
<b>Kampanya Gid. (mTL)</b>	<b>18,2</b>	<b>18,8</b>	<b>33,3</b>	<b>43,5</b>	<b>54,7</b>	<b>66,3</b>	<b>79,1</b>	<b>89,1</b>
<i>Satış Payı</i>	1,0%	0,9%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
<b>Posta ve Kargo Gid. (mTL)</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>
<i>Satış Payı</i>	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>İlan ve Reklam Gid. (mTL)</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>
<i>Değişim</i>		-27,9%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Danışmanlık Gid. (mTL)</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>
<i>Değişim</i>		14,6%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Sigorta Gid. (mTL)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<i>Değişim</i>		69,8%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Sey. ve Konak. Gid. (mTL)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
<i>Satış Payı</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Ambalaj Gid. (mTL)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
<i>Değişim</i>		101,2%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>İhracat Gid. (mTL)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<i>Değişim</i>		5,5%						
<b>Bakım Gid. (mTL)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
<i>Değişim</i>		242,8%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Ceza Gid. (mTL)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<i>Değişim</i>		-100,0%						
<b>Diğer Gid. (mTL)</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>8,4</b>	<b>10,2</b>	<b>12,1</b>	<b>13,7</b>
<i>Satış Payı</i>	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>Amortisman (mTL)</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
<b>Toplam Paz. Gid. (mTL)</b>	<b>30,1</b>	<b>35,4</b>	<b>53,3</b>	<b>66,7</b>	<b>81,2</b>	<b>96,1</b>	<b>112,2</b>	<b>125,8</b>
<i>Satış Payı</i>	1,7%	1,6%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%

## Temel İNA Varsayımları

Genel Yön Gid.	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Personel Maliyeti (mTL)</b>	<b>4,5</b>	<b>6,7</b>	<b>8,5</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>	<b>10,1</b>	<b>11,1</b>	<b>12,1</b>
Büyüme		49,9%	27,6%	6,9%	5,9%	4,5%	10,0%	9,0%
Ort. Çalışan Sayısı	61	64	64	61	58	55	55	55
Ort. Çalışan Maliyeti	73.098	104.415	133.233	149.887	167.124	183.837	202.220	220.420
<b>Danışmanlık Gid. (mTL)</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>
Satış Payı		232,7%	-23,8%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Araç Gid. (mTL)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
Satış Payı		5,7%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Seyahat Gid. (mTL)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
Değişim		157,2%	259,7%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Sigorta Gid. (mTL)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
Değişim		11,6%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Vergi-Resim-Harç (mTL)</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>
Değişim		-57,3%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Temsil Ağırılama (mTL)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>
Satış Payı		59,6%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Elektrik-Su-Doğalgaz (mTL)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
Değişim		11,7%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Bakım Gid. (mTL)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Değişim		-95,2%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Bakım Gid. (mTL)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Değişim		-95,2%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Diğer Gid. (mTL)</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>
Satış Payı		64,0%	16,0%	12,5%	11,5%	10,0%	10,0%	9,0%
<b>Amortisman (mTL)</b>	<b>3,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>
<b>Toplam Gen. Gid. (mTL)</b>	<b>10,5</b>	<b>15,2</b>	<b>18,1</b>	<b>19,0</b>	<b>20,4</b>	<b>21,6</b>	<b>19,5</b>	<b>21,3</b>
Değişim		45,0%	18,6%	5,3%	7,1%	6,1%	-9,8%	9,3%

Projeksiyon									
31 Aralık, TLm	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2020-2027
MobilteI-Telekomünikasyon									YBBO (%)
<b>Net Satışlar</b>	<b>1.734,8</b>	<b>2.164,5</b>	<b>3.049,6</b>	<b>3.991,0</b>	<b>5.010,0</b>	<b>6.072,8</b>	<b>7.246,6</b>	<b>8.164,3</b>	24,8%
<i>Değişim</i>		24,8%	40,9%	30,9%	25,5%	21,2%	19,3%	12,7%	
Satışların Maliyeti	(1.579,5)	(1.992,6)	(2.813,9)	(3.689,1)	(4.631,5)	(5.614,7)	(6.700,7)	(7.548,8)	25,0%
<b>Brüt Kar</b>	<b>155,3</b>	<b>172,0</b>	<b>235,7</b>	<b>301,9</b>	<b>378,5</b>	<b>458,1</b>	<b>545,9</b>	<b>615,5</b>	21,7%
<i>Brüt Marj</i>	9,0%	7,9%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>(40,6)</b>	<b>(50,6)</b>	<b>(71,4)</b>	<b>(85,7)</b>	<b>(101,5)</b>	<b>(117,7)</b>	<b>(131,6)</b>	<b>(147,1)</b>	20,2%
Genel Yönetim Giderleri	(10,5)	(15,2)	(18,1)	(19,0)	(20,4)	(21,6)	(19,5)	(21,3)	10,6%
<i>Değişim</i>		45,0%	18,6%	5,3%	7,1%	6,1%	-9,8%	9,3%	
Satış-Pazarlama Dağ. Giderleri	(30,1)	(35,4)	(53,3)	(66,7)	(81,2)	(96,1)	(112,2)	(125,8)	22,6%
<i>Değişim</i>		17,4%	50,8%	25,1%	21,7%	18,4%	16,7%	12,2%	
<b>EBITDA</b>	<b>119,2</b>	<b>127,0</b>	<b>171,0</b>	<b>222,7</b>	<b>283,8</b>	<b>347,6</b>	<b>416,7</b>	<b>471,2</b>	21,7%
<i>Değişim</i>		6,5%	34,6%	30,2%	27,5%	22,5%	19,9%	13,1%	
<i>EBITDA Marjı</i>	6,9%	5,9%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	
<b>Amortisman</b>	<b>(4,6)</b>	<b>(5,7)</b>	<b>(6,6)</b>	<b>(6,4)</b>	<b>(6,8)</b>	<b>(7,1)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(2,8)</b>	-6,9%
<b>EBIT</b>	<b>114,7</b>	<b>121,4</b>	<b>164,3</b>	<b>216,2</b>	<b>277,0</b>	<b>340,5</b>	<b>414,3</b>	<b>468,4</b>	22,3%
<i>Değişim</i>		5,8%	35,4%	31,6%	28,1%	22,9%	21,7%	13,1%	
<i>EBIT Marjı</i>	6,6%	5,6%	5,4%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%	
<b>Yatırım</b>	<b>(7,7)</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,5)</b>	-21,2%
<i>Değişim</i>		-44,0%	-65,2%	-6,7%	17,9%	9,1%	-33,3%	20,8%	
<i>Yatırım/Satış</i>	-0,4%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

## Projeksiyonlar

- Salgının sonlanması, artan kur, dağıtımı alınan yeni markalar, TTKOM dışı kanalda büyüme ve 5G teknoloji satışları için itici güç
- TTKOM dışı kanalda büyümek için yıllara sarı brüt kar marjından feragat edilirken 2025 yılında normalizasyon beklenmekte
- Pazarlama ve genel yönetim departmanlarında personel azaltımı ile daha verimli bir yapı öngörülmekte

## Piyasa Çarpanları Uluslararası Çarpanlar

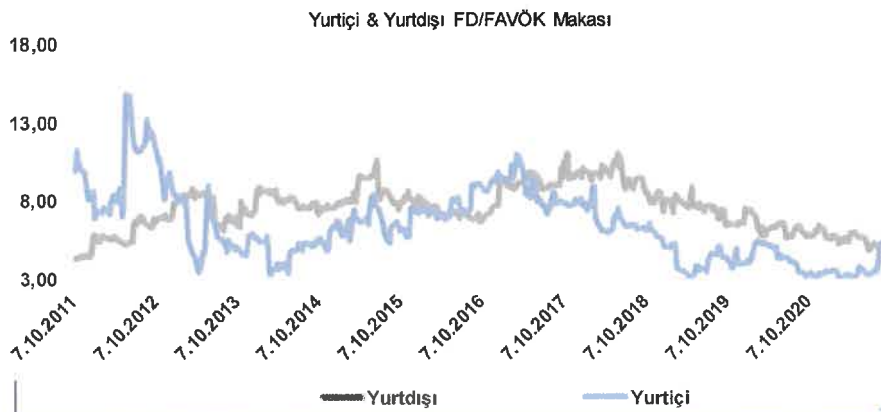
**Yurtdışı benzer şirket çarpanları  
1.459 mn TL piyasaya değerine işaret  
etmekte**

**28 uluslararası firma örneklemede kullanılmıştır.** Yurtiçinde Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren halka açık firma sayısının az olması nedeni ile değerlemede Şirket'in bulunduğu sektörün dinamiklerini daha iyi yansıtabilmesi adına Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 19 Ekim 2021 tarihidir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. EV/EBITDA çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Tablolarda görülen tüm değer çarpanları Şirket'in telekomünikasyon segmentinden oluşan çarpanlarını ifade etmektedir.

### Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örneklem Şirketler

Şirket	Ülke	Açıklama
Senao International	Tayland	Senao International'ın sattığı ürünler arasında cep telefonları, telsiz telefonlar, kablolu telefonlar, çağrı cihazları, telefon yanıtama makineleri ve faks makineleri bulunmaktadır.
Erajaya Swasembada	Endonezya	Erajaya Swasembada cep telefonlarının dağıtımını ve perakende satışını yapmaktadır.
Com7 Pcl	Tayland	Com7 Pcl akıllı telefonlar, tabletler, notebooklar ve bilgisayar setleri gibi ürünler sunmaktadır.
Mobile World Inv	Vietnam	Mobile World mağaza ağı aracılığıyla cep telefonları, tabletler ve dizüstü bilgisayarlar satmaktadır.
Suning Com	Çin	Suning Com, telekomünikasyon ekipmanları, telekomünikasyon bileşenleri, ev aletleri, dijital ekipman, buzdolapları, çamaşır makineleri ve diğer ürünlerin satışını yapmaktadır.
Shenzen Aisidi	Çin	Shenzen Aisidi, cep telefonları, dijital elektronikler, akıllı terminaller ve diğer ürünleri satmaktadır.
Jaymart Pcl	Tayland	Jaymart PCL, cep telefonları ve aksesuarlarının distribütörlüğünü yapmaktadır.
Digiworld Corp	Vietnam	Digiworld Corp bilgisayarlar ve aksesuarlar ile elektronik aksesuarlar, telefonlar ve , teknolojik yazılım ürünlerinin alım satım ve distribütörlüğü faaliyetlerinde bulunmaktadır.
Mobilezone Holding	İsviçre	Mobilezone tüm büyük sağlayıcılardan (Swisscom, Sunrise, Salt, UPC, M-Budget, TalkTalk, Yallo ve Wingo) mobil ve sabit ağ telefonu, dijital TV ve İnternet için akıllı telefon yelpazesi ve tarife planlarının satışını gerçekleştirmektedir.
Eurotel SA	Polonya	Eurotel SA, perakende ve toptan cep telefonu ürün ve hizmetlerinin dağıtımını yapmaktadır.
Oex SA	Norveç	Oex SA faturalı ve faturasız mobil hatları cep telefonları, telefon kartları, hafıza kartları, ve çağrı cihazları gibi aksesuarları satmaktadır.
Bell-Park Co Ltd	Japonya	Bell-Park Co., Ltd., Softbank cep telefonlarının ve ilgili hizmet abonelik sözleşmelerinin satışını gerçekleştirmektedir.
Kojima Co Ltd	Japonya	Kojima Co, elektrikli ev aletleri, mobil telefonlar, PC'ler ve diğer elektronik ekipmanları satmaktadır.
Conexia Corp	Japonya	Conexia Corp, mobil ekipmanları satış noktalarına toptan satmakta ve mobil hizmet perakende mağazaları işletmektedir.
Nojima Corp	Japonya	Nojima Corporation, bilgisayar ve iletişim ürünlerinde uzmanlaşmış tüketici elektroniği mağaza zincirlerini işletmektedir.
Bic Camera Inc	Japonya	Bic Camera, ses ve görüntü ekipmanları, elektrikli ev aletleri ve telekomünikasyon ekipmanları satışını yapmaktadır.
T-Gaia Corp	Japonya	T-Gaia Corporation, Japonya'da cep telefonları ve hizmet sözleşmeleri satmaktadır.
K's Holding Corp	Japonya	K's Holding, buzdolabı, çamaşır makinesi, pişirme aletleri, bilgisayarlar, ses ve görüntü sistemleri nin satışını yapmaktadır.
Edion Corp	Japonya	Edion Corp elektronik perakende mağazaları işletmektedir.
Joshin Denki Co	Japonya	Joshin Denki mobil telefonlar, ev aletleri ve bilgisayarlarında uzmanlaşmış mağazaları işletmektedir.
Toshin Group	Japonya	Toshin Holdings tüketici elektroniği mağazaları işletmektedir. Şirket ağırlıklı olarak cep telefonu satışı yapmaktadır.
Crops Corp	Japonya	Crops Corporation Tokai bölgesinde KDDI marka cep telefonlarını satmaktadır.
Sakai Holdings	Japonya	Sakai Holdings mobil telekomünikasyon ekipmanı, sabit telefon hatları ve diğer elektronik ürünlerin perakende satışını yapmaktadır.
Alpha Group	Japonya	Alpha Group Inc, kurumsal müşterilerine mobil cihazlar satmaktadır.
Cellnet Group	Avustralya	Cellnet Group Limited, Avustralya ve Yeni Zelanda'da cep telefonları ve aksesuarlarının toptan dağıtımıcısıdır.
Seiry Electric	Japonya	Seiry Electric cep telefonlarının onanım ve satışını gerçekleştirmektedir.
Hkc International	Hong Kong	Hkc International cep telefonları ve ilgili aksesuarların ile ofis telefon sistemlerinin satışını ve dağıtımını yapmaktadır.
Nippon Telephone	Japonya	Nippon, satış noktaları aracılığıyla mobil cihaz ve aksesuarları ile telefon abonelik haklarının satışını yapmaktadır.

### Yurtdışı ve yurtiçi benzer şirketlerin EV/EBITDA çarpanı yakın seviyelerde



Kaynak: Bloomberg & Finnet



Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları				19 Ekim	Son 12 Ay				Net Satış Artışı			FAVÖK Artışı	FAVÖK Marjı	Son 12 Ay	Carı
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 21T	Son Üç yıl YBBO (%)	Son Üç Yıl YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
Asya-Pasifik Gelişmekte Olan	Senao International	2450 TT Equity	Tayland	289	7,5	0,2	14,7	1,4	M.D	-8,9%	-2,4%	3,0%	(2,3)	(0,3)	
	Erajaya Swasembada	ERAA IJ Equity	Endonezya	660	5,9	0,3	8,9	1,6	7,3	13,9%	27,6%	5,8%	1,2	0,5	
	Com7 Pcl	COM7 TB Equity	Tayland	2.363	27,5	1,9	38,2	20,9	26,0	18,4%	43,0%	7,0%	0,7	0,6	
	Mobile World Inv	MWG VN Equity	Vietnam	3.954	9,2	0,7	19,6	4,9	11,3	18,2%	29,6%	7,1%	0,4	0,2	
	Suning Com	002024 CH Equity	Çin	7.208	M.D	0,5	M.D	0,6	M.D	11,3%	0,0%	N.A	-	0,8	
	Shenzen Aisidi	002416 CH Equity	Çin	1.934	M.D	0,2	17,6	2,4	15,4	4,4%	0,0%	N.A	N.A	0,3	
	Jaymart Pcl	JMART TB Equity	Tayland	1.220	112,5	5,8	34,0	7,8	19,9	-10,8%	24,2%	5,2%	N.A	1,6	
	Digworld Corp	DGW VN Equity	Vietnam	466	12,6	0,3	26,1	7,6	18,7	48,7%	41,6%	2,5%	(1,0)	(0,3)	
	Ortalama			2.262	12,5	0,6	17,4	2,2	16,4	11,9%	20,4%	5,1%	(0,2)	0,4	
	Medyan			1.577	9,2	0,3	17,6	1,8	17,1	12,6%	25,9%	6,5%	0,2	0,4	
Minimum			289	5,9	0,2	8,9	0,6	7,3	-10,8%	-2,4%	2,5%	(2,3)	(0,3)		
Maksimum			7.208	112,5	5,8	38,2	20,9	26,0	48,7%	43,0%	7,1%	1,2	1,6		

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 21T	Son Üç yıl YBBO (%)	Son Üç Yıl YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Avrupa Gelişmiş- Gelişmekte Olan Ülkeler	Mobilezone Holding	MOZN SW Equity	İsviçre	623	8,6	0,5	12,7	33,2	9,2	2,1%	8,0%	M.D	M.D	5,9
	Eurotel SA	ETL PW Equity	Polonya	37	3,3	0,3	7,9	1,7	3,4	8,0%	19,0%	9,1%	M.D	(0,1)
	Oex SA	OEX PW Equity	Norveç	41	4,0	0,4	8,1	1,0	M.D	-3,2%	22,9%	9,5%	M.D	0,3
	Ortalama			234	8,6	0,4	9,6	1,3	9,2	2,3%	16,6%	9,3%	M.D	2,0
Medyan			41	8,6	0,4	8,1	1,3	9,2	2,1%	19,0%	9,3%	M.D	0,3	
Minimum			37	3,3	0,3	7,9	1,0	3,4	-3,2%	8,0%	9,1%	-	(0,1)	
Maksimum			623	8,6	0,5	12,7	33,2	9,2	8,0%	22,9%	9,5%	-	5,9	

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 21T	Son Üç yıl YBBO (%)	Son Üç Yıl YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Diğer Gelişmiş Ülkeler	Bell-Park Co Ltd	9441 JP Equity	Japonya	437	3,7	0,2	12,8	1,6	M.D	3,8%	21,5%	5,2%	(3,3)	(0,7)
	Kojima Co Ltd	7513 JP Equity	Japonya	458	5,3	0,2	6,3	0,9	M.D	7,4%	15,7%	3,9%	0,2	0,0
	Conexia Corp	9422 JP Equity	Japonya	615	M.D	M.D	8,6	1,3	M.D	-10,3%	6,4%	6,5%	-	-
	Nojima Corp	7419 JP Equity	Japonya	1.299	3,5	0,3	2,5	1,3	M.D	1,4%	28,0%	9,2%	M.D	0,4
	Bic Camera Inc	3048 JP Equity	Japonya	1.761	8,8	0,3	17,7	1,3	9,8	2,5%	4,4%	3,6%	M.D	0,3
	T-Gaia Corp	3738 JP Equity	Japonya	994	4,4	0,2	8,5	1,7	M.D	-6,5%	4,9%	3,8%	M.D	(0,5)
	K's Holding Corp	8282 JP Equity	Japonya	2.364	4,7	0,4	6,9	0,9	5,0	5,4%	16,5%	7,8%	M.D	0,1
	Edion Corp	2730 JP Equity	Japonya	1.088	4,5	0,2	7,4	0,6	M.D	3,8%	10,6%	4,7%	M.D	0,2
	Joshin Denki Co	8173 JP Equity	Japonya	624	4,5	0,2	7,1	0,7	M.D	4,7%	21,2%	5,0%	M.D	0,3
	Toshin Group	2761 JP Equity	Japonya	698	12,6	0,6	34,2	1,5	M.D	-2,0%	2,1%	5,1%	M.D	(0,6)
	Crops Corp	9428 JP Equity	Japonya	84	1,8	0,1	9,7	1,1	M.D	3,4%	17,3%	6,2%	M.D	(0,5)
	Sakai Holdings	9446 JP Equity	Japonya	71	8,6	1,5	7,1	1,9	M.D	-4,5%	23,4%	17,5%	M.D	3,7
	Alpha Group	3322 JP Equity	Japonya	46	3,0	0,2	10,3	0,9	M.D	-8,0%	5,9%	5,7%	M.D	(0,3)
	Cellnet Group	CLT AU Equity	Avustralya	10	2,7	0,2	3,4	0,5	M.D	4,4%	16,2%	M.D	M.D	0,1
	Seiry Electric	4341 JP Equity	Japonya	28	M.D	M.D	9,4	0,6	M.D	-4,0%	M.D	3,4%	M.D	-
	Hkc International	248 HK Equity	Hong Kong	16	313,6	0,9	26,3	0,4	M.D	-4,7%	M.D	M.D	M.D	0,2
	Nippon Telephone	9425 JP Equity	Japonya	13	14,3	0,2	27,7	2,1	M.D	4,8%	M.D	1,3%	M.D	-54%
Ortalama			623	9,9	0,4	11,8	1,1	7,4	0,1%	13,9%	5,9%	(1,1)	13%	
Medyan			458	8,8	0,2	9,0	1,1	7,4	2,5%	16,0%	5,1%	-	3%	
Minimum			10	1,8	0,1	2,5	0,4	5,0	-10,3%	2,1%	1,3%	(3,3)	-66%	
Maksimum			2.364	313,6	1,5	34,2	2,1	9,8	7,4%	28,0%	17,5%	0,2	367%	

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 21T	Son Üç yıl YBBO (%)	Son Üç Yıl YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Global	Ortalama			1.049	11,0	0,4	12,8	1,4	13,6	3,7%	16,3%	6,0%	-0,5	42%
	Medyan			619	8,8	0,3	9,6	1,3	11,3	3,6%	16,6%	5,2%	0,0	12%
	Minimum			10	1,8	0,1	2,5	0,4	3,4	-10,8%	-2,4%	1,3%	-3,3	-66%
	Maksimum			7.208	313,6	5,8	38,2	33,2	26,0	48,7%	43,0%	17,5%	1,2	590%
	Mobitel (mn TL)			1.458	8,8	0,3	19,0	0,7	N.A	24,5%	28,7%	6,2%	3,1	0,4

Kaynak: Bloomberg

**Piyasa Çarpanları**
**BİST Teknoloji Endeksi & Yurtiçi Benzerler & Yıldız Pazar**

**Yurtiçi benzerler, teknoloji endeksi ve yıldız pazar çarpanlarından sırasıyla 1.709 mn TL, 2.280 mn TL ve 1.737 mn TL piyasa değerlerine ulaşılmıştır**

**Teknoloji Endeksi ve yurtiçi benzerler.** MobilTel'in ana faaliyet alanı tüketici elektroniği ticareti olması nedeniyle BIST Teknoloji endeksindeki şirketler ile benzeşmektedir. MobilTel özellikle Arena Bilgisayar, Despec Bilgisayar, E-data Teknoloji, Datagate Bilgisayar, Penta Teknoloji ve İndeks Bilgisayar ile benzer alanda faaliyet göstermektedir. Bu nedenle teknoloji endeksi şirketlerinin çarpanları ile benzer şirketler olan Arena Bilgisayar, Despec Bilgisayar, E-data Teknoloji, Datagate Bilgisayar, Penta Teknoloji ve İndeks Bilgisayar şirketlerinin çarpanları ayrı ayrı olarak çarpan değerlemesinde dikkate alınmıştır. Şirket'in halka arz sonrası yıldız pazarda işlem görmesi öngörüldüğü için yıldız pazar şirketlerinin çarpanları da değerlemede göz önünde bulundurulmuştur. EV/EBITDA çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında ise 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Şirketlerin EV/EBITDA ve EV/Satışlar çarpanları değerlemede dikkate alınırken tablolarda görülen tüm değer çarpanları Şirket'in telekomünikasyon segmentinden oluşan çarpanlarını ifade etmektedir.

BIST Teknoloji Endeksi							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2021/06	2021/06	2021/06
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	EV/EBITDA 2021/06	EV/Satışlar 2021/06	F/K 2021/06	PD/DD 2021/06	2019-2021 YBBO(%)	2019-2021 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/EBITDA	Net Borç/Özkaynak
NETAS	Netaş Telekom.	1.090	78,1	0,9	(6,1)	1,9	29,6%	A.D	1,1%	3008,2%	1,17
KRONT	Kron Telekomünikasyon	474	56,4	8,2	38,2	7,9	16,0%	15,3%	14,5%	22,9%	0,03
ATATP	ATP Bilgisayar	1.358	34,6	5,9	51,0	5,8	A.D	A.D	17,1%	-454,6%	(0,67)
VBTYZ	VBT Yazılım	544	28,8	3,6	30,6	10,5	A.D	A.D	12,5%	-65,1%	(0,23)
PENTA	Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım	7.923	27,9	1,5	95,5	11,6	A.D	A.D	5,5%	-39,4%	(0,16)
LINK	Link Bilgisayar	309	27,4	13,6	23,1	6,4	27,9%	40,4%	49,7%	-399,7%	(0,82)
MANAS	Manas Enerji Yönetimi	318	21,5	5,8	92,3	8,9	A.D	A.D	27,0%	272,7%	1,29
EDATA	E-Data Teknoloji	445	20,1	2,7	21,8	8,6	A.D	A.D	13,5%	-121,4%	(0,49)
LOGO	Logo Yazılım	4.144	17,4	6,2	22,7	6,7	34,2%	43,3%	35,7%	-66,7%	(0,25)
PKART	Plastikkart	436	16,1	1,4	25,8	6,2	A.D	A.D	8,9%	-136,1%	(0,48)
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri	504	14,2	7,0	16,3	4,6	24,5%	35,8%	49,1%	-15,0%	(0,05)
MTRKS	Matriks Bilgi Dağıtım	609	14,0	3,8	20,3	13,6	A.D	A.D	27,4%	-59,8%	(0,56)
DESPC	Despec Bilgisayar	209	11,0	0,4	10,2	1,9	52,0%	15,0%	3,7%	303,7%	0,72
KAREL	Karel Elektronik	1.726	9,4	1,7	12,0	3,1	26,6%	1,7%	18,0%	202,0%	0,86
ARDYZ	ARD Bilişim Teknolojileri	1.041	8,8	5,4	9,9	4,5	A.D	A.D	61,7%	-38,0%	(0,19)
ASELS	Aselsan	37.392	8,6	2,2	7,3	1,9	31,3%	45,9%	25,5%	43,4%	0,10
KFEIN	Kafein Yazılım	391	8,6	1,9	23,5	2,6	36,4%	21,9%	21,7%	13,2%	0,04
DGATE	Datagate Bilgisayar	382	8,3	0,2	15,5	2,5	69,2%	49,9%	2,5%	52,5%	0,17
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	977	6,8	0,4	34,3	1,7	55,1%	-8,4%	5,4%	-674,1%	(0,86)
ARENA	Arena Bilgisayar	919	6,2	0,2	20,4	1,4	45,5%	102,3%	3,2%	86,9%	0,23
İNDES	İndeks Bilgisayar	1.463	3,4	0,1	8,4	2,4	77,8%	67,4%	2,8%	-94,5%	(0,52)
ESCOM	Escort Teknoloji	253	(163,1)	1.070,5	8,3	2,7	-60,5%	61,0%	-656,4%	53,8%	(0,01)
PAPIL	Papillon Sawınma	440	(382,2)	12,1	38,1	4,5	-18,5%	A.D	-3,2%	6391,5%	(0,65)
Ortalama		2.754	15,0	1,5	16,4	2,8	29,8%	37,8%	-11,0%	3,6	-0,1
Medyan		544	14,0	1,5	16,3	2,5	31,3%	40,4%	13,5%	-0,1	-0,2
Minimum		209	(382,2)	0,1	(6,1)	1,4	-60,5%	-8,4%	-656,4%	-6,7	-0,9
Maksimum		37.392	78,1	1.070,5	95,5	13,6	77,8%	102,3%	61,7%	63,9	1,3
<b>MobilTel</b>		<b>2.280</b>	<b>14,0</b>	<b>1,5</b>	<b>42,1</b>	<b>1,5</b>	<b>24,5%</b>	<b>29,7%</b>	<b>6,2%</b>	<b>3,1</b>	<b>0,4</b>

BIST Benzer							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2021/06	2021/06	2021/06
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	EV/EBITDA 2021/06	EV/Satışlar 2021/06	F/K 2021/06	PD/DD 2021/06	2019-2021 YBBO(%)	2019-2021 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/EBITDA	Net Borç/Özkaynak
ARENA	Arena Bilgisayar	919	6,2	0,2	20,4	1,4	45,5%	102,3%	3,2%	6,9%	0,23
DESPC	Despec Bilgisayar	209	11,0	0,4	10,2	1,9	52,0%	15,0%	3,7%	18,5%	0,72
DGATE	Datagate Bilgisayar	382	8,3	0,2	15,5	2,5	69,2%	49,9%	2,5%	16,3%	0,17
EDATA	E-Data Teknoloji	445	20,1	2,7	21,8	8,6	A.D	A.D	13,5%	39,3%	(0,49)
İNDES	İndeks Bilgisayar	1.463	3,4	0,1	8,4	2,4	77,8%	67,4%	2,8%	29,1%	(0,52)
PENTA	Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım	7.923	27,9	1,5	95,5	11,6	A.D	A.D	5,5%	12,1%	(0,16)
Ortalama		1.890	14,7	0,9	15,3	2,1	61,1%	58,7%	5,2%	0,2	0,0
Medyan		682	11,0	0,3	15,5	2,2	60,6%	58,7%	3,4%	0,2	0,0
Minimum		209	3,4	0,1	8,4	1,4	45,5%	15,0%	2,5%	0,1	-0,5
Maksimum		7.923	27,9	2,7	95,5	11,6	77,8%	102,3%	13,5%	0,4	0,7
<b>MobilTel</b>		<b>1.709</b>	<b>11,0</b>	<b>0,3</b>	<b>26,0</b>	<b>0,9</b>	<b>24,5%</b>	<b>29,3%</b>	<b>6,2%</b>	<b>3,1</b>	<b>0,4</b>

BIST Yıldız Pazar Endeksi						Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2021/06	2021/06	2021/06	
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	EV/ EBITDA 2021/06	EV/ Satışlar 2021/06	F/K 2021/06	PD/DD 2021/06	2019-2021 YBBO(%)	2019-2021 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Ortalama		9.401	10,7	1,6	11,5	2,2	27,0%	38,3%	22,9%	2,1	3,3
Medyan		4.142	9,3	1,4	9,8	2,1	20,6%	28,6%	20,3%	0,9	0,5
Minimum		822	(0,6)	(0,3)	(934,7)	0,3	-32,6%	-66,5%	1,1%	-7,1	-1,7
Maksimum		63.385	78,1	27,9	242,4	391,9	330,3%	463,3%	75,5%	44,7	221,3
MobilTel		1.737	9,3	1,4	26,8	0,9	24,5%	29,3%	6,2%	3,1	0,4

\*Yıldız Pazar şirketlerinin çarpanları hesaplanırken spor hisseleri, bankacılık ve sigorta gibi finansal sektörde yer alan hisseler, GYO ve GSYO'lar ile mali sektör şirketleri elimine edildi.

\*\* Tablolarda yer alan EV/EBITDA ve EV/Satışlar çarpanları, karşılaştırılan şirketlerin ortanca çarpanlarından elde edilirken F/K ve PD/DD çarpanları ise EV/EBITDA ve EV/Sales çarpanlarından elde edilen konsolide piyasa değerinden telekomünikasyona ait olan piyasa değerinin tespit edilmesi sonrasında telekomünikasyon kısmına ait piyasa değerinin telekomünikasyona ait yıllıklandırılmış net kar ve özkaynak rakamlarına bölünmesi ile elde edilmiştir. Diğer rasyolarda tamamen telekomünikasyon kısmının finansal verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

## Çarpan Değerlemesi

**Çarpan değerlemesine nihai değerde %50 ağırlık verilmiştir**

**Yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler tüketici elektroniği ticareti yapan şirketlerden seçilmiştir**

EV/EBITDA ve EV/Satışlar çarpanları kullanılmıştır. Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken EV/EBITDA ve EV/Satışlar çarpanları dikkate alınmıştır. Tüm çarpan kategorilerinde 2021/06 sonu yıllık EBITDA ve Net Satış verilerine göre çarpan değerlendirilmiştir. Şirket'in düzenli olarak EBITDA ürettiği olması ve EV/Satışlar çarpanının EBITDA marjı ile birlikte değerlendirilmesi gerekmesi nedeniyle değer tespit edilirken EV/EBITDA çarpanına %90, EV/Satışlar çarpanına %10 ağırlık verilmiştir.

Operasyonel değer telekomünikasyon faaliyetlerinden kaynaklanmakta. Şirket'in satışları ile EBITDA rakamının çok büyük bir bölümünün telekomünikasyon kısmının faaliyetlerinden kaynaklanması nedeniyle değer tespit edilirken ilk etapta benzer şirketlerden elde edilen çarpanlar Şirket'in telekomünikasyon kısmına ait satış ve EBITDA rakamları ile çarpılıp ifade edilen oranlarda ağırlıklandırılarak telekomünikasyon kısmının firma değerine ulaşılmıştır. İkinci adımda ise konsolide piyasa değerine ulaşabilmek için konsolide finansal tablolardaki net borç tutarı hesaplanıp firma değerinden çıkarılarak konsolide piyasa değeri hesaplanmıştır.

(Not: Rapor sonunda yer alan Ek-1'de telekomünikasyon kısmının firma değeri ve piyasa değerinin nasıl hesaplandığı ve nihai telekomünikasyon kısmı değerinin hangi EV/EBITDA, EV/Satışlar, PD/DD ve F/K çarpanlarına denk geldiği detaylı bir şekilde açıklanmaktadır.)

Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
<b>Mobitel EBITDA 2021/06 4Ç</b>	<b>126</b>
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	11,0
<b>Yurtiçi Benzer Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>1.392</b>
Mobitel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
<b>Yurtiçi Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.785</b>
Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
<b>Mobitel Satışlar 2021/06 4Ç</b>	<b>2.038</b>
Yurtiçi Seçilmiş Şirketler Medyan EV/Satışlar (x)	0,3
<b>Yurtiçi Benzer Şirketleri EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>630</b>
Mobitel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
<b>Yurtiçi Benzer Şirketler EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.022</b>
<b>Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>1.709</b>

Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
<b>Mobitel EBITDA 2021/06 4Ç</b>	<b>126</b>
BIST Teknoloji Sektörü Medyan EV/EBITDA (x)	14,0
<b>BIST Teknoloji Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>1.763</b>
Mobitel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
<b>BIST Teknoloji Sektörü EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>2.155</b>
Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
<b>Mobitel Satışlar 2021/06 4Ç</b>	<b>2.038</b>
BIST Teknoloji Sektörü Medyan EV/Satışlar (x)	1,5
<b>BIST Teknoloji Şirketleri EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>3.007</b>
Mobitel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
<b>BIST Teknoloji Sektörü EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>3.399</b>
<b>BIST Teknoloji Sektöründen Gelen Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>2.280</b>



Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
<b>MobilTel EBITDA 2021/06 4Ç</b>	<b>126</b>
BIST Yıldız Pazar Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	9,3
<b>BIST Yıldız Pazar Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>1.171</b>
MobilTel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
<b>Yıldız Pazar Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.564</b>
Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
<b>MobilTel Satışlar 2021/06 4Ç</b>	<b>2.038</b>
BIST Yıldız Pazar Şirketleri Medyan EV/Satışlar (x)	1,4
<b>BIST Yıldız Pazar Şirketleri EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>2.904</b>
MobilTel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
<b>BIST Yıldız Pazar Şirketleri EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>3.297</b>
<b>Yıldız Pazar Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>1.737</b>

Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
<b>MobilTel EBITDA 2021/06 4Ç</b>	<b>126</b>
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	8,8
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>1.113</b>
MobilTel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.506</b>
Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
<b>MobilTel Satışlar 2021/06 4Ç</b>	<b>2.038</b>
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/Satışlar (x)	0,3
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>642</b>
MobilTel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/Sales Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.035</b>
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>1.459</b>

## Nihai Değer

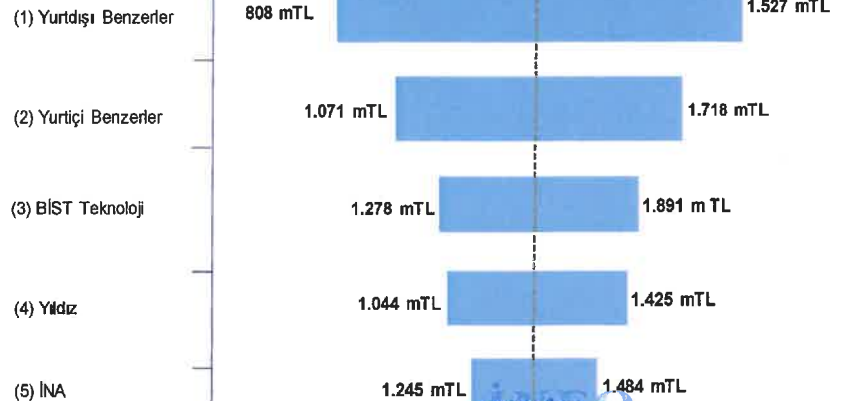
**1.355 m TL iskonto sonrası halka arz piyasa değeri**

**7,6x 2021/06-4Ç EV/EBITDA.** Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %21 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modellemesi ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış baz değer için değer aralığı belirlenmiştir. Halka arz iskonto öncesi 1.725 m TL adil piyasa değeri elde edilirken iskonto sonrası 1.355 m TL değere ulaşılmıştır. Halka arz piyasa değeri 2021/06-4Ç gerçekleşen ve 2021 beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 7,63x ve 7,58x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir. Şirket'in özellikle TTKOM dışı kanaldaki büyüme potansiyeli mevcut çarpanlarca yeterince yakalanamadığı için İNA yaklaşımına en yüksek ağırlık verilmiştir. Çarpanlarda ise Şirket'in faaliyetlerine oldukça benzeyen firmaların olması nedeniyle yurtiçi benzerlere daha fazla ağırlık verilmiştir.

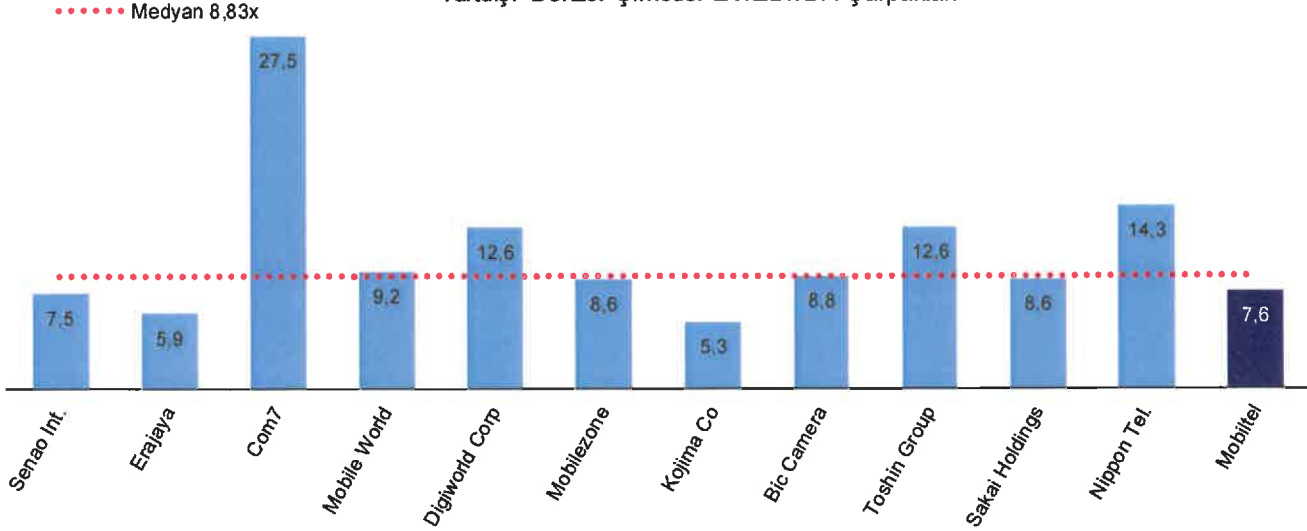
Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
<b>Metodolojiler</b>			
İNA	<b>1.707</b>	60,00%	2,02
BİST Teknoloji Endeksi	<b>2.280</b>	5,00%	2,69
Yurtdışı Benzerler	<b>1.459</b>	5,00%	1,72
Yurtiçi Benzerler	<b>1.709</b>	25,00%	2,02
Yıldız Pazar	<b>1.737</b>	5,00%	2,05
Hedef Değer (TL)	<b>1.725</b>		2,04
Halka Arz İskontosu	21%		
<b>Konsolide Değer (TL)</b>	<b>1.355</b>		<b>1,60</b>
<b>Telekomünikasyon Değer Çarpanları</b>			
	<b>2021/06-4Ç</b>	<b>2021T</b>	
EV/EBITDA	7,63	7,58	
F/K	16,06	m.d.	
EV/Net Satış	0,47	0,44	
PD/DD	0,57	m.d.	

Grafik: 9 Duyarlılık Analizi

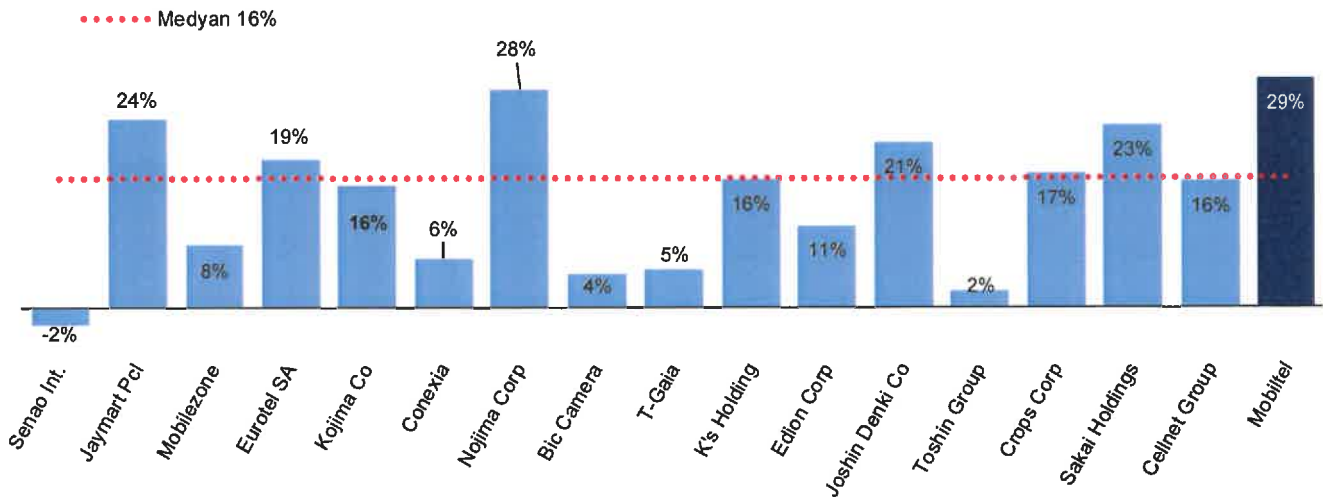
### Firma Değeri Kırılımı



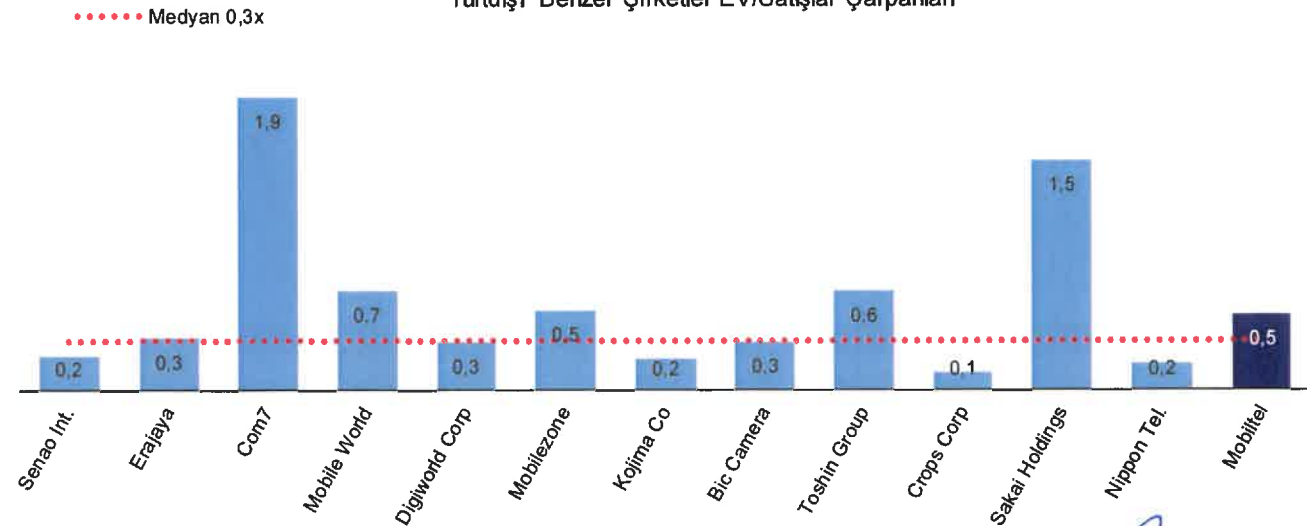
## Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanları



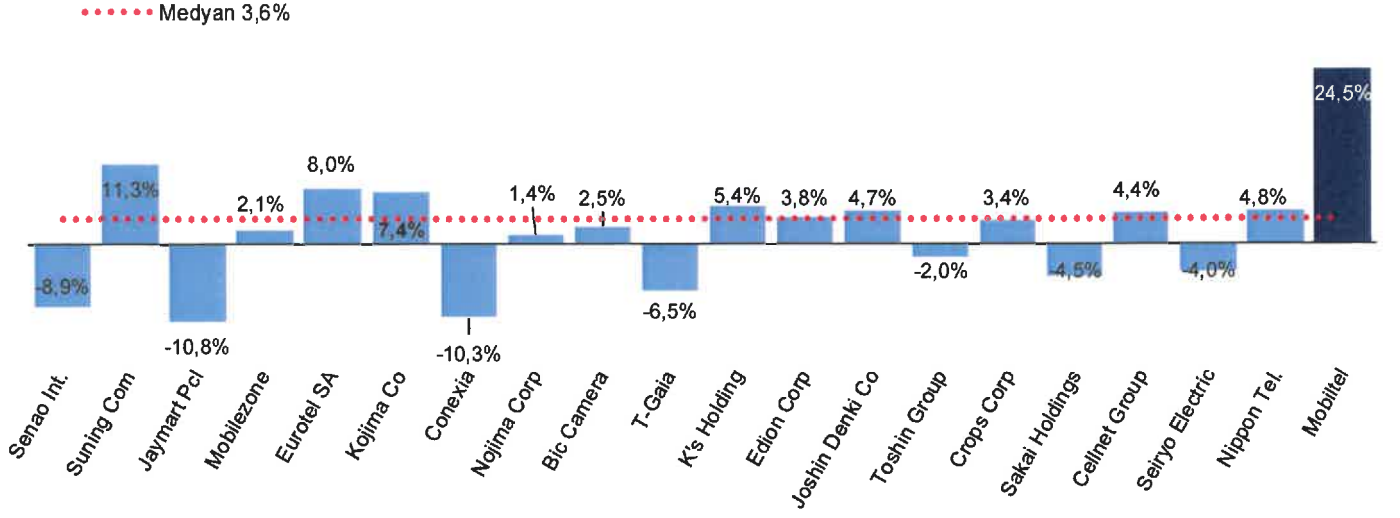
## Yurtdışı Benzer Şirketler EBITDA Büyümesi YBBO (2018-2021/06 4Ç)



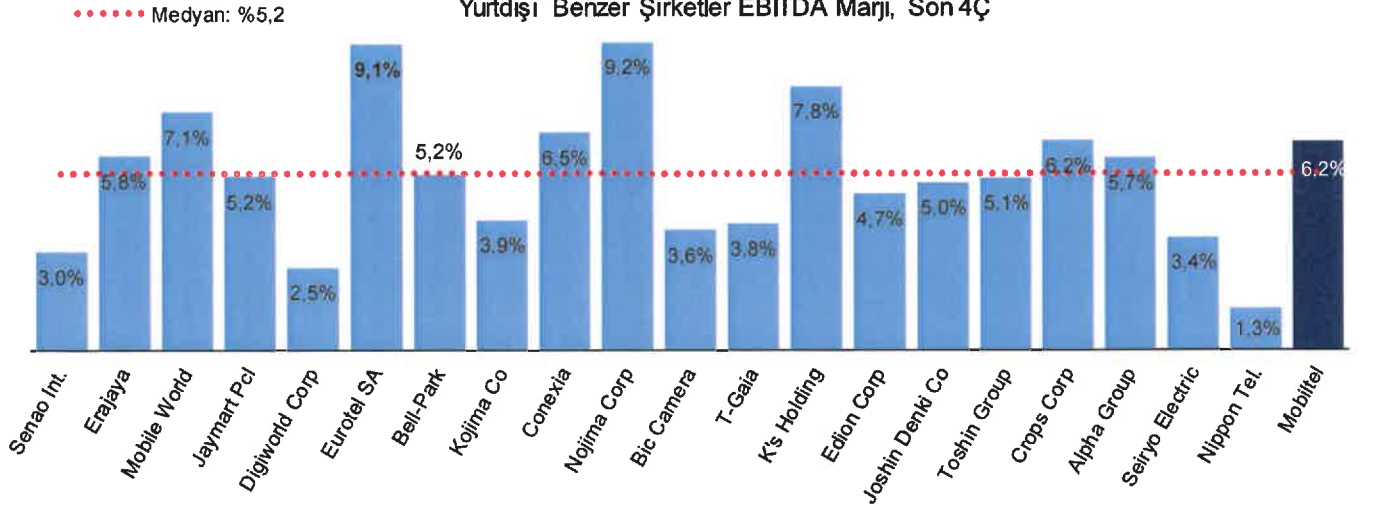
## Yurtdışı Benzer Şirketler EV/Satışlar Çarpanları



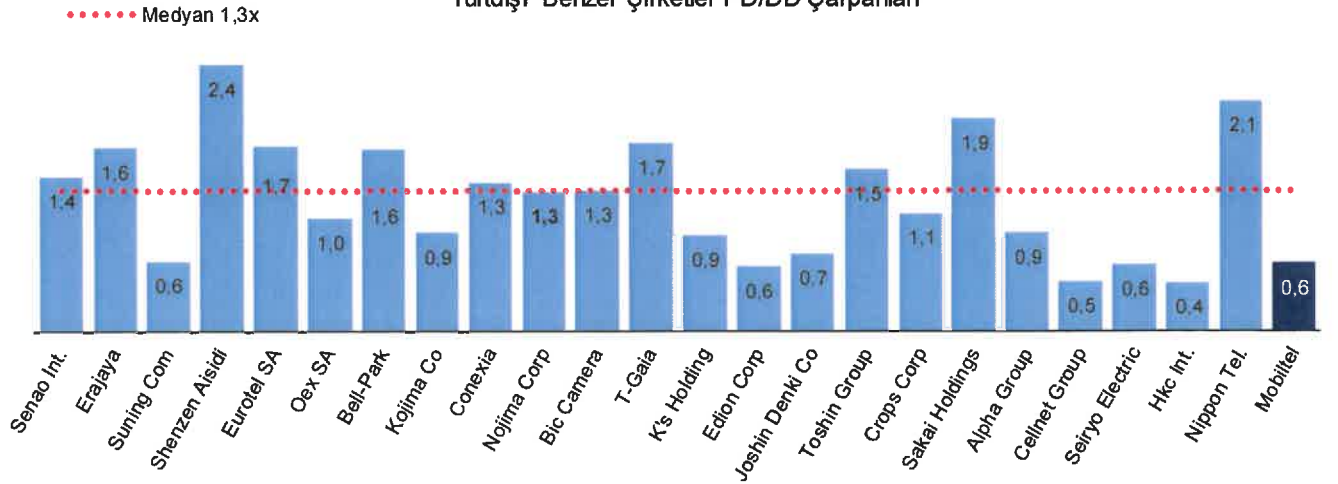
Yurtdışı Benzer Şirketler Satış Büyümesi YBBO (2018-2021/06 4Ç)



Yurtdışı Benzer Şirketler EBITDA Marjı, Son 4Ç



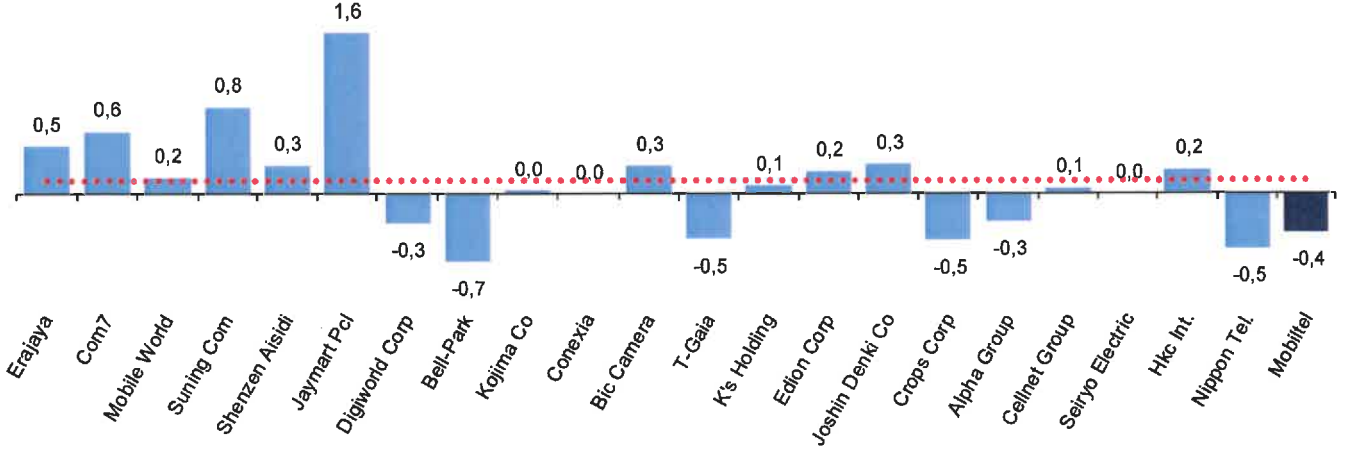
Yurtdışı Benzer Şirketler PD/DD Çarpanları





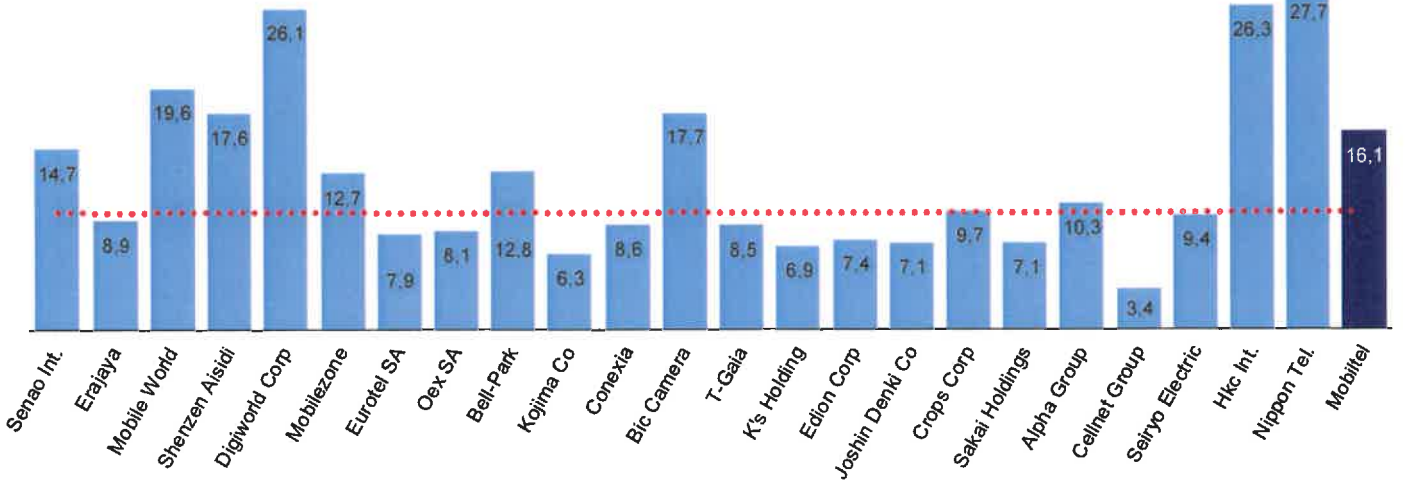
## Yurtdışı Benzer Şirketler Net Borç/Özkaynak

Medyan: 0,1



## Yurtdışı Benzer Şirketler F/K Çarpanları

Medyan 9,5x

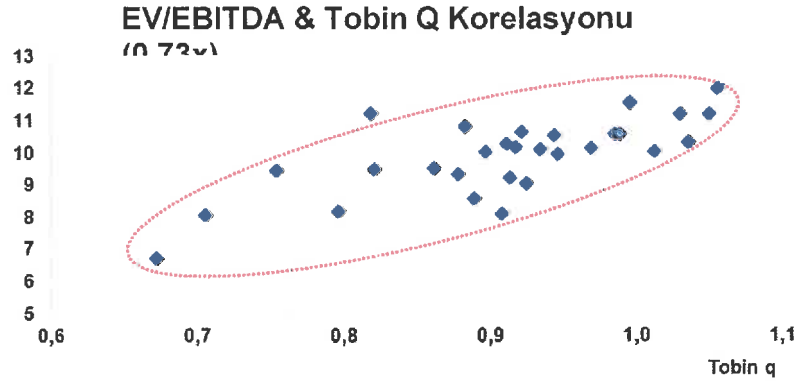


## Çarpanların Dinamiği

**Barnes denklemine göre Mobitel Yıldız Pazar şirketlerinden (-) 0,4x, BIST Teknoloji şirketlerinden (-) 0,7x, Yurtiçi Benzer şirketlerden (-) 0,3x kadar daha düşük EV/EBITDA çarpanı ile işlem görmelidir**

**Barnes denklemi.** Çarpan metodunda Mobitel'e benzer kıyaslanabilir şirketlerin çarpanları oldukça önem kazanmaktadır. Uluslararası benzer şirketler Mobitel ile benzer faaliyet alanında yer alsa da her şirketin kendine has dinamikleri bulunmaktadır. Bu yüzden Şirket'in kendi dinamikleri ile piyasada Şirket için oluşabilecek hedef çarpanın belirlenmesine yönelik bir çalışma yapılması önem kazanmaktadır. 2001 yılında Ronnie Barnes tarafından yapılmış çalışmanın temel varsayımlarının Türk piyasası için de geçerli olacağı varsayılmıştır. Ronnie Barnes "Karlılık Oynaklığı ve Piyasa Değeri" adlı makalesinde şirketlerin piyasada fiyatlanan Tobin q seviyelerinin bazı değişkenlerle ilişkili olduğunu tespit etmiştir. James Tobin tarafından geliştirilen Tobin q, şirketlerin stratejik varlıklarının fiyatlanması, aktiflerin verimliliğinin ölçülmesi, yatırım fırsatları ve borçlanma kapasitelerinin tespitinde kullanılan finans dünyasında oldukça yaygın bir rasyodur.

**7 parametre belirlenmeli.** Karlılık Oynaklığı değişkeni şirketlerin son 8 çeyrekteki yıllıklandırılmış EBITDA'larının ortalama değerlerine düşen standart sapma olarak hesaplanmıştır (Coefficient of Variation). Nakit Akışı Oynaklığı değişkeni, EBITDA-İşletme Sermayesi Değişimi olarak tanımlanmış ve oynaklığı ilk değişkendir. Metodolojiye göre hesaplanmıştır. Aktiflerin, yüksek rakamlardan oluşması nedeniyle 2020 sonu verilerinin doğal logaritması alınmış ve tüm şirketlerin "Büyük Etkisi" denklemine dahil edilmiştir. Kaldıraç değişkeni, şirketlerin 2020 sonu itibarıyla net finansal borçlarının Firma Değerlerine oranlanması ile bulunmuştur. Karlılık değişkeni, şirketlerin yılsonu verilerine göre EBITDA'larının aktiflerine oranlanması ile tespit edilmiştir. Yatırım değişkeni, şirketlerin yıl içerisindeki toplam yatırımlarının aktiflerine oranlanması ile belirlenmiştir. Satış Büyümesi değişkeni ise şirketlerin son 2 yıldaki kümülatif net satış büyümesi olarak hesaplanmış ve doğal logaritması alınmıştır. Ortaya çıkan sonuçlar piyasada karşılaştığımız verilerle oldukça uyumludur. Tobin q rasyosu, EV/EBITDA rasyosu ile ilişkilidir. Seçilmiş şirketlerin tarihi q rasyoları ile EV/EBITDA rasyolarının korelasyonuna baktığımızda yaklaşık 0,73x gibi bir rakama ulaşılmıştır. İstatistik olarak 0,5x'in üzerindeki korelasyon oldukça anlamlı kabul edilmektedir. Tespit edilen yüksek korelasyon nedeniyle denklemde q rasyosunu etkileyen tüm parametrelerin EV/EBITDA rasyosunu da benzer oranda etkileyeceği varsayılmıştır. Buna göre denklem seçilmiş BIST şirketleri ve uluslararası benzer şirketlerin ortalama verileri ile çalıştırılmış ve aynı çalışma Mobitel için de yapılmıştır.



$$q_{it} = 1,45 - 0,5\text{Karlılık Oynaklığı}_{it} - 0,21\text{Nakit Akışı Oynaklığı}_{it} + 0,06 \ln(\text{Aktif}_{it}) - 1,39\text{Kaldıraç}_{it} + 0,20\text{Karlılık}_{it} + 1,37\text{Yatırım}_{it} + 0,22 \ln(\text{Satış Büyümesi}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Kaynak: Earning Volatility and Market Valuation: An Empirical Investigation, Ronnie Barnes

## Çarpanların Dinamiği

**EBITDA rakamı ile maddi ve maddi olmayan varlıklara yapılan yatırımın tamamının Telekomünikasyon bölümünden gelmesi nedeniyle karlılık ve yatırım rasyoları bağımsız denetim raporunda yer alan bölümlere göre raporlama kısmındaki Telekomünikasyon kısmından alınmıştır.**

**Bununla birlikte Mobitel'in tespit edilen halka arz değerinin satış ve karlılık rakamlarının tamamına yakınının geldiği Telekomünikasyon'a ait bölümünün EV/EBITDA çarpanı 7,6x seviyesi ile Barnes denklemine göre olması gereken seviyenin yaklaşık %45 aşağısındadır.**

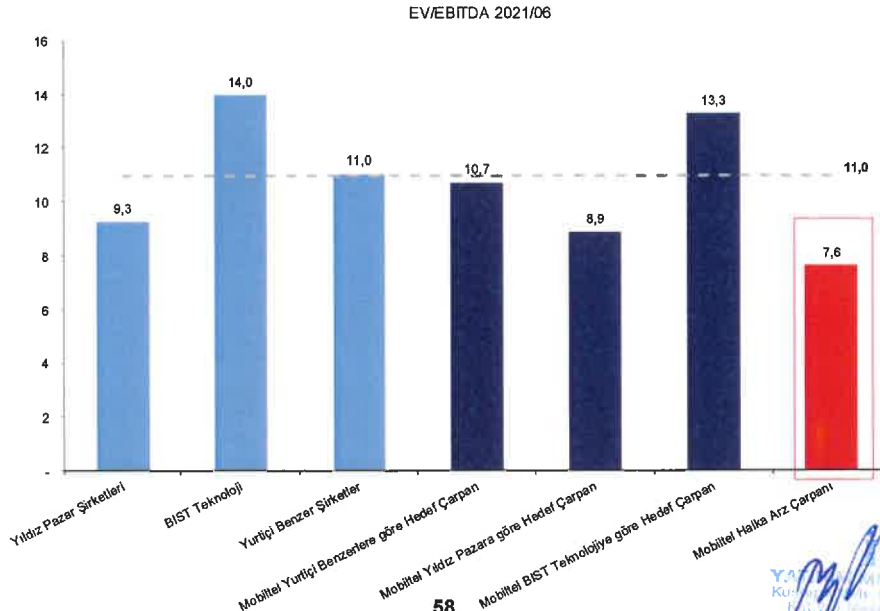
**Hedef EV/EBITDA'nın belirlenmesi.** Mobitel'in 2018-2021/06 arasındaki yıllara ait mali tablolarında yer alan EBITDA, işletme sermayesi ihtiyacı ve aktif tutarları kullanılarak Karlılık Oynaklığı ve Nakit Akışı Oynaklığı verileri hesaplanmıştır. Şirket'in 2021/06 dönemi sonu itibarı ile karlılık rakamları ile yatırım oranları tespit edilirken EBITDA tutarları, aktif büyüklük ve maddi olan ve olmayan duran varlık kalemleri kullanılmaktadır. 2021/06 sonu itibarı ile 2021/06 bilançolarındaki Telekomünikasyon kısmına ait kalemlerden tespit edilen net borç ve telekomünikasyon kısmına ait gösterge firma değerine bölünerek kaldıraç oranları belirlenmiştir. Satış büyümesi 2021/06 yılı satış rakamının 2018 yılı satış rakamına bölünmesi ve sonrasında doğal logaritmasının hesaplanması ile tespit edilmiştir. Yatırım harcamaları ise maddi ve maddi olmayan duran varlıklardaki değişime ayrılan amortismanlar eklenerek hesaplanmıştır.

**Mobitel'in halka arz EV/EBITDA çarpanı Barnes denklemine göre %45 iskontolu.** Mobitel, karlılık oynaklığı nakit akışı oynaklığı anlamında karşılaştırılan tüm şirket gruplarından daha iyi seviyededir. Karlılık rasyosunda yıldız pazar şirketleri ile aynı seviyede diğer şirket gruplarından ise daha olumlu bir görünüme sahiptir. Bununla birlikte sektörü gereği yatırım ihtiyacı az olan Mobitel yatırım oranları anlamında yıldız Pazar ve teknoloji endeksindeki şirketlere nazaran oldukça düşük yatırım gereksinimlerine sahipken yurtiçi benzer şirketler ile benzer yatırım oranına sahiptir. Satış büyümesi ise yıldız pazar ve teknoloji şirketlerinden daha yüksek iken yurtiçi benzerlerine göre daha aşağı seviyededir. FAVÖK marjı anlamında ise yurtiçi benzer şirketlerin sahip oldukları ortanca FAVÖK marjından daha yüksek FAVÖK Marjına sahip olan şirket değişkenlerin çoğunda diğer şirket gruplarına nazaran daha iyi performans göstermesine rağmen denkleme katsayısı en fazla olan kaldıraç oranı anlamında daha olumsuz bir seviyede yer alması nedeni ile Mobitel'in EV/EBITDA çarpanı Barnes'ın denklemine göre yıldız Pazar, teknoloji ve benzer şirketlere nazaran sırası ile (-) 0.1x, (-) 0.4x ve (-) 0.1x daha aşağı seviyede yer almalıdır.

Çarpanların Dinamiği								
Değişkenler	Yıldız Pazar Şirketleri Ort	BIST Teknoloji	Yurtiçi Benzer Şirketler	Mobitel	Mobitel-Yıldız Pazar Şirketleri Farkı	Mobitel-BIST Teknoloji Şirketleri Farkı	Mobitel-Yurtiçi Benzer Şirketler Farkı	Nihai EV/EBITDA Farkı
Karlılık Oynaklığı	33,7%	34,0%	43,6%	26,1%	-7,6%	-7,8%	-17,5%	
Nakit Akışı Oynaklığı	56,1%	34,0%	85,5%	26,1%	-29,9%	-7,8%	-59,3%	
In(Aktif)	9,6	8,4	9,0	9,4	-0,17	1,00	0,37	
Kaldıraç	25,8%	3,5%	26,0%	55,6%	29,8%	52,1%	29,5%	
Karlılık	16,7%	14,7%	10,1%	7,7%	-9,0%	-7,0%	-2,4%	
Yatırım*	8,5%	6,6%	0,5%	0,5%	-8,0%	-8,1%	0,0%	
Satış Büyümesi**	-0,58	-0,35	0,36	-0,31	27,2%	4,3%	-66,9%	
<b>Nihai EV/EBITDA Farkı</b>					<b>(0,4)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,3)</b>	

\*Yatırım harcamaları maddi ve maddi olmayan duran varlık değişimlerine amortismanlar eklenerek hesaplanmıştır.

\*\*2018-2021/06 arası satış büyüme baz alınmıştır



## Sektör

**Küresel çaptaki dijitalleşme trendi ve pandemi ile uzaktan çalışma sisteminin devreye girmesi ile sektörün talep kanadı güçlü**

**İnternet penetrasyon oranı Avrupa ortalamasının altında**

**Demografik yapı ve düşük penetrasyon oranının etkisi ile daralmaya dirençli pazar yapısı**

**Artan dijitalleşme ve uzaktan çalışma sistemi sektörü destekliyor.** Günümüzde, gelişime en açık sektörlerin başında gelen telekomünikasyon sektörü, dünya nüfusundaki artış, küresel çaptaki dijitalleşme trendi, giderek artan şehirleşme, hane halkı ve piyasa yapıcılarının akışkan bilgiye olan talebinin artması telekomünikasyon sektörünün talep kanadını güçlendirmeye devam ediyor. Covid-19 süreci ile birlikte hayatımıza giren uzaktan çalışma sistemi ve sanal ortamlarda gerçekleştirilen eğitim ve toplantılara olan talebin artması, altyapı ve kesintisiz hizmet ihtiyacını da beraberinde getirdi. Pandemi sürecinde karantina uygulamaları akabinde veri trafiğinde %75'e varan ciddi artışlar gözlemlendi. Pandemi sürecinde birçok sektör sekteye uğrasa da iletişim teknolojilerinin stratejik önemi gittikçe artmaktadır.

**İnternet kullanımı ile cep telefonu talebi korole.** International Telecom Union (ITU) verilerine göre, 2019 yılında sabit telefon aboneliği pazarındaki daralmayı mobil hat, mobil ve sabit genişbant internet aboneliği gibi alanlardaki büyüme ikame etmektedir. 2019 yılında 100 kişiye düşen mobil hat sayısı 108'e ulaşırken, mobil genişbant internet kullanıcıları için bu rakam 83 olarak gerçekleşti. KPMG'nin derlediği verilere göre 2010-2019 yılları arasında mobil hat aboneliğinde %41,1, internet kullanan kişi sayısında %83,1, mobil genişbant internet aboneliğinde %619,1, sabit genişbant internet aboneliğinde %95,5 oranında artış olurken sabit telefon aboneliğinde %31,9 gerileme görülmüştür. 2019 sonunda 4 milyar kişi internet kullanmakla birlikte bu sayı, dünya nüfusunun %51'i civarında bir orana tekabül etmektedir.

**Mobil telefon kullanımındaki büyüme nüfustan yüksek.** 2021 yılı Ocak ayı itibarıyla dünya üzerindeki 7,83 milyar insanın %66,7'sinin kendine ait bir mobil telefonu bulunuyorken toplam nüfusun %59,5'i, 5,22 milyar insan aktif internet kullanıcısı olarak istatistiklere dâhil olmuştur. Toplam nüfus içinde aktif sosyal medya kullanıcılarının oranı ise %53,6, 4,2 milyar kişidir. Bu verilere büyüme perspektifinden baktığımızda dünya nüfusu yıllık %1 oranında artarken mobil telefon kullanıcıları %1,8, internet kullanıcıları %7,3, aktif sosyal medya kullanımında ise %13 oranında yıllık büyüme gerçekleşmiştir. Özetle, mobil telefon kullanıcıları, toplam nüfusun büyüme hızından 1,8 kat, aktif sosyal medya kullanımı ise 13 kat fazla bir büyüme gerçekleştirmiştir.

**Türkiye'de internet penetrasyonu Avrupa ortalamasının altında.** Türkiye'de mobil telefon pazarı 1994 senesinde 2 cep telefonu şebekesi ile hayata geçirilmiştir. Pazar aradan geçen 27 yıl içerisinde gerek ülkemizde gerek bütün dünyada ekonominin en önemli parçalarından biri haline gelmiştir. Mobil telefonlara olan talep sözlü iletişim kurma ihtiyacına ek olarak görüntülü konuşma ve her yerde internet erişimine imkan vermesi sebebiyle sürekli olarak artmaktadır. Avrupa'da 2020 yılı internet kullanıcı sayısı ile 2021'de tahminlenen toplam nüfus verilerinden hesaplanarak oluşturulan penetrasyon verilerine baktığımızda ilk sırayı %99 gibi yüksek bir orana İzlanda alırken ikinci ve üçüncü sırayı Norveç ve Lihtenştayn almıştır. Toplam Avrupa ortalaması %87,7 olarak hesaplanırken Türkiye, %83,3 ile Avrupa ortalamasının altında kalmış ve 33. Sırada yer almıştır.

**Mobil kullanım süresinde Türkiye Avrupa'da Lider.** BTK verilerine göre 2021 yılı ikinci çeyreğinde 577 dakika olan ortalama aylık mobil kullanım süresi ile Türkiye, yer verilen Avrupa ülkelerine kıyasla mobil telefonla en fazla görüşme yapan ülke olmuştur. Mobil telefon kullanım seviyesinin ölçümünde yaygın olarak kullanılan bir göstergesi olan MoU, bir abonenin aylık ortalama konuşma süresi olarak tanımlanmaktadır. Haziran 2021 itibarıyla Turkcell'in MoU değeri 627 dakika, Vodafone'un 576 dakika ve TT Mobil'in ise 558 dakika olarak gerçekleşmiştir.

**Dünya pazarı daralırken Türkiye stabil.** Covid-19 salgını ile geçen 2020 yılında dünya genelinde akıllı telefon pazarı %10 daraldı. 2019 yılında 1 milyar 479 milyon adet olan küresel akıllı telefon sevkiyatları 2020 yılında 147 milyonluk azalışla 1 milyar 332 milyon adede geriledi. Bununla birlikte Türkiye'deki mobil telefon satışları 2020 yılında gerçekleşen telefon satışı hemen hemen aynı seviyede gerçekleşti. Taksit kısıtlamaları ve artan kura rağmen mobil telefon satışlarında 2020 yılında daralma yaşanmaması en önemli sebepleri Türkiye'nin demografik yapısı ve internet kullanımındaki düşük penetrasyon oranı olarak görülmektedir.



## Sektör

**5G teknolojisi ile artan internet bağlantı hızı önümüzdeki yıllarda sektör için önemli bir potansiyel**

**Taksit sınırlaması ve kur şokuna rağmen sektör, dünya pazarlarında daralma yaşanmasına rağmen stabil**

**Telefon değiştirme süresinin 2018 ve öncesi sürelerle dönmesi ile pazarın önemli oranda büyümesi beklenmektedir**

**Mobil telefon kullanım oranı %108,5.** Sektörün düzenleyicisi konumundaki Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu (BTK), sektörel gelişmeleri 3'er aylık periyotlar halinde internet sayfalarından kamuya açık şekilde yayınlamaktadır. BTK'nın 2021 Mart sonu raporuna göre, Türkiye'de aktif mobil telefon sayısı 77.000.000 düzeyine gelmiştir. Bu rakam ise 9 yaş üstü nüfus içerisinde %108,5 kullanım oranına denk gelmektedir.

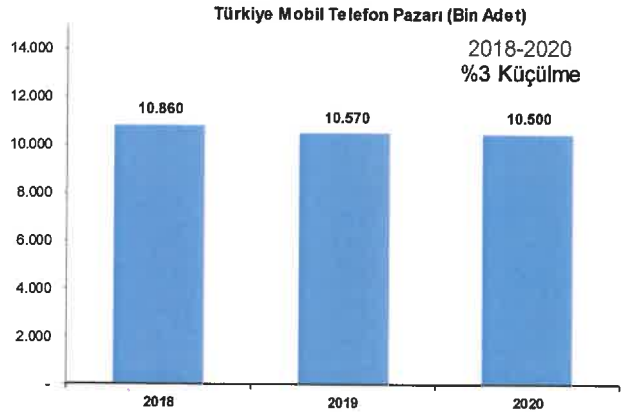
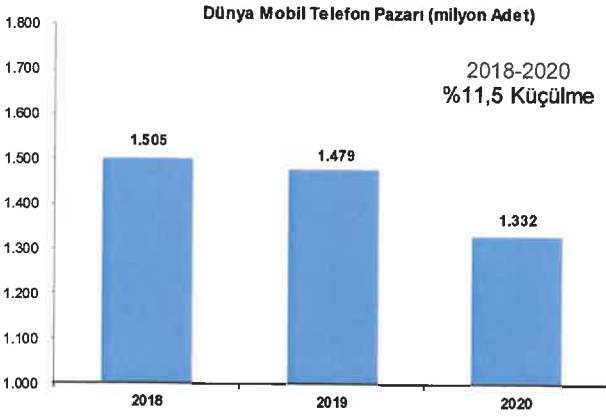
**5G Telekomünikasyon sektörü için önemli bir potansiyel.** 2011 yılında 3G teknolojisinin ve 2016 yılında da 4.5G teknolojisinin Türkiye'de kullanıma girmesi ile kademeli olarak artan mobil internet hızı ve bant genişliği, mobil internet kullanımının gelişmesindeki en önemli etkenlerdir. İfade edilen teknolojilerin gelişmesinin de etkisi ile 2009 yılında 13,9 milyar TL olan mobil hizmetlerden elde edilen gelir 2020 yılında 43 milyar TL'ye yükselmiştir. İfade edilen rakamlar % 11 YBBO'ya işaret ederken 2016-2020 arasındaki YBBO ise %13'dür. Taksit kısıtlamaları ve artan kuru gibi olumsuz faktörlerinde 2009-2016 dönemine göre daha fazla olduğu sektörde 2016-2020 arası dönemdeki büyüme 4,5G'nin etkisini yansıtmaktadır. İfade edilen olumsuzlukların olmaması durumunda büyümenin çok daha hızlı gerçekleşmesi beklenmektedir.

**Taksit kısıtlaması ve kur şokuna rağmen pazarda yatay seyir.** 2018 – 2020 döneminde döviz kurlarındaki yükseliş nedeni ile yaşanan fiyat artışları, taksit sayısındaki kısıtlamalar ve 2020 yılında yaşanan Covid-19 salgınının etkilerine rağmen, mobil telefon pazarında satılan yeni ürün sayısında önemli bir düşüş meydana gelmemiş ve pazar adet bazında son 3 sene boyunca yatay bir seyir izlemiştir. Pazardaki yıllık ciro ise çoğunlukla ithal edilen telefonların fiyatlarının döviz kuru nedeniyle yükselmesi sonucunda %39 oranında artış göstermiştir.

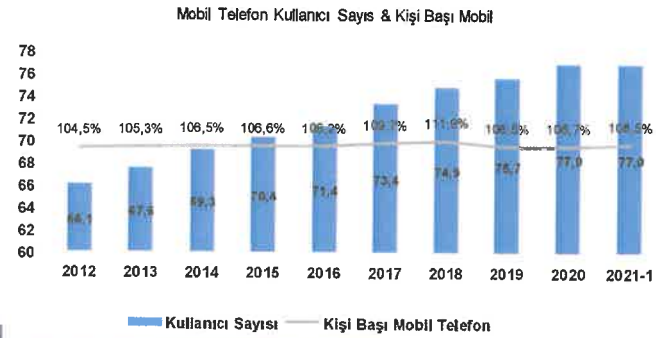
**2018 sonrası telefon değiştirme süresi ortalamaların üzerinde.** Pazar, son yıllarda yaşanan önemli zorlayıcı gelişmelere rağmen, halen önemli bir büyüklüğe sahiptir. İlk defa cep telefonu alacak insanlar hiç hesaba katılmasa dahi, Türkiye'de ortalama cep telefonu değiştirme süresi 7,3 yıl düzeyine çıkmış durumdadır. Bu süre 2018 öncesindeki 4-5 yıl arasındaki değere göre çok yükselmiştir. Her yıl ilk defa telefon alan yaklaşık 1.000.000 kişi de hesaba katılınca, ortalama telefon değiştirme süresinin 8 yılın üzerinde olduğu anlaşılmaktadır. Ortalama telefon kullanım süresinin 2018 öncesi 4-5 yıl seviyelerinden 8 yılın üzerine çıkmasının sebebi sektörde devreye giren kredi kartına taksit yasağı uygulaması, telekomünikasyon operatörlerinin kampanyalarında 3.500 TL altındaki cihazlara maksimum 12 taksit sınırlamasının getirilmesi, 200 ABD Doları gümrük değeri altındaki cihazlara gözetim belgesi uygulanmasına başlanması gibi etkenler olarak görülmekte ve ifade edilen geçici faktörlerin yerini 2018 öncesi koşullara bırakması ile mobil telefonlara olan talebi önemli oranda artırması beklenmektedir. 5G teknolojisinin devreye girmesi telefon kullanım süresinin kısalmasını ve mobil telefonlara olan talebi daha erkene çekmesi beklenmektedir.

**Kurulacak yeni cep telefonu fabrikaları ile maliyetlerde azalma kaçınılmaz.** 2020 Mayıs ayında getirilen gözetim belgesi uygulaması sonrasında Türkiye'de kurulan 6 yeni cep telefonu fabrikasının 2021 yılı içerisinde faaliyete geçmesi ve COVID-19 salgınının etkilerinin azalması ile birlikte, 2021 ikinci yarısından itibaren pazarda yeniden büyüme trendine dönüş beklenmektedir. İzahnamenin yazıldığı tarih itibarı ile netleşen Temmuz ve Ağustos verilerine göre, beklenen büyüme trendinin bu 2 ayda hayata geçtiği görülmektedir (GfK).

**Son üç yılda Pazar payında %50 artış.** GfK verileri karşılaştırıldığında, MobilTel İletişim'in 2018 yılında Türkiye'de satılan mobil telefonlarda adet bazında %3,8 pazar payı varken, bu oranın 2021 yarıyılında %5,8 oranına yükseldiği görülmektedir. Sektörün aylık ortalama cirosunun %42 oranında arttığı 2018-2021 Haziran döneminde, MobilTel İletişim aylık ortalama telefon satış cirosu ise %75 artarak, sektörün üstünde büyümeyi başararak %3,5 pazar payına ulaşmıştır. Kısacası, MobilTel İletişim son 3 yılda hem adet hem de ciro bazında pazardan daha fazla pay alarak konumunu daha da güçlendirmiştir.

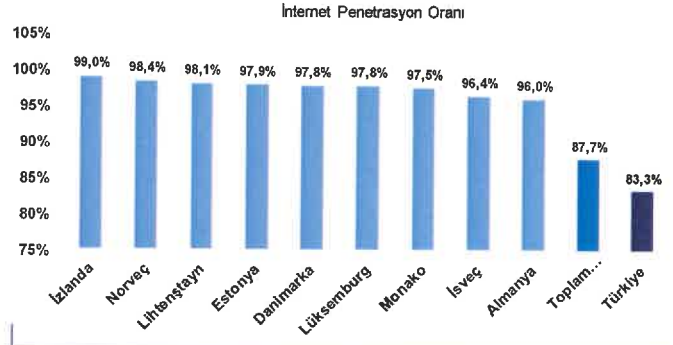


9 yaş üstü nüfus arasında kişi başı mobil telefon sayısı 1,08 adet...

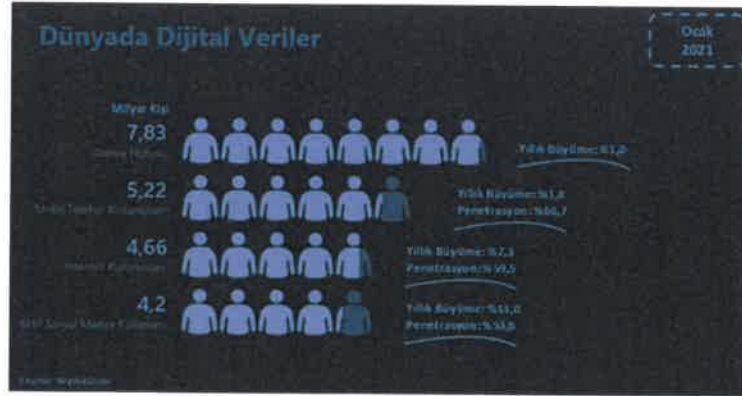


Kaynak: Şirket Tahminleri

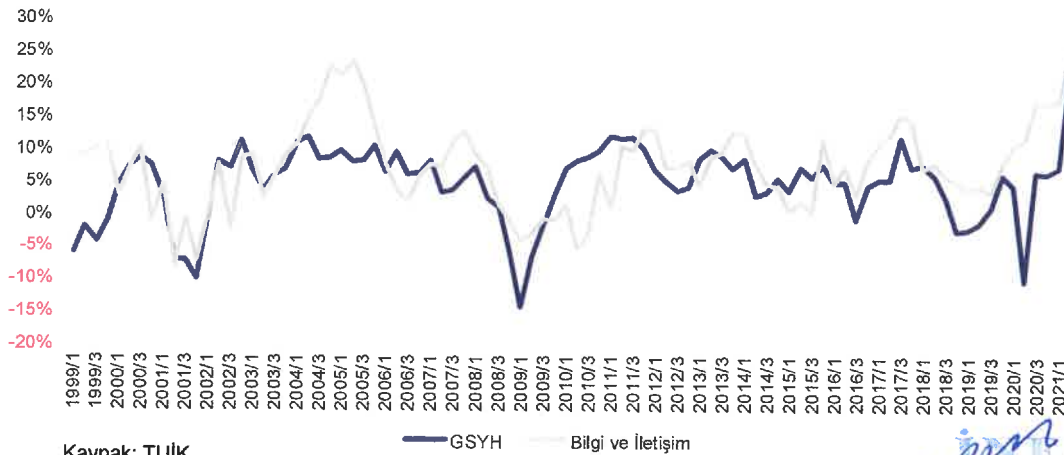
İnternet penetrasyonu oranlarında Türkiye Avrupa ortalamasının altında...



Kaynak: İnternet World Stats



Çeyrek Dönemlik Büyüme Hızları



Kaynak: TÜİK

**EK- 1**

**Telekomünikasyon kısmının firma ve piyasa değerinin tespiti için GYO kısmının net borcu gerekli**

**GYO kısmının net borcu tarafımıza gönderilen solo bilançolardan hesaplanmıştır.**

**Net kar'da yatırım amaçlı gayrimenkul değer artış karı elemine edildi.**

**Telekomünikasyon kısmının halka arz çarpanlarının tespiti.** Tespit edilen konsolide halka arz piyasa değeri hem telekomünikasyon kısmının piyasa değerini hem de gayrimenkul kısmının piyasa değerini kapsamaktadır. Halka arz piyasa değerinin Telekomünikasyon kısmı için denk geldiği EV/EBITDA, EV/Satışlar, PD/DD ve F/K çarpanlarının hesaplanabilmesi için konsolide halka arz piyasa değerine karşılık gelen telekomünikasyon firma değeri ile telekomünikasyon piyasa değerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Aşağıda yer alan formüllerde Telekomünikasyon Firma Değeri ile Telekomünikasyon Piyasa Değeri'nin nasıl tespit edileceği ve hangi formüllerin kullanılacağı gösterilmektedir.

**1) Konsolide Piyasa Değeri** = Telekomünikasyon Firma Değeri - Konsolide Net Borç;

**2) Konsolide Net Borç** = Telekomünikasyon Net Borç - %40 İskontolu Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değeri + GYO Kısmının Net Borcu

**3) Telekomünikasyon Net Borç** = Konsolide Net Borç + %40 İskontolu Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değeri - GYO Kısmının Net Borcu

**4) Konsolide Piyasa Değeri** = (Telekomünikasyon Firma Değeri - Telekomünikasyon Net Borç + %40 İskontolu Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değeri - GYO Kısmının Net Borcu)

**5) Telekomünikasyon Firma Değeri** = Konsolide Piyasa Değeri + Telekomünikasyon Net Borç - %40 İskontolu Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değeri + GYO Kısmının Net Borcu

**6) Telekomünikasyon Piyasa Değeri** = Telekomünikasyon Firma Değeri - Telekomünikasyon Net Borcu

Yukarıda ifade edilen formüllere göre Telekomünikasyon Firma Değeri ile Telekomünikasyon Piyasa Değeri'nin ve buna bağlı olarak Telekomünikasyon halka arz çarpanlarının hesaplanabilmesi için GYO kısmının net borcu hariç diğer tüm kalemler bağımsız denetim raporundan temin edilebilmektedir. GYO Kısmının net borcu ise Şirket tarafından iletilen doğrudan ve dolaylı bağlı ortaklıkları olan Mobilte Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş ile Bishkek Park LLC'nin solo bilançolarından hesaplanmıştır. Aşağıda Telekomünikasyon kısmının firma ve piyasa değeri ile söz konusu değerlere denk gelen piyasa çarpanlarının hesaplanışını ve kullanılan kalemlerinin değerini görebilirsiniz.

Finansal Kalemler	TL Tutarları
Konsolide Piyasa Değeri	1.355.200.000
Konsolide Net Borç	-392.514.710
Yatırım amaçlı Hariç GYO Kısmı Net Borcu	223.982.848
%40 İskontolu Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Kayıtlı Değeri	1.008.930.000
Telekomünikasyon 2021/06 4Ç EBITDA	126.149.957
Telekomünikasyon 2021/06 4Ç Satışlar	2.037.922.584
Telekomünikasyon 2021/06 4Ç Net Kar	35.499.525
Telekomünikasyon 2021/06 Özkaynaklar	1.006.665.455

**Yatırım amaçlı gayrimenkul değer artış karı ve vergi etkisi net kardan arındırılmıştır.**

**EK- 1**

**Telekomünikasyon net borç hesabı.** Telekomünikasyon kısmının firma ve piyasa değerinin hesaplanabilmesi için ilk adımda telekomünikasyon kısmının net borcunun hesaplanması gerekmektedir. Aşağıda telekomünikasyon net borcunun hesaplanması gösterilmektedir.

**Telekomünikasyon kısmının net borcu 392,4 mn TL**

- **Konsolide Net Borç** = Telekomünikasyon Net Borç - %40 İskontolu Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değeri + GYO Kısımının Net Borcu

- **Telekomünikasyon Net Borç** = Konsolide Net Borç + %40 İskontolu Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değeri - GYO Kısımının Net Borcu

Yukarıdaki formüle göre telekomünikasyon kısmının net borcu **392.432.442 TL** olarak tespit edilmiştir.

**Telekomünikasyon firma değeri hesaplanması.** İkinci adımda Telekomünikasyon kısmının firma değeri aşağıdaki formüle göre hesaplanacaktır.

**Telekomünikasyon firma değeri 963 mn TL**

- **Telekomünikasyon Firma Değeri** = Konsolide Piyasa Değeri + Telekomünikasyon Net Borç - %40 İskontolu Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değeri + GYO Kısımının Net Borcu

Yukarıdaki formüle göre telekomünikasyon firma değeri **962.685.290 TL** olarak tespit edilmiştir.

**Telekomünikasyon piyasa değeri hesaplanması.** Üçüncü adımda Telekomünikasyon kısmının piyasa değeri aşağıdaki formüle göre hesaplanacaktır

**Telekomünikasyon halka arz EV/EBITDA ve EV/Satışlar çarpanları sırası ile 7,6x ve 0,5x**

- **Telekomünikasyon Piyasa Değeri** = Telekomünikasyon Firma Değeri - Telekomünikasyon Net Borcu

Yukarıdaki formüle göre telekomünikasyon piyasa değeri **570.252.848 TL** olarak tespit edilmiştir.

**Telekomünikasyon halka arz EV/EBITDA çarpanı 7,6x.** Yukarıda yer alan hesaplama detaylarında da görüleceği üzere halka arz piyasa değerinin denk geldiği telekomünikasyon firma değeri ve piyasa değeri sırası ile **962.685.290 TL** ile **570.252.848 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu firma ve piyasa değerinin denk geldiği telekomünikasyon halka arz çarpanları aşağıda yer almaktadır.

Çarpanlar	Çarpan Seviyesi
2021/06 4Ç Telekomünikasyon EV/EBITDA	7,63x
2021T EV/EBITDA Telekomünikasyon EV/EBITDA	7,58x
2021/06 4Ç Telekomünikasyon EV/Satışlar	0,47x
2021T Telekomünikasyon EV/Satışlar	0,44x
2021/06 4Ç Telekomünikasyon F/K	16,06x
2021/06 Telekomünikasyon PD/DD	0,57x



**EK- 2**

**Mobitel'in TTKOM bayilerinden kaynaklı ticari alacakları 15 gün içinde TTKOM kredisi ile kapatılmakta**

**Telekom kredileri telekom alacakları temlik olarak verilerek çekilmekte**

**Kredi ile ilgili tüm yükümlülükler TTKOM'a ait**

**TTKOM alacakları.** Şirket'in pasiflerinde yer alan ve Türk Telekom'dan kaynaklı ticari alacakların temlik verilmesi ile kullanılan krediler ile ilgili faiz ve anapara ödemeleri vadelerinde Mobitel'in banka hesaplarına Türk Telekom tarafından gönderilerek kapatılmaktadır. Diğer bir ifade ile temlikli krediler, Türk Telekom garantörlüğünde alınan ve yine nihayetinde Türk Telekom tarafından ödenen kredilerdir. Türk Telekom, bu kredilendirme işlemi operasyonel olarak kendi bünyesinde yapmak yerine distribütör olan Mobitel bünyesinde gerçekleştirmektedir. Mobitel'in aktif ve pasifinde aynı tutarda varlık ve yükümlülük söz konusu olmaktadır. Bu nedenle söz konusu krediler net borç hesaplamasında dikkate alınmamış ve ticari alacak gün süresi de alacağın oluşmasının sonrasındaki 15 gün içinde aslında kredi çekilerek bir nevi ödendiği için 15 gün olarak kabul edilmiştir. İlgili konuyla alakalı Şirket'in beyanı aşağıda yer almaktadır.

**Şirket beyanı.** "Mobitel, Türk Telekom bayilerine akıllı telefon, tablet, aksesuar, notebook ve eko sistem gibi ürünleri fatura karşılığı satılmaktadır. Mobitel tarafından yapılan bu satışlardan dolayı Türk Telekom bayilerinden alacak oluşmaktadır. Türk Telekom bayileri ise tüketiciye satışlarını ya nakit, kredi kartı veya banka havalesi ya da kontratlı (taahhütlü) satış yoluyla yapmaktadırlar. Temlikli krediler, kontratlı satışlarda devreye girmektedir. Temlikli krediler, Türk Telekom'un garantörlüğünde bankalardan kullanılan krediler olup, bu yapıda, bayiler üzerinden yapılan kontratlı satışlar karşılığı bayiden olan Mobitel alacağının Türk Telekom garantörlüğünde kredi kullanılarak tahsil edilmesi söz konusu olmaktadır. Şöyle ki; Türk Telekom bayileri, tüketicilere kontratlı satış yaptıklarında, ürünün satış fiyatı Mobitel'in bayiye satış fiyatı (Diyelim ki 1.000 TL) üzerinden değil, Türk Telekom'un taahhütlü kampanya fiyatından (Örneğin taksitle 1.500 TL) tüketiciye fatura edilmektedir. Bu durumda, Mobitel satış fiyatı ile kontratlı satış fiyatı arasındaki fark (Örneğimize göre 500 TL) için Mobitel tarafından temlik fiyat farkı adıyla bayiye ek fatura kesilmektedir. Böylece Türk Telekom'un tüketiciden alacağı (1.500 TL) ile Mobitel'in Türk Telekom'dan yeni alacağı (1.500 TL) eşit olmaktadır. Türk Telekom kontratlı satıştan 15 gün sonra devreye girerek, kendi garantörlüğünde anlaştığı bir banka ile Mobitel'e ilk satış bedeli kadar (yani örneğimize 1.000 TL) kredi kullandırmaktadır. Kredilerin vade ve oranı ile ilgili tüm detaylar Türk Telekom tarafından bankalarla görüşülerek yönetilmektedir. Türk Telekom ayrıca, temlik fiyat farkı (500 TL) ile kredi faizi (diyelim ki 200 TL) arasındaki farkı (300 TL) Türk Telekom reklam katılım payı olarak Mobitel'e fatura etmektedir. Böylece, Mobitel'in aktifinde Türk Telekom alacağı (1.200 TL) ve pasifinde kredi yükümlülüğü (1.000 TL anapara ve 200 TL faiz tahakkuku olmak üzere 1.200 TL) eşit olmaktadır. Türk Telekom tarafından ilgili kredi vadelerinde anapara ve faiz olarak direkt olarak Mobitel'in banka hesaplarına gönderilerek kapatılmaktadır. Görüldüğü üzere, temlikli krediler, Türk Telekom garantörlüğünde alınan ve yine nihayetinde Türk Telekom tarafından ödenen kredilerdir. Türk Telekom, bu kredilendirme işlemi operasyonel olarak kendi bünyesinde yapmak yerine distribütör olan Şirketimiz bünyesinde gerçekleştirmektedir. Şirketimizin aktif ve pasifinde aynı tutarda varlık ve yükümlülük söz konusu olmaktadır."

2.11.2021  
Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Bülent KIRIMLI  
Yönetim Kurulu Üyesi

Hüseyin GÜLER  
Genel Müdür Yardımcısı

**INFO**  
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Kusadulu Mah. Mecidiyeköy Yolu No:14  
Kat:9 Mecidiyeköy - Şişli / İSTANBUL  
Tic. Sic. No: 271123/09000000 Fax: 0212 319 26 28  
E-Posta: info@infoyati.com.tr