

E-DATA TEKNOLOJİ PAZARLAMA A.Ş.


FİYAT TESPİT RAPORU



**Meydan Sok. No:1 Kat:2 D: 5-6 34398 Maslak,
Beşiktaş/İstanbul
www.a1capital.com.tr**

28.04.2021

**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Meydan Sok. Beybi Göl Plaza
No:1 K:2 D: 5-6 Maslak-Sarıyer-İSTANBUL
Maslak V.D. No: 04 352 Tic. Sic. No: 272189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 03880040002100015



KISALTMALAR

Kısaltma	Tanım
A1 Capital	A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Aracı Kurum
A.Ş.	Anonim Şirketi
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AOSM	Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti
B	Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranı
BİST, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
BT	Bilgi Teknolojileri
COVID-19	Koronavirüs Salgını
Δ	Delta, iki veri/rakam arasındaki farkı gösterir
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
FVÖK	Faiz, Vergi Öncesi Kar
F/K	Fiyat Kazanç Oranı
FD	Firma değeri
Finnet	İstanbul merkezli özel bir veri dağıtım şirketinin adı
IDC	International Data Corporation
İNA	İndirgenmiş nakit akım analizi
KKO	Kapasite Kullanım Oranları
KVKK	Kişisel Verileri Koruma Kanunu
Ltd. Şti.	Limited Şirketi
MDV	Maddi Duran Varlıklar
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
R_f	Risksiz Faiz Oranı, TRT131130T14 ISIN kodlu tahvilin bileşik faiz oranı
R_m	BIST100 Endeksinin Yıllık Ortalama Getirisi
R_e	Sermaye Maliyeti
R_p	Şirket Risk Primi
S	Net Satışlar
SMM	Satılan Malın Maliyeti
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T	Tahmin
T.C., Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TFRS 9	Türkiye Finansal Raporlama Standartları'na göre yapılan raporlama
Tic.	Ticaret
TL	Türk Lirası
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı

1. YÖNETİCİ ÖZETİ ve HALKA ARZ BİLGİLERİ

Bu rapor, E-DATA TEKNOLOJİ PAZARLAMA ANONİM ŞİRKETİ (“Şirket” ya da “E-Data”) ile A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital”) arasında 25.02.2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi ve aynı tarihli değerlendirme hizmet sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Rapor tarihi 28.04.2021 olup, değerlendirme tarihi 27.04.2021’dir.

1.1 Şirket Hakkında Özet Bilgi¹

E-Data Teknoloji Pazarlama Anonim Şirketi, bilişim teknolojileri tecrübesi olan iki ortak tarafından (Osman Sungur %65 hisse ve Tahir Fatih Mutlu % 35 hisse) Ankara Ticaret Sicili’ne 12.03.2008 tarihinde tescil edilerek E-Data Teknoloji Pazarlama Ltd. Şti. ticaret unvanı ve 500.000 TL sermaye ile kurulmuştur. Şirket, 09.11.2020 tarihinde ticaret siciline tescil edilen tür değişikliği ile anonim şirket statüsüne dönüşmüştür. Şirket’in 500.000 TL tutarındaki sermayesi, 27.000.000 TL tutarındaki kısmı 2019 yılı bilançosunda yer alan geçmiş yıl karlarından, 4.500.000 TL tutarındaki kısmı 2019 yılı hesap dönemi karından olmak üzere tamamı iç kaynaklardan karşılanmak suretiyle 32.000.000 TL’ye yükseltilmiştir.

Şirket’in fiili faaliyet konusu, distribütörlüğünü yaptığı ağ ürünleri, baskı çözümleri, siber güvenlik ürünleri, sunucu-depolama ürünleri, veri merkezi altyapı ürünleri ile diğer donanım ve yazılımların yer aldığı tüm ürünlerde lojistik ve finansal çözümlerin yanı sıra satış öncesi ve sonrası teknik eğitim, pazarlama ve iletişim gibi çeşitli alanlarda müşterilerine sürdürülebilir çözümler üretmektir.

Şirket, yurt içi ve yurt dışında faaliyet gösteren 20 üretici ve dağıtıcı firmanın Türkiye genelinde distribütörlüğünü yapmaktadır. Şirketin distribütörlüğünü ve satışını yaptığı ürünler, Alcatel-Lucent, Cososys, Exabeam, FireEye, Inspur, Kaspersky, Lexmark, Sonicwall, Tenable, Thycotic ve Vertiv marka ürünlerdir. Bu ürünler, yazıcı çeşitleri, network ürünleri, sunucu ürünleri, siber güvenlik ürünleri, depolama (storage) ürünleri, ağ ve ağ güvenliği ürünleri, antivirüs, APT Koruma, DataCenter çözümleri, disk yedekleme, baskı ve güvenli baskı çözümleri, KVKK / GDPR / ISO27001 gereklilik çözümleri, sertifikalı veri silme, sızma-zafiyet testi, sistem araçları – masaüstü çözümleri, uygulama güvenliği, veri güvenliği, yama yönetimi ve yedekleme yazılımlarından oluşmaktadır.

Şirket’in distribütörlüğünü yapmış olduğu firmalarla akdedilmiş olan sözleşmelerin süresi ağırlıklı olarak 1 yıldır. Ancak sözleşmelerin tamamı taraflardan herhangi birinin fesih talebi olmaması halinde otomatik olarak yenilenmektedir. Şirket’in en eski distribütörlük sözleşmesi Lexmark ile yapılmış olup, Lexmark ile olan distribütörlük sözleşmesi 2008 yılından beri her

¹ Kaynak: İzahname

yıl otomatik olarak yenilenmektedir. En yeni distribütörlük sözleşmesi ise 26.03.2020 tarihinde Netwrix ile yapılmış olan sözleşmedir. Bu sözleşme de 2021 yılının Mart ayında otomatik olarak uzatılmıştır. Söz konusu distribütörlük modeli Şirket'e özgü olmayıp, bilişim sektörünün genel işleyişine uygundur.

Şirket'in 32.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesi 9.600.000 TL nominal değerli 9.600.000 adet (A) grubu nama ve 22.400.000 TL nominal değerli 22.400.000 adet (B) grubu hamiline paylara ayrılmıştır. Şirket sermayesindeki 9.600.000 TL nominal değerli imtiyazlı (A) grubu payların 6.240.000 TL nominal değerli kısmı Osman SUNGUR'a, 3.360.000 TL nominal değerli kısmı Tahir Fatih MUTLU'ya, Şirket sermayesindeki 22.400.000 TL nominal değerli imtiyazsız (B) grubu payların ise 14.560.000 TL nominal değerli kısmı Osman SUNGUR'a ve 7.840.000 TL nominal değerli kısmı Tahir Fatih MUTLU'ya aittir.

Halka arz edilecek payların toplam nominal değeri 13.000.000 TL olup, halka arz sonrası çıkarılmış sermayeye (45.000.000 TL) oranı %28,89 olacaktır. Halka arz edilecek payların tamamı sermaye artırımını sonucu ihraç edilecek yeni paylardan oluşacaktır. Şirket, halka arzdan elde edeceği geliri 4 ana alanda değerlendirmeyi planlamaktadır. Bu alanlar, işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması, inorganik büyüme yatırımları, depo ve lojistik yatırımı ve reorganizasyon yatırımıdır. Halka arz gelirinin kullanımı ile ilgili daha detaylı bilgiye Şirket İzahname'sinin 28.2. nolu bölümünde yer verilmiştir.

1.2 Değerleme Çalışması Sonucu

Raporun sonunda belirtildiği üzere, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yaklaşımı altında tahmin ettiğimiz özsermaye değerine %60, kendi içinde eşit ağırlıklandırdığımız yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket çarpanları altında hesapladığımız çarpan analizine de aynı oranda %40 ağırlık vererek 250,3 milyon TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Söz konusu hedef piyasa değerini, halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değerini de 7,82 TL olarak hesaplamaktayız. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %23,30 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına 6,00 TL'lik halka arz fiyatına ulaşmaktayız.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Sk. Beybi Güz 11/39
No:1 K:2 Kat:6 Maslak-Sarıyer-İSTANBUL
Maslak / D:34398 004 3521 / T:312 270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 038800152100015

Tablo 1 (TL)	Değerleme Sonucu		
	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
1.İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	191.513.583	60%	114.908.150
2.Piyasa Çarpan Analizi	338.573.415	40%	135.429.366
	<i>Yurtiçi Benzer Firma</i>	20%	68.395.020
	<i>Yurtdışı Benzer Firma</i>	20%	67.034.346
Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri		100%	250.337.516
<i>Çıkarılmış Sermaye</i>			32.000.000
Pay Başına Değer			7,82
İskonto Oranı			23,30%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri			192.000.000
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			6,00

Kaynak :A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

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

2. RAPORUN AMACI

28.04.2021 tarihli bu rapor, 25.02.2021 tarihinde Cevizlidere Caddesi No:58/B Balgat Ankara adresinde mukim E-Data Teknoloji Pazarlama Anonim Şirketi (“E-Data”, “Şirket” veya “İhraççı”) ile Maslak Beybi Giz Plaza Meydan Sok. No:1 Kat:2 D:5-6. 34398 İstanbul adresinde mukim A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital” veya “Danışman”) arasında imzalanmış olan 25.02.2021 tarihli Halka Arz Aracılık ve Satış Sözleşmesi ile aynı tarihli Değerleme Hizmet Sözleşmesi” kapsamında E-Data paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek sermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları hakkında Tebliğ”i gereği Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

3. DEĞERLEME ÇALIŞMASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI VE ETİK İLKELER

Değerleme hizmeti ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde yerine getirilmiştir. Bu değerlendirme raporu, SPK'nın Sermaye Piyasası'nda Değerleme Standartları Hakkında Tebliğin (III-62.1) 3. Maddesinin 1. Fıkrası uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki ilkeler çerçevesinde hazırlanmış olup, Türkiye Değerleme Uzmanlar Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulmuştur.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Maslak Sk. Beybi Giz Plaza
No:1 Kat:2 D:5-6 Maslak-Şişli-İSTANBUL
Maslak No:1 Kat:2 D:5-6 Tic Sic No:270189
www.a1capital.com.tr
Tic Sic No:103890432100015

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

E-Data'nın halka arz edilecek paylarının satış fiyatının hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak A1 Capital tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Şirket ile Aracı Kurum arasında 25.02.2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Sözleşmesi ile aynı tarihli "Değerleme hizmet Sözleşmesi" kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır. Etik ilkeleri:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında doğru ve dürüst davranılmış olup çalışmalar İhraççı Şirket'e ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek aldatıcı, yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde bir reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen bir görevi kabul etmemiştir.
- Değerleme süreci gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Değerleme işi, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.
- Değerleme işi ile ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine E-Data Teknoloji Pazarlama A.Ş. tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemede kullanılan analiz verilerin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bununla birlikte, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını varsaymaktadır. Şirket ile A1 Capital arasında son 3 yıl içerisinde 25.02.2021 tarihinde

imzalanan Halka Arza Aracılık Yetki Sözleşmesi ve aynı tarihli Değerleme Hizmet Sözleşmesi dışında bir ilişki veya bağlantı yoktur.

4. SINIRLAYICI KOŞULLAR

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Raporla kullanılan bilgiler, kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır. Rapor içerisinde yer alan finansal bilgiler, halka açılma amacıyla hazırlanan özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda yer alan bilgileri içermektedir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu bilgi ve belgelerin güvenilirliği ve doğruluğu denetlenmemiştir. A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu konuda herhangi bir taahhütte bulunmamaktadır. Geçmiş dönemlere ait tüm finansal bilgiler bağımsız denetimden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerlemesi yapılan Şirket aktifleri için herhangi bir hukuki çalışma icra edilmemiştir. Değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı durum olmadığı varsayılmıştır.
- Değerleme raporunda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine ihraççı Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden meydana gelmektedir.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin Şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemlerinin ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabileceği bilinmelidir.
- Değerleme çalışması esnasında Şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca incelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.
- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Şirket tarafından sağlanan projeksiyonları

esas almış olup, Şirket ve ilgili personelden temin edilen bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır

- Şirket tarafından sağlanan projeksiyonlar A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin incelemesinden geçmiş ve bu inceleme neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekte birlikte, tam olarak doğruluğunu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak, Şirketin geçmiş performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca ihtiyatlı bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.
- Bu raporda ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.
- İşbu Rapor, iktisadi, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve rapor tarihi itibarı ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu raporda tahmin edilen Şirket değeri üzerinde etkili olabilecektir.

5. SORUMLULUK BEYANI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca ve 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 Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi*" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, 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.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydan Sok. Beybi Giz Plaza
No:1 K:2 D:5 Maslak-Sarıyer-İSTANBUL
Maslak V.D. No:004 3521 Tic Sic. No:270139
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 0388004352100015

6. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

6.1 ŞİRKETİN GENEL BİLGİLERİ

6.1.1 Şirket Hakkında Genel Bilgi

E-Data Teknoloji Pazarlama Anonim Şirketi Ankara Ticaret Sicili'ne 12.03.2008 tarihinde tescil edilmiş ve süresiz olarak Cevizlidere Caddesi No:58/B Balgat ANKARA adresinde kurulmuştur. Şirket'in merkezi aynı adrestedir.

Tablo 2		Şirket Bilgi Kartı	
Hukuki statüsü	:	Anonim Şirket	
Tabi olduğu mevzuat	:	T.C. Kanunları	
Kurulduğu ülke	:	Türkiye	
Bağlı olunan Ticaret Sicil Müdürlüğü	:	Ankara Ticaret Sicili Müdürlüğü	
Ticaret Sicil No	:	250659	
Merkez adresi	:	Cevizlidere Caddesi No:58/B Balgat Ankara	
İnternet adresi	:	www.e-data.com.tr	
Telefon	:	+90 312 472 36 56	
Faks	:	+90 312 473 50 30	

Kaynak: İzahname

6.1.2 Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in 32.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesi 9.600.000 TL nominal değerli 9.600.000 adet (A) grubu nama ve 22.400.000 TL nominal değerli 22.400.000 adet (B) grubu hamiline paylara ayrılmıştır. Şirket sermayesindeki (A) ve (B) grubu payların ortaklar arasında dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Ortaklar	E-Data Teknoloji Pazarlama A.Ş. Sermaye Yapısı					
	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Sermaye (TL)	Sermaye Payı (%)	Sermaye (TL)	Sermaye Payı (%)	
Osman SUNGUR	A	6.240.000	19,50	6.240.000	13,87	
	B	14.560.000	45,50	14.560.000	32,36	
Tahir Fatih MUTLU	A	3.360.000	10,50	3.360.000	7,47	
	B	7.840.000	24,50	7.840.000	17,42	
Halka Açık Pay Tutarı		-	-	13.000.000	28,89	
Toplam		32.000.000	100,00	45.000.000	100,00	

Kaynak: İzahname

6.2 FAALİYET KONUSU

6.2.1 Satışlar

Son üç yılda Şirket'in ürün grupları itibariyle satışlarının toplam satışlar içindeki yeri ve yıllar itibariyle büyüme eğilimlerine ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 4	Şirket'in Satış Hasılatı İçerisinde Ürün Kalemlerinin Payları						
	2018		2019		2020		
Net Satışlar ² (TL)	TL	%	TL	%	TL	%	
Baskı Sistemleri	68.032.999	75%	57.765.766	54%	72.895.566	54%	
Siber Güvenlik Ürünleri	16.673.683	18%	27.265.607	26%	39.679.042	30%	
Diğer – Donanım	883.415	1%	10.890.588	10%	8.982.035	7%	
Veri Merkezi Altyapı Ürünleri	4.044.366	4%	7.316.105	7%	8.440.593	6%	
Ağ Ürünleri	5.538	0%	1.702.396	2%	3.898.378	3%	
Sunucu ve Depolama Ürünleri	626.777	1%	821.979	1%	189.430	0%	
Diğer – Yazılım	421.275	0%	255.043	0%	147.097	0%	
Genel Toplam (*)	90.688.053	100%	106.017.485	100%	134.232.141	100%	

Kaynak : İzahname

Şirket'in sürekli olarak en yüksek tutarda satışını yaptığı ürün grubu baskı sistemleridir. Baskı sistemleri ürün grubunu takiben en yüksek satış yapılan ürün grubu siber güvenlik ürünleridir. Söz konusu iki ürün grubunun toplam satışlar içindeki payı her üç yıl için de %80'in üzerindedir. Baskı sistemlerinin satışlar içindeki payı 2019 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık %20 azalmış ve 2020'de 2019'daki satış payına paralel bir seyir izlemiş olmakla birlikte, satış tutarı açısından bakıldığında 72,9 Milyon TL satış tutarıyla 2018 ve 2019'a göre yükselmiştir. Mevcut durumda Şirket'in toplam satışları içindeki en önemli pay baskı sistemleri olarak sürmektedir. Siber güvenlik ürünleri açısından bakıldığında, 2018'de 16,6 Milyon TL olan satışlar 2019'da yaklaşık %64 oranında artarak 27,2 Milyon TL'ye ulaşmış, 2020'de ise 2019'a göre yaklaşık %46 oranında artış göstererek 39,7 Milyon TL'ye ulaşmıştır.

Şirket son üç yıl içerisinde ürün satışları içerisindeki çeşitliliği artırmıştır. Özellikle veri merkezi altyapı ürünleri, donanım ürünleri satışı, sunucu ve depolama ürünlerinin satışları 2018'e göre önemli ölçüde artış göstermiş ve bu üç grubun toplam satış hasılatı 2018'de yaklaşık 6 milyon TL'den 2020'de 18 Milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in toplam satış hasılatının 2019'da bir önceki yıla göre %16,90 ve 2020'de bir önceki yıla göre %26,61 artış göstermiştir.

² Şirket'in Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış finansal tablolarına göre, 2018 net satış hasılatı 94.289.177 TL, 2019 net satış hasılatı 110.302.201 TL ve 2020 net satış hasılatı 134.017.486 TL'dir. Tabloda yer alan satış toplamı ile Kurul düzenlemelerine göre hazırlanan finansal tablolardaki net satış hasılatı arasındaki fark, yasal kayıtlara göre hazırlanan finansal tablolar ile Kurul düzenlemelerine göre hazırlanan finansal tablolar arasında hazırlanma esaslarındaki bazı farklılıklardan ve ürünlerin satış hasılatına eklenemeyen diğer gelirlerden oluşmaktadır.

2020 yılında satışlarda görülen artışın ana nedenlerinden ilki, geçtiğimiz yıl pandemi döneminde şirket ortaklarına ait olan Epdata'dan satın alınıp piyasaya gerçekleştirilen dizüstü bilgisayar satışlarıdır. İkincisi, yine pandemi nedeniyle geçtiğimiz yılın Nisan-Haziran ayları arasında yaşanan kapanma döneminde sektörde yapılamayan satışların 2020 yılının son dört ayına yığılmasıdır.

Öte yandan, satışlardaki büyümenin devamlılığı ise dört ana kaynaktan beslenmektedir: Birincisi, Şirket her yıl bir veya iki distribütörlük almakta ve yeni markaları ürün gamına eklemektedir. Gelen her yeni marka cirolara katkı sağlamaktadır. İkincisi, halihazırda mevcut distribütörlüklerin iç pazara penetrasyonu artmaktadır. Üçüncüsü, son yıllarda siber güvenlik sistemlerine olan ihtiyacın artmasıyla bu ürün grubunun büyümeye katkısı kuvvetlenmektedir. Dördüncüsü, dünyada bilinirliği çok yüksek olan Inspur ve Creality markaları ile yapılan distribütörlük anlaşmaları, satışlardaki büyümenin sürdürülebilirliğine önemli katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir. Tüm bu faktörlere ek olarak, dijitalleşme, E-Data'nın ürün gamında yer alan Veri Merkezi Altyapı ürünleri, Sunucu – Storage ve Siber Güvenlik ürünlerinin satışına katkıda bulunmaktadır. Bu etki, pandemi ile hızlanmış olmakla birlikte dijitalleşme pandemi etkisinden bağımsız bir şekilde günümüzde artarak devam etmektedir.

Satış projeksiyonlarında yer alan büyüme etkisinde en önemli unsur Big Data yani verilerin artması ile veri merkezi ihtiyacının artması (Sunucu&Storage&Ağ Ürünleri&Veri Merkezi Altyapı ürünleri) ve bu verilerin korunmasına (Siber Güvenlik) duyulan ihtiyaçtır. Bu açıdan bakıldığında, Inspur, Vertiv, Alcatel ve Siber güvenlik ürünleri, Şirket'in en çok etkilenen ürünleridir. Ayrıca distribütörlüğü yapılan markalarda penetrasyonun artması da satış hasılatındaki büyümeye kalıcı katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Öte yandan, dijitalleşme etkisi (Covid-19 salgınının etkisiyle, kurumsal müşterilerin teknoloji ve dijital dönüşüm beklentileri ile mobilize iş hayatı ve uzaktan eğitim uygulamaları vb) iş bu raporun 9.3.3. numaralı bölümüne dahil edilmemiştir. Mevcut pazar yapısı ile birlikte yukarıda bahsettiğimiz somut unsurlar projeksiyonlarda esas alınmıştır.

6.2.2 Müşteri Sayıları

2018'de toplam müşteri sayısı 789 iken 2019'da 819'a yükselmiş, 2020'de 817 olmuştur. Şirket satış hasılatının yaklaşık %64'ünü 20 müşteriye yaptığı satışlardan sağlamaktadır.

AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Maslak Sk. Beybi Giz Plaza
No:1 Kat: D-6 Maslak-Sarıyer İSTANBUL
Maslak M.D. MERS 004 3521 Tic. Sic. No: 270169
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 0385004352100011

Tablo 5	En Büyük İlk 20 Müşteri (Pay %)
1	9,4%
2	9,0%
3	8,6%
4	4,3%
5	4,0%
6	3,5%
7	2,8%
8	2,8%
9	2,8%
10	1,9%
11	1,9%
12	1,7%
13	1,7%
14	1,6%
15	1,6%
16	1,5%
17	1,5%
18	1,3%
19	1,2%
20	1,0%
Toplam	64,1%

Kaynak : Şirket

7. SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ

7.1 KÜRESEL SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ

Computing Technology Industry Association (CompTIA)³ tarafından Kasım 2020 tarihinde yayınlanan “IT Industry Outlook 2021” raporuna göre, 2020 yılında, küresel bilgi teknolojisi endüstrisinin toplam gelirinin Ağustos 2020 itibariyle yıllık bazda 4,8 trilyon ABD dolarına ulaştığı tahmin edilmektedir. CompTIA’nın, uluslararası danışmanlık hizmeti veren IDC verilerine dayandırarak hazırladığı raporda, Bilişim Teknolojisi endüstrisinin küresel ölçekte 5 trilyon ABD dolarına ulaşma yolunda ilerlediği belirtilmektedir. IDC, 5 trilyon ABD dolarlık satış gelirleri ile Bilişim Teknolojisi (BT) endüstrisinin küresel ölçekteki yıllık büyüme hızının uzun vadeli trend değeri olan % 4,2 seviyesine ulaşmasını öngörmektedir. Ayrıca, aynı raporda, IDC⁴, 2024 yılına kadar Küresel Bilişim Teknolojisi endüstrisinin yıllık bileşik büyüme oranının (YBBO) %5,0’e yükseleceği öngörülmektedir.

CompTIA’nın Kasım 2020 tarihinde yayınladığı “IT Industry Outlook 2021” raporuna göre, dünyanın en büyük teknoloji pazarı olan Amerika Birleşik Devletleri’nin (ABD) 2021 yılında

³ Bilgi Teknolojileri (BT) endüstrisi için profesyonel sertifikalar veren, kar amacı gütmeyen bir Amerikan ticaret birliğidir. Dünya BT sektörünün en büyük ticari birliklerinden biri olarak kabul edilir.

⁴ 1964 yılında kurulan International Data Corporation (IDC), bilgi teknolojisi, telekomünikasyon ve tüketici teknolojisi pazarları için pazar bilgisi, danışmanlık hizmetleri ve etkinliklerin önde gelen küresel sağlayıcısıdır.

1,6 trilyon ABD dolarına ulaşması beklenen satış gelirleri ile dünya teknoloji pazarının %33'ünü temsil eder duruma gelmesi beklenmektedir. ABD pazarının büyüklüğüne rağmen, teknoloji harcamalarının üçte ikilik (%67) kısmı dünyanın geri kalanında gerçekleşmektedir. bilgi teknolojilerine yapılan harcamalar nüfus, GSYİH ve piyasa doygunluğu gibi faktörlere bağlı olarak gelişim göstermektedir. Bu kapsamda bakıldığında, dünya çapında bilgi teknolojilerine (BT) yapılan her beş ABD dolarlık harcamanın yaklaşık olarak bir ABD dolarlık kısmı Batı Avrupa'da gerçekleşmektedir. Bununla birlikte, tek tek ülkeler göz önüne alındığında, Çin, kendisini küresel BT pazarında önemli bir oyuncu olarak açıkça kanıtlamıştır. Çin, BT altyapısı, yazılım ve hizmetler gibi kategorilerdeki boşluğu kapatmanın yanı sıra 5G ve robotik gibi gelişmekte olan alanlarda liderlik pozisyonlarını belirleme gibi iki yönlü bir etkiye sahiptir.

BT endüstrisinde pazar harcamaları, geleneksel yaklaşım altında, beş ana kategoriye ayrılmaktadır. Geleneksel donanım, yazılım ve hizmet kategorileri, küresel çapta yapılan BT harcama toplamının %56'sını oluşturmaktadır. Diğer temel kategori olan telekom hizmetleri %26'lık bir paya sahiptir. Kalan %19'luk kısım ise geleneksel gruplara uymayan çeşitli yeni nesil teknolojileri kapsamaktadır. Donanım, yazılım ve hizmet unsurlarını içeren ancak geleneksel BT hizmetleri kapsamında kategorize edilemeyen birçok yeni nesil hizmet, örneğin IoT, drone ve otomatikleştirme teknolojisi gibi, "gelişen teknoloji" adı altında kategorize edilmektedir. FFF

7.1.1 COVID-19'un Küresel BİT Sektörü Üzerindeki Etkisi

CompTIA "IT Industry Outlook 2021" raporunda kullanmak için yaptığı bir anket çalışmasında COVID-19'un sektörün üzerindeki etkilerini analiz etti. Küresel ölçekte yapılan ankete katılan sektör temsilcilerinin yaklaşık yarısı geçtiğimiz yıl bazı olumsuz etkiler bildirmiştir. Ancak, McKinsey tarafından yapılan başka bir çalışmada, salgının birçok kişi tarafından dijitalleşme çabalarını hızlandırdığını göstermiştir. Özellikle uzaktan çalışmaya geçiş yönünde ortaya çıkan küresel eğilimin, dünya BT sektörünün büyümesine pozitif katkı yapacağı tespit edilmiştir. McKinsey'in düzenlediği anket katılan işletmelerin dörtte biri 2020 yılında gelir kaybına uğradıklarını belirtirken, 2021 yılında 2019 yılındaki gelir performansını yakalayabileceklerini söylemişlerdir. Aynı ankete katılanların %37'si ise 2021 yılındaki gelir performansının hem 2020 hem de 2019 yılına aşabileceğini belirtmişlerdir.

7.2 YURTİÇİ PAZAR GÖRÜNÜMÜ

7.2.1 Türk BT Sektörü

Türkiye'ye kişisel bilgisayarların girişi 80'li yılların sonlarında başlamıştır. 1990-1995 yılları arasında sektörde çok hızlı bir gelişme yaşanmış, ancak bilgisayar kullanımı finans sektörü başta olmak üzere daha çok devlet, büyük işyerleri ve üniversitelerde sınırlı kalmıştır. 90'lı yılların ikinci yarısında ise, bilgisayar kullanımındaki artış, bilişim teknolojileri sektörünü Türkiye'nin en hızlı büyüyen sektörlerinden biri haline getirmiştir. Özellikle son yıllarda

internet kullanımının yaygınlaşmasının bu gelişmeye büyük katkısı olmuştur. 2000'li yılların başında makroekonomik göstergelerde yaşanan iyileşmeye paralel olarak özellikle özel sektörde ertelenen BT yatırımlarının gerçekleşmesi sonucu 2014 - 2019 yılları arasında BT sektörü (YBBO) %15,8 ile gelişmeye devam etmiştir.

Tablo 6 Türkiye Bilgi ve İletişim Teknolojileri (BİT) Sektörü Pazar Verileri

Milyar TL	2014	2015	2016	2017	2018	2019
BİT Sektörü	69,2	81,5	94,3	113,8	132,8	152,7
<i>Büyüme (Yıllık)</i>	13,4%	17,8%	15,7%	20,7%	16,7%	15,0%
YBBO			15,8%			
i) Bilgi Teknolojileri	22,1	25,9	29,6	38,2	45,3	56,1
<i>Büyüme (Yıllık)</i>	22,8%	17,2%	14,3%	29,1%	18,7%	23,8%
YBBO			20,9%			
ii) İletişim Teknolojileri	47,1	55,6	64,7	75,6	87,4	96,6
<i>Büyüme (Yıllık)</i>	9,5%	18,0%	16,4%	16,8%	15,6%	10,5%
YBBO			14,4%			

Kaynak: http://www.tubisad.org.tr/en/images/pdf/tubisad_ict_2020.pdf

Tablo 7 Türkiye Bilgi ve İletişim Teknolojileri (BİT) Sektörü Alt Segment Pazar Verileri

Milyar TL	2014	2015	2016	2017	2018	2019
i) Bilgi Teknolojileri	18,0	22,1	25,9	29,6	38,2	45,3
i. a) Hizmetler	3,0	3,5	4,1	4,8	5,9	9,5
<i>Büyüme (Yıllık)</i>		17,9%	17,2%	15,8%	23,6%	60,3%
i. b) Yazılım	5,0	8,0	9,6	11,9	17,4	18,5
<i>Büyüme (Yıllık)</i>		59,1%	20,4%	24,2%	46,5%	6,2%
i. c) Donanım	10,0	10,6	12,2	12,9	14,8	17,3
<i>Büyüme (Yıllık)</i>		6,1%	14,8%	6,0%	15,0%	16,6%
ii) İletişim Teknolojileri	43,0	47,1	55,6	64,7	75,6	87,4
ii. a) Ekipman	11,2	12,9	16,1	19,3	24,5	28,1
<i>Büyüme (Yıllık)</i>		15,1%	24,5%	20,1%	26,9%	14,6%
ii. b) Elektronik İletişim	31,8	34,2	39,5	45,4	51,1	59,4
<i>Büyüme (Yıllık)</i>		7,6%	15,6%	14,9%	12,6%	16,2%

Kaynak: http://www.tubisad.org.tr/en/images/pdf/tubisad_ict_2020.pdf

Tablo 8 Türkiye BİT Sektörü Alt Segmentlerinin Toplam Pazardan Aldığı Pay

Yüzde (%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
BİT Sektörü	100%	100%	100%	100%	100%	100%
i) Bilgi Teknolojileri	30%	32%	32%	31%	34%	34%
i.a) Hizmetler	16%	16%	16%	22%	21%	22%
i.b) Yazılım	36%	37%	40%	39%	41%	42%
i.c) Donanım	48%	47%	44%	39%	38%	36%
ii) İletişim Teknolojileri	70%	68%	68%	69%	66%	66%
ii.a) Ekipman	27%	29%	30%	32%	32%	31%
ii.b) Elektronik İletişim	73%	71%	70%	68%	68%	69%

Kaynak: http://www.tubisad.org.tr/en/images/pdf/tubisad_ict_2020.pdf

BT Distribütör Pazarı

CONTEXT'in⁵, Türkiye Bilişim Sanayicileri Derneği'nce (TÜBİSAD) düzenlenen 2020 BT Distribütör Paneli için hazırladığı Ağustos 2020 tarihli verilere göre, 2020 yılının 3. çeyreğinde de tüm zamanların rekor cirosu gerçekleşti ve 3 aylık ciro döneminde 1 milyar ABD doları düzeyinde ciro rakamına ulaşıldı. Context BT Distribütör Pazarı 2020 Yılı 3Ç Rapor sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

ABD Doları	Ocak-Mart	Nisan -Haziran	Temmuz-Eylül	Ekim-Aralık	Toplam
2018	877.131.508	675.413.640	515.585.861	687.047.560	2.755.178.570
2019	637.433.812	589.544.831	596.903.276	955.812.859	2.779.694.778
2020	814.646.210	723.222.113	1.059.138.398		2.597.006.720
Yıllık Değişim	27,8%	22,7%	77,4%		
Fark	177.212.398	133.677.282	462.235.122		773.124.801

Kaynak : Context BT Distribütör Pazarı 2020 Yılı 3Ç Raporu

<http://www.tubisad.org.tr/tr/images/pdf/context-sunum-2020q3-degerlendirme.pdf>

2020 yılının üçüncü çeyreğinde satılan dizüstü bilgisayar adedi 400bin adede ulaşırken, yıldan yıla bakıldığında büyüme %97 2020 yılının 3.çeyreğinde distribütörler üzerinden satılan akıllı telefon adedi 730 bin olmuştur. Yıllık büyüme %63,6 olmuştur. Bu dönemde satılan akıllı saat adedi 63 bin adede ulaşmıştır. Yıllık büyüme oranı %714 olmuştur.

Ciro, ABD Doları	Ocak-Eylül 2019	Ocak-Eylül 2020	Ciro Farkı	Yıllık Değişim
Notebooks	70.836.858	125.682.418	\$54.845.560	77,4%
Smartphones	64.932.684	121.003.941	56.071.258	86,4%
Tablet PCs	7.697.138	24.306.858	16.609.720	215,8%
Graphics Cards	5.965.476	11.668.931	5.703.454	95,6%
Desktops	12.167.641	11.289.750	-877.891	-7,2%
Other	3.338.714	9.381.649	6.042.936	181,0%
Processors	4.799.932	7.739.668	2.939.737	61,2%
Servers (PC/Mac)	4.019.620	7.502.473	3.482.853	86,6%
Solid State Drives (SSDs)	3.291.603	6.557.873	3.266.270	99,2%
All-In-One Inkjets	3.906.830	6.141.967	2.235.137	57,2%
Motherboards	2.651.341	5.898.514	3.247.173	122,5%
Hard Disk Drives (HDDs)	7.406.005	5.771.779	-1.634.226	-22,1%
Monitors	4.544.034	4.391.600	-152.434	-3,4%
Smart Watches	717.409	3.817.808	3.100.398	432,2%
Warranties and Services	2.480.247	3.400.828	920.581	37,1%
RAM Memory	1.230.326	3.276.956	2.046.630	166,3%
Network Switches	3.351.206	3.096.901	-254.304	-7,6%
USB Memory	922.263	2.892.741	1.970.478	213,7%
Headsets and Microphones	962.401	2.556.449	1.594.048	165,6%

Kaynak: <http://www.tubisad.org.tr/tr/images/pdf/context-sunum-2020q3-degerlendirme.pdf>

⁵ Merkezi İngiltere'de bulunan, küresel distribütör paneli üreten bilişim teknolojileri odaklı bir araştırma firmasıdır.

8. FİNANSAL BİLGİLER

8.1 GELİR TABLOSU

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda yer almaktadır:

Tablo 11 (TL)	Gelir Tablosu		
	2018	2019	2020
Hasılat	94.289.177	110.302.201	134.017.486
Satışların Maliyeti	(75.073.902)	(89.430.505)	(105.758.840)
Brüt Kar/Zarar	19.215.275	20.871.696	28.258.646
Genel Yönetim Giderleri	(2.133.236)	(2.849.359)	(3.415.650)
Pazarlama Giderleri	(5.897.822)	(7.977.650)	(6.663.708)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.523.534	2.603.002	9.408.374
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(3.066.334)	(4.189.790)	(8.040.441)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	11.641.417	8.457.899	19.547.221
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	849.592	501.962	249.996
Finansman Giderleri Faaliyet Öncesi Karı	12.491.009	8.959.861	19.797.217
Finansman Gelirleri	124.258	118.903	86.642
Finansman Giderleri	(468.976)	(445.106)	(496.433)
Vergi Öncesi Kar	12.146.291	8.633.658	19.387.426
Vergi Gideri	(2.764.109)	(2.163.399)	(4.155.873)
Net Dönem Karı/Zararı	9.382.182	6.470.259	15.231.553

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

8.1.1 Net Satışlar

Şirket'in 2018 yılında 94.289.177 TL olan hasılatı 2019 yılında %16,98 oranında artarak 110.302.201 TL olarak gerçekleşmiş, 2020 yılında ise %21,50 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 134.017.486 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket satışlarındaki artışlar, ürün bileşenlerine yeni ürünlerinin girmesinden ve kur hareketlerinden kaynaklanmaktadır. Şirket'in 2018 yılında 75.073.902 TL olan satışların maliyeti 2019 yılında %19,12 oranında, 2020 yılında ise %18,26 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 105.758.840 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in satışlarının maliyetinde söz konusu dönemlerde meydana gelen artış satış hasılatında meydana gelen artış paralelinde gerçekleşmiştir. Bu kapsamda, Şirket'in 2018 yılında 19.215.275 TL olan brüt karı 2019 yılında %8,62 oranında artarak 20.871.696 TL olarak gerçekleşmiş, 2020 yılında ise %35,39 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 28.258.646 TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 12 (TL)	Net Satışlar, Satışların Maliyeti, Brüt Kar		
	2018	2019	2020
Net Satışlar	94.289.177	110.302.201	134.017.486
Satışların Maliyeti	75.073.902	89.430.505	105.758.840
Brüt Kar	19.215.275	20.871.696	28.258.646
Brüt Kar Marjı (%)	%20,4	%18,9	%21,1
Esas Faaliyet Karı	11.641.417	8.457.899	19.547.221
Esas Faaliyet Kar Marjı	%12,3	7,7%	14,6%
Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FAVÖK)	12.155.644	9.075.323	20.110.245
FAVÖK Marjı	%12,9	%8,2	%15,0

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2018 yılında 2.133.236 TL olan genel yönetim giderleri 2019 yılında %33,57 oranında artarak 2.849.359 TL olarak gerçekleşmiş, 2020 yılında ise %19,87 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 3.415.650 TL olarak gerçekleşmiştir. Genel yönetim giderlerinin toplam hasıllata oranı 2018 yılında %2,26 seviyesinde iken 2019 yılında %2,58, 2020 yılında ise %2,55 seviyesinde gerçekleşmiştir. Genel Yönetim giderlerinin içerisindeki en yüksek pay personel giderleridir. Personel giderlerinin genel yönetim giderlerinin içerisindeki payı 2018 yılında %82,94, 2019 yılında %83,92, 2020 yılında ise %75,50 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 13 (TL)	Genel Yönetim Giderleri		
	2018	2019	2020
Personel Giderleri	1.769.295	2.391.128	2.578.815
Danışmanlık Giderleri	50.500	58.524	273.297
Personel Yemek Giderleri	96.680	96.307	169.953
Bakım Onarım Giderleri	12.039	57.544	62.932
Amortisman ve itfa Giderleri	49.948	68.072	55.801
Malzeme Giderleri	14.492	12.823	29.426
Haberleşme ve iletişim Giderleri	27.369	20.310	14.047
Seyahat Giderleri	5.737	51.676	13.802
Enerji Giderleri	6.177	3.007	13.099
Vergi, Resim ve Harçlar	7.392	9.349	11.932
Temsil ve Ağırnlama Giderleri	4.153	7.240	8.443
Sigorta Giderleri	382	25	2.186
Eğitim Giderleri	9.241	-	42
Diğer	79.831	73.354	181.875
Toplam	2.133.236	2.849.359	3.415.650

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2018 yılında 5.897.822 TL olan pazarlama giderleri 2019 yılında %35,26 oranında artarak 7.977.650 TL olarak gerçekleşmiş, 2020 yılında ise %16,47 oranında azalarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 6.663.708 TL olarak gerçekleşmiştir. Pazarlama giderlerinin toplam hasıllata oranı 2018 yılında %6,26 seviyesinde iken 2019 yılında %7,23, 2020 yılında ise %4,97 seviyesinde gerçekleşmiştir. Pazarlama giderlerinin içerisindeki en büyük payı pazarlama destek gideri, personel giderleri ve dışardan sağlanan fayda ve hizmetler oluşturmaktadır. Bu 2020 yılında giderler toplamının pazarlama giderleri içerisindeki payı %77,92 oranında gerçekleşmiştir.

AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Mevan Sk. Beybiçiz Plaza
No:1 K:2 D: 6-6 Maslak Sarıyer/İSTANBUL
Maslak V.T.N. 338 004 3521 No.Sic.No:270189
www.aicapital.com.tr
Mersis No: 0382004352100015

Tablo 14 (TL)	Pazarlama, Satış ve Destek Giderleri		
	2018	2019	2020
Pazarlama Destek Gideri	1.615.737	3.668.003	2.335.174
Personel Giderleri	1.207.892	1.568.179	1.666.431
Dışardan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	556.765	575.013	1.190.514
Amortisman ve itfa giderleri	464.279	549.352	507.223
Reklam, tanıtım, promosyon giderleri	822.713	702.630	237.707
Yol, ulaşım ve seyahat giderleri	681.394	218.255	143.913
Su, enerji ve haberleşme giderleri	130.741	163.752	112.358
Personel yemek giderleri	49.622	77.056	63.442
Danışmanlık giderleri	14.800	28.000	38.500
Bakım onarım giderleri	24.387	35.797	24.407
Temsil ve ağırlama giderleri	65.945	52.859	19.936
Vergi, resim ve harçlar	38.316	105.412	18.695
Kırtasiye giderleri	7.800	17.788	11.162
İhracat giderleri	6.666	7.304	11.010
Eğitim giderleri	7.627	2.100	7.345
Kira giderleri	19.274	1.700	5.481
Sigorta giderleri	1.921	4.054	560
Diğer	181.943	200.396	269.850
Toplam	5.897.822	7.977.650	6.663.708

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2018'de 3.523.534 TL olan esas faaliyetlerden diğer gelirleri 2019 yılında %26,13 azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 2.603.002 TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %261,44 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 9.408.374 TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 15 (TL)	Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler		
	2018	2019	2020
Ticari Faaliyetlerden Kur Farkı Gelirleri	2.612.780	2.291.475	9.014.413
Reeskont Faiz Gelirleri	281.524	77.235	28.447
Konusu Kalmayan Şüpheli Alacak Karşılıklar	207.033	46.171	65.496
Ticari Nitelikli Faiz Gelir	-	111.806	-
Diğer Gelirleri	422.197	76.315	300.018
Toplam	3.523.534	2.603.002	9.408.374

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 2018 yılında 3.066.334 TL olan esas faaliyetlerden diğer giderleri 2019'da %36,64 oranında artarak 31.12.2019 itibarıyla 4.189.790 TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %91,91 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 8.040.441 TL olarak gerçekleşmiştir.

AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Mevlânâ Sk. Beybi GİR Plaza
No:1 Kat: D:3 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Mistak No: 338 004 352 Tic. Sic. No: 270126
www.aicapital.com.tr
Merkezi No: 0388004352100035

Tablo 16 (TL)	Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler		
	2018	2019	2020
Ticari Faaliyetlerden Kur Farkı Giderleri	1.746.156	1.373.128	6.626.722
Şüpheli Alacak Karşılıkları	113.996	568.746	1.118.535
Reeskont Faiz Giderleri	164.739	16.998	280.074
Bağış ve Yardımlar	100	2.057.689	4.000
6736 ve 7143 Sayılı Kanun Kapsamındaki Giderler	942.079	-	-
Diğer	99.264	173.229	11.110
Toplam Esas Faaliyet Diğer Giderler	3.066.334	4.189.790	8.040.441

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

2020 yılında Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderlerini oluşturan en önemli unsurlar kur farkı gelirleri ile kur farkı giderleridir. Şirket'in 2020 yılında ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkı gelirleri, esas faaliyetlerden diğer gelirlerinin %95,81'ini; ticari faaliyetlerden kur farkı giderleri ise esas faaliyetlerden diğer giderlerinin %82,42'sini oluşturmaktadır. Şirket'in 2018 yılında 11.641.417 TL olan esas faaliyet karı 2019 yılında %27,35 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 8.457.899 TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %131,11 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 19.547.221 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2018 yılında 849.592 TL olan yatırım faaliyetlerinden gelirleri 2019 yılında 501.962 TL'ye, 2020 yılında da 249.996 TL'ye gerilemiştir. Şirket'in 2018-2020 yılları arasında yatırım faaliyetlerinden giderleri bulunmamaktadır.

Tablo 17 (TL)	Yatırım Faaliyetlerinden Gelirleri		
	2018	2019	2020
Menkul Kıymet Satış Karları	707.356	194.943	174.490
Yatırım Nitelikli Faiz Geliri	60.800	243.653	75.506
Sabit Kıymet Satış Karları	81.436	63.366	-
Toplam	849.592	501.962	249.996

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 2018 yılında 124.258 TL olan finansman gelirleri 2019 yılında %7,3 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 118.903 TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %27,1 oranında azalarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 86.642 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2018 yılında 468.976 TL olan finansman giderleri 2019 yılında %5,1 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 445.106 TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %11,5 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 496.433 TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 18 (TL)	Finansman Gelir/Gideri		
	2018	2019	2020
Finansman Geliri	124.258	118.903	86.642
Finansman Nitelikli Faiz Geliri	124.258	118.903	86.642
Finansman Gider	468.976	445.106	496.433
Finansman Nitelikli Faiz Geliri	167.199	212.011	340.325
Diğer Borçlanma Giderleri	301.777	233.095	156.108
Toplam	-344.718	-326.203	-409.791

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Yukarıda özetlenen faaliyet sonuçları kapsamında, Şirket'in 2018 yılında 9.382.182 TL olan net dönem karı 2019 yılında %31,04 oranında azalarak 6.470.259 TL olarak gerçekleşmiş, 2020 yılında ise %135,41 oranında artarak 15.231.553 TL olarak gerçekleşmiştir.

8.1.2 Karlılık Analizi

Karlılık Oranları: Şirketin kârlılığının (rantabilitesinin) yeterli olup olmadığını gösteren oranlardır.

a-) Brüt Kar Marjı: Şirketin satış ve üretim performansını ölçen bir orandır.

b-) Faaliyet Kar Marjı: Şirketlerin verimliliğini gösteren bir oran olup, benzer firmalarla kıyaslama amacıyla tercih edilmektedir.

c-) Net Kar Marjı: Şirketin net karının net satışlar içindeki oranıdır. Bu oranın yüksek olması şirketin verimli olduğunu gösterir.

Tablo 19 (%)	Karlılık Oranları		
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Brüt Kar Marjı	20,4%	18,9%	21,1%
Faaliyet Kar Marjı	12,3%	7,7%	14,6%
FAVÖK Marjı	12,9%	8,2%	15,0%
Net Kar Marjı	10,0%	5,9%	11,4%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

8.2 BİLANÇO

Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin finansal durum tabloları aşağıda yer almaktadır:

8.2.1 Bilanço Varlıklarındaki Gelişmeler

Tablo 20	Finansal Durum Tablosu		
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Varlıklar (TL)	Özel	Özel	Özel
	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve Nakit Benzerleri	9.548.961	12.746.944	21.373.791
Ticari Alacaklar	17.484.402	29.629.784	44.836.170
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	453.863	1.838.390	242.437
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	17.030.539	27.791.394	44.593.733
Diğer Alacaklar	643.550	1.003.768	1.217.830
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	624.796	982.739	1.192.110
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	18.754	21.029	25.720
Stoklar	11.710.858	17.345.472	13.460.951

Peşin Ödenmiş Giderler	629.603	721.436	92.006
Diğer Dönen Varlıklar	52.450	567.607	56.968
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	40.069.824	62.015.011	81.037.716
DURAN VARLIKLAR			
Maddi Duran Varlıklar	1.843.646	1.966.509	2.034.424
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.245.548	820.291	470.226
Şerefiye Dışında Maddi Olmayan Duran Varlıklar	65.246	49.371	45.158
Ertelenmiş Vergi Varlığı	471.861	727.399	1.055.611
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	3.626.301	3.563.570	3.605.419
TOPLAM VARLIKLAR	43.696.125	65.578.581	84.643.135

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

8.2.2 Bilanço Kaynaklarındaki Gelişmeler

Tablo 21

Kaynaklar (TL)	Özel	Özel	Özel
	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	2.002.210
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	-	1.641.745
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	488.387	362.917	319.267
Ticari Borçlar	13.171.821	28.921.030	20.899.556
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	75.948	984.209
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	13.171.821	28.845.082	19.915.347
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	211.427	295.641	291.007
Diğer Borçlar	1.277.232	1.746.249	2.681.798
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	1.277.232	1.746.249	2.681.798
Ertelenmiş gelirlere	877.933	267.399	4.025.961
Dönem kârı vergi yükümlülüğü	630.192	647.645	2.192.759
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	41.478	96.213	108.649
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	16.698.470	32.337.094	34.162.952
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	-	2.184.936
Kiralama İşlemlerinden Uzun Vadeli Yükümlülükler	995.336	646.360	327.093
Uzun Vadeli Karşılıklar	443.823	672.523	769.394
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.439.159	1.318.883	3.281.423
Ödenmiş Sermaye	500.000	500.000	32.000.000
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	(566.624)	(672.775)	(628.172)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	196.595	196.595	196.595
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	16.046.343	25.428.525	398.784
Net Dönem Karı veya Zararı	9.382.182	6.470.259	15.231.553
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	25.558.4	31.922.604	47.198.760
TOPLAM KAYNAKLAR	43.696.125	65.578.581	84.643.135

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

8.2.3 Borçluluk Durumu

İşbu Rapor itibariyle Şirket'in son finansal tablo tarihine göre (31.12.2020) finansman yapısı ve borçluluk durumu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 22	Finansal Borçlar		
(TL)	2018	2019	2020
Kısa Vadeli Banka Kredileri			2.002.210
Kısa Vadeli Operasyonel Kiralama Yükümlülükleri	488.387	362.917	319.267
Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısımları			1.641.745
Uzun Vadeli Operasyonel Kiralama İşlemlerinden Borçlar	995.336	646.360	327.093
Uzun Vadeli Banka Kredileri			2.184.936
Toplam	1.483.723	1.009.277	6.475.251

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirketin Banka Kredilerine ilişkin bilgi aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Şirket'in 2018 ve 2019 yıllarında banka kredi borcu bulunmazken, 2020 yılında 5,8 milyon TL tutarında banka kredi borcu oluşmuştur.

Tablo 23	Banka Kredileri		
(TL)	2018	2019	2020
Kısa Vadeli Banka Kredileri			2.002.210
Uzun Vadeli Banka Kredileri			2.184.936
Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısımları			1.641.745
Toplam	-	-	5.828.891

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Borçluluk durumu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 24	Borçluluk Durumu		
(TL)	2018	2019	2020
Finansal Borçlar	0	0	6.475.251
Eksi : Hazır Değerler	9.548.961	12.746.944	21.373.791
Net Finansal Borç	-9.548.961	-12.746.944	-14.898.540
Toplam Özkaynak	25.558.496	31.922.604	47.198.760
Net Finansal Borç / Özkaynaklar	-37,4%	-39,9%	-31,6%
FAVÖK*	12.155.644	9.075.323	20.110.245
Net Finansal Borç / FAVÖK	-0,79x	-1,40x	-0,74x

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

* : Esas Faaliyet Karına, Gelir Tablosu hesaplarına kaydedilen Amortisman giderleri ve itfa paylarının dahil edilmesiyle hesaplanmıştır.

Şirket'in Net Borç/FAVÖK oranı 31.12.2018 tarihinde -0,79 iken, 2019 yıl sonunda -1,40, 2020 yılsonunda ise -0,74 seviyesinde gerçekleşmiştir.

9. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

9.1 DEĞERLEME ÇALIŞMASINA İLİŞKİN BEYAN

Şirket'in değerleme çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı dikkate alınarak işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 7 ve 8. sayfalarında yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

9.2 DEĞERLEME PROJE EKİBİ HAKKINDA BİLGİ

Değerleme çalışması A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman departmanı Direktörü Sertan Kargın tarafından yapılmıştır. Sertan Kargın, SPK mevzuatı uyarınca derlenen bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve çeşitli banka ve yatırım kuruluşlarında araştırma ve kurumsal finansman bölümlerinde 25 yılı aşkın tecrübeye sahiptir. İstanbul Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümünden Lisans ve Boğaziçi Ekonomi ve Finans Programından Yüksek Lisans derecelerine sahiptir. Bilgi Üniversitesi'nde 2013-2019 yılları arasında Ekonomi ve Finansal Piyasalar dalında Yüksek Lisans dersleri vermiştir. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge no: 202976), Türev Araçlar Lisansına (Belge no: 307458) sahiptir.

9.3 DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Değerleme çalışması, SPK'nun III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütülmüş olup tüm yönleriyle ilgili kriterlere uygundur. İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanmasında, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirtilen üç temel değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

9.3.1 Defter Değeri (Maliyet) Yönetimi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bir firmanın defter değeri bilançosundaki özsermayesinin değeri olup, aynı zamanda toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farktır.

Defter Değeri = Bilanço Aktif Toplamı - Borç Toplamı

Payların defter değeri, özsermaye toplamının pay sayısına bölünmesiyle elde edilmektedir. 31.12.2020 dönemi itibariyle ana ortaklığa ait özkaynakları 47,2 milyon TL olup, 21 milyon

TL'lik sermayesi dikkate alındığında pay başına defter değeri 1,47 TL'ye karşılık gelmektedir.

Ancak, maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sık kullanılan bir yöntem değildir. Şirketin kuruluş döneminde olmaması, parçaları toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle Maliyet (Defter Değeri) yaklaşımı işbu fiyat tespit raporunda değerlendirilmiş ancak kullanılmamıştır. Şirket'in, pazar yaklaşımı kapsamında gelir yaklaşımı ve diğer işletmelerle karşılaştırmaların yapıldığı Pazar yaklaşımının pratik ve güvenilir olduğu değerlendirilmiştir.

9.3.2 İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) Yöntemi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca, İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) yönetimi, değerlemeye konu olan firmanın gelecek yıllarda elde edeceği gelirleri dikkate almaktadır. Daha açık bir anlatımla, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi, şirketin faaliyetleri sonucu oluşan ve gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen nakit akımlarını iskonto faktörü ile bugüne indirgeyerek şirketin değerinin tespit edilmesinde uygulanan değerlendirme yöntemidir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve değerlemeye konu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin tutarına ilişkin makul tahminlerin mevcut olması hallerinde gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma anlamlı ağırlık verilmesi gereklilik arz etmektedir.

Şirketin projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen nakit akımları ile birlikte tahmin süresinin sonrasında şirket ömrünün sınırsız kabul edilmesi nedeniyle sonsuza kadar devam etmesi beklenen nakit akımları tahmin edilmekte, tahmin döneminde hesaplanan nakit akımlarının bugünkü değerleri ile devam eden değerlerin bugünkü değerleri toplanmakta ve firma değerine ulaşılmaktadır. Son aşama firma değerinden net borç (Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri) rakamı düşülerek Şirketin nihai Piyasa Değeri hesaplanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akım yönetiminin zayıf yanı geleceğe dönük bir takım varsayımlar içermesidir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi ya da öngörülenden sapması durumunda şirket değeri de değişebilecektir.

9.3.3 Gelir Tablosu Projeksiyonları

2018-2020 döneminde, Şirket'in ürün grupları itibariyle satışlarının toplam satışlar içindeki yeri ve yıllar itibariyle büyüme eğilimlerine ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 25 Şirket'in Satış Hasılatı İçerisinde Ürün Kalemlerinin Payları

Satışlar ⁶	2018		2019		2020	
	TL	(%)	TL	(%)	TL	(%)
Baskı Sistemleri	68.032.999	75%	57.765.766	54%	72.895.566	54%
Siber Güvenlik Ürünleri	16.673.683	18%	27.265.607	26%	39.679.042	30%
Diğer – Donanım	883.415	1%	10.890.588	10%	8.982.035	7%
Veri Merkezi Altyapı Ürünleri	4.044.366	4%	7.316.105	7%	8.440.593	6%
Ağ Ürünleri	5.538	0%	1.702.396	2%	3.898.378	3%
Sunucu ve Depolama Ürünleri	626.777	1%	821.979	1%	189.430	0%
Diğer – Yazılım	421.275	0%	255.043	0%	147.097	0%
Genel Toplam (*)	90.688.053	100%	106.017.485	100%	134.232.141	100%

Kaynak : Şirket

Tabloda görüldüğü üzere, Şirket'in sürekli olarak en yüksek tutarda ve oranda satışını yaptığı ürün grubu baskı sistemleridir. Baskı sistemleri ürün grubunu takiben en yüksek satış yapılan ürün grubu siber güvenlik ürünleridir. Söz konusu iki ürün grubunun toplam satışlar içindeki payı her üç yıl için de %80'in üzerindedir. Baskı sistemlerinin satışlar içindeki payı 2019 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık %20 azalmış ve 2020 yılında da 2019 yılındaki satış payına paralel bir seyir izlemiş olmakla birlikte, satış tutarı açısından bakıldığında 72,9 Milyon TL satış tutarıyla 2018 ve 2019 yılına göre yükseliş göstermiştir. Mevcut durumda, Şirket'in toplam satışları içindeki en önemli pay baskı sistemleri olarak devam etmektedir. Siber güvenlik ürünleri açısından bakılacak olursa, 2018 yılında 16,6 Milyon TL olan satış tutarı 2019 yılında yaklaşık %64 oranında artış göstererek 27,2 Milyon TL'ye ulaşmış, 2020 yılında ise 2019 yılına göre yaklaşık %46 oranında artış göstererek 39,7 Milyon TL'ye ulaşmıştır.

Öte yandan, Şirket son üç yıl içerisinde ürün satışları içerisindeki çeşitliliği artırmıştır. Özellikle veri merkezi altyapı ürünleri, donanım ürünleri satışı, sunucu ve depolama ürünlerinin satışları 2018 yılına göre önemli ölçüde artış göstermiş ve bu üç grubun toplam satış hasılatı 2018 yılında yaklaşık 6 milyon TL seviyesinden 2020 yılında yaklaşık 18 Milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in toplam satış hasılatının 2019 yılında bir önceki yıla göre %16,90 ve 2020 yılında bir önceki yıla göre %26,61 oranında artış gösterdiği görülmektedir. Özellikle 2020 yılında görülen artışın temel sebebi, Covid-19 salgınının etkisiyle, kurumsal müşterilerin teknoloji ve dijital dönüşüm beklentileri ile mobilize iş hayatı ve uzaktan eğitim uygulamalarının temel ve türev bilişim ürünlerine olan talebi artırmasıdır. Şirket'in gerçekleştirmiş olduğu satışların tamamına yakını Türkiye sınırları içinde gerçekleştirilmektedir. Yurtdışı satış tutarları 2018 yılında 2.408.915 TL, 2019 yılında 646.136 TL ve 2020 yılında 1.588.741 TL olarak gerçekleşmiştir.

⁶ Şirket'in Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış finansal tablolarına göre, 2018 yılı net satış hasılatı 94.289.177 TL, 2019 yılı net satış hasılatı 110.302.201 TL ve 2020 yılı net satış hasılatı 134.017.486 TL'dir. Tabloda yer alan satış toplamı ile Kurul düzenlemelerine göre hazırlanan finansal tablolarda yer alan net satış hasılatı arasındaki fark, yasal kayıtlara göre hazırlanan finansal tablolar ile Kurul düzenlemelerine göre hazırlanan finansal tablolar arasında hazırlanma esaslarındaki bir takım farklılıklardan ve ürünlere dağıtılmayan diğer gelirlerden oluşmaktadır.

2021-2030 tahmin döneminde ürün gruplarına ilişkin tahmin edilen satış tutarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Söz konusu dönemine ilişkin tahmin çalışmasında, Şirket tarafından sağlanmış olan ABD doları bazlı satış projeksiyonları tarafımızca değerlendirilmiş ve uygun bulunmuştur. ABD Doları/TL kur tahminlerinde T.C. Merkez Bankası'nın (TCMB) Beklenti Anketleri referans alınmıştır. TCMB'nin Nisan 2021 tarihli Beklenti Anket sonuçlarına göre, Nisan 2021 itibarıyla yıl sonu Dolar/TL kurunun medyan değeri 8,57'dir. Döviz kurunda son yıllarda yaşanan yüksek volatilitenin Şirket'in hasılat performansına etkisini en aza indirebilmek için Dolar/TL'ye ilişkin tahminleri yıllık ortalama tahminler üzerinden oluşturduk. Değerleme çalışmasında kullandığımız 27.04.2021 tarihli piyasa kapanış verileri itibarıyla, TCMB'nin açıkladığı Döviz Alış Kurlarına göre Dolar/TL'nin 31.12.2020 - 27.04.2021 tarihleri arasındaki ortalaması 7,56'dır. 2021 sonuna kadar ortalama Dolar/TL kurunun bu seviyede (7,56) sabit kalacağını varsaydık. Bu şekilde, E-Data hasılatı üzerinde döviz kurunun volatilitate etkisini dikkate almayarak Şirket'in sadece operasyonel kabiliyetini projeksiyonlara yansıtılmış olduk. Takip eden yıllarda ise yıllık ortalama Dolar/TL tahminlerinin projeksiyonunu, TCMB'nin Beklenti Anketinde yer alan cari yıl sonu, 12 ay sonra, 24 ay sonra, 5 yıl sonra ve 10 yıl sonra yıllık TÜFE medyan tahminleri kullanarak gerçekleştirdik. Buna göre, ABD Dolar kuru tahminlerini 2022 sonu için 12 ay sonraki medyan yıl sonu TÜFE tahmini olan %11,3 oranında artırarak 7,56'dan 8,42 TL'ye, 2023 sonu için Dolar kurunu 24 ay sonraki medyan yıl sonu TÜFE tahmini olan %9,5 oranında artırarak 9,22 TL'ye, 2024 için %8,5 oranında (5 yıl sonraki beklenti olan %7,4 ile 24 ay sonraki beklenti olan %9,6'in ortalaması) artırarak 10,00 TL'ye, 2025 yılı için 5 yıl sonraki beklenti olan %7,4 oranında artırarak 10,74 TL'ye, 2026-2029 arasında ise her yıl için 10 yıl sonraki medyan TÜFE beklentisi olan %6,2 oranında artırarak 2029'da 13,68 TL'ye yükselttik. Projeksiyon döneminin sonu olan 2030 içinse ABD Dolar kuru tahminini TCMB'nin uzun vadeli TÜFE hedefi olan %5,0 oranında artırarak 14,36 TL seviyesinde belirledik.

Tablo 26

Hasılat Projeksiyonlarında Kullanılan Dolar / TL

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ABD Doları/TL*	7,56	8,42	9,22	10,00	10,74	11,41	12,12	12,88	13,68	14,36
Yıllık Artış (%)**	7,90	11,26	9,55	8,50	7,38	6,23	6,23	6,23	6,23	5,00

Kaynak : A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

* : Yıllık Ortalama

** : 2021 yılı artış tahmini 31.12.20-27.04.21 tarihleri arasındaki ortalama ABD Doları/TL artışının 2021 sonuna kadar sabit kalacağı varsayımına dayanırken, 2022 – 2030 döneminde ortalama ABD Doları/TL kur artışı, TCMB Beklenti Anketinde ilgili dönemlere tekabül eden yıllık TÜFE medyan tahminleri oranında varsayılmıştır.

Aşağıdaki tablolarda Şirket'in sağladığı ve tarafımızca değerlendirilip uygun görülen ABD doları bazında 2021-2030 dönemine ilişkin hasılat projeksiyonları yer almaktadır.

Tablo 27 (ABD Doları; 000)	Şirket'in Satış Hasılatı Projeksiyonu						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Baskı Sistemleri	14.056	10.187	10.398	7.785	7.101	6.480	6.273
Siber Güvenlik Ürünleri	3.445	4.808	5.660	5.943	6.923	8.118	9.006
Veri Merkezi Altyapı Ürünleri	836	1.290	1.204	1.384	1.578	1.620	1.803
Ağ Ürünleri	1	300	556	649	789	900	1.002
Sunucu ve Depolama Ürünleri	129	145	27	3.460	3.945	4.680	5.210
Diğer	270	1.965	1.302	173	158	144	139
Yeni Marka	0	0	0	1.730	1.973	2.160	2.405
Toplam	18.737	18.695	19.147	21.123	22.467	24.102	25.839

Kaynak : Şirket Projeksiyonları

Tablo 28 (ABD Doları; 000)	Şirket'in Satış Hasılatı Projeksiyonu*					
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Baskı Sistemleri	6.066	5.831	5.572	5.309	5.040	4.805
Siber Güvenlik Ürünleri	9.985	11.093	12.144	13.137	14.032	14.916
Veri Merkezi Altyapı Ürünleri	2.006	2.232	2.447	2.651	2.835	3.016
Ağ Ürünleri	1.114	1.240	1.360	1.473	1.575	1.675
Sunucu ve Depolama Ürünleri	5.794	6.449	7.071	7.658	8.189	8.711
Diğer	135	136	137	138	138	138
Yeni Marka	2.674	2.976	3.263	3.535	3.779	4.021
Toplam	27.773	29.959	31.994	33.901	35.587	37.282

Kaynak : Şirket Projeksiyonları

Şirketin TL bazlı Hasılat Projeksiyonları da aşağıdaki tablolarda yer almaktadır:

Tablo (TL; 000)	29 Şirket'in Satış Hasılatı Projeksiyonu							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Baskı Sistemleri	68.033	57.766	72.896	58.890	59.764	59.746	62.754	65.161
Siber Güvenlik Ürünleri	16.674	27.266	39.679	44.953	58.270	74.848	90.095	107.259
Veri Merkezi Altyapı Ürünleri	4.044	7.316	8.441	10.469	13.281	14.936	18.042	21.544
Ağ Ürünleri	6	1.702	3.898	4.907	6.640	8.298	10.023	11.969
Sunucu ve Depolama Ürünleri	627	822	189	26.173	33.202	43.150	52.120	62.238
Diğer	1.305	11.146	9.129	1.309	1.328	1.328	1.395	1.448
Yeni Marka	0	0	0	13.087	16.601	19.915	24.056	28.725
Toplam	90.688	106.017	134.232	159.788	189.087	222.222	258.484	298.344

Kaynak : Şirket Projeksiyonları

Tablo 30 (TL; 000)	Şirket'in Satış Hasılatı Projeksiyonu				
	2026	2027	2028	2029	2030
Baskı Sistemleri	66.540	67.545	68.364	68.942	69.020
Siber Güvenlik Ürünleri	126.589	147.213	169.175	191.958	214.248
Veri Merkezi Altyapı Ürünleri	25.474	29.669	34.138	38.775	43.314
Ağ Ürünleri	14.152	16.483	18.966	21.542	24.063
Sunucu ve Depolama Ürünleri	73.590	85.710	98.621	112.017	125.128
Diğer	1.556	1.663	1.772	1.881	1.982
Yeni Marka	33.965	39.559	45.517	51.700	57.752
Toplam	341.866	387.843	436.553	486.815	535.506

Kaynak : Şirket Projeksiyonları

Şirket satışlarının ana ürün kategorilerine göre dağılımı aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

Tablo 31 (000 TL)	Şirket'in Satış Hasılatı Projeksiyonu					
	Pay Dağılımı (%)					
	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Baskı Sistemleri	54,3%	36,9%	31,6%	26,9%	24,3%	21,8%
Siber Güvenlik Ürünleri	29,6%	28,1%	30,8%	33,7%	34,9%	36,0%
Veri Merkezi Altyapı Ürünleri	6,3%	6,6%	7,0%	6,7%	7,0%	7,2%
Ağ Ürünleri	2,9%	3,1%	3,5%	3,7%	3,9%	4,0%
Sunucu ve Depolama Ürünleri	0,1%	16,4%	17,6%	19,4%	20,2%	20,9%
Diğer	6,8%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%
Yeni Marka	0,0%	8,2%	8,8%	9,0%	9,3%	9,6%
Toplam	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Kaynak : Şirket Projeksiyonları

Tablo 32 (000 TL)	Şirket'in Satış Hasılatı Projeksiyonu				
	Pay Dağılımı (%)				
	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Baskı Sistemleri	19,5%	17,4%	15,7%	14,2%	12,9%
Siber Güvenlik Ürünleri	37,0%	38,0%	38,8%	39,4%	40,0%
Veri Merkezi Altyapı Ürünleri	7,5%	7,6%	7,8%	8,0%	8,1%
Ağ Ürünleri	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%	4,5%
Sunucu ve Depolama Ürünleri	21,5%	22,1%	22,6%	23,0%	23,4%
Diğer	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Yeni Marka	9,9%	10,2%	10,4%	10,6%	10,8%
Toplam	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Kaynak : Şirket Projeksiyonları

2020 yılında net satışlarda %21,5'lik büyümeye ulaşan Şirket'in 2019-2020 dönemi toplam net satış YBBO'su TL bazında %19,2 düzeyindedir. Bağımsız Denetim Raporu'nda Şirket 2020'de 134,0 milyon TL net satış gelirin'e ulaşmıştır. 2021-2030 yıllarını kapsayan 10 yıllık tahmin periyodu içinse %14,9 seviyesinde projekte edilmiştir. Bu şekilde, Şirketin net satışlarının 2030 sonunda ise 535,5 Milyon TL seviyesine yükselmesi öngörülmektedir. Türkiye Bilgi Teknolojileri Sektörünün 2014 – 2019 yılları arasında YBBO, %20,9 oranında

büyüme gösterdiği dikkate alındığında 10 yıllık projeksiyon dönemindeki satış büyüme tahmininin ihtiyatlılık ilkesi ile uyumlu olduğu gözlenmektedir.

9.3.3.1 Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderlerinin projeksiyonu geçmiş yıllara ait gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentilere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir. Faaliyet giderlerinde tahmin periyodu için her yıl azalan oranda artış öngörülmüşken, satışlardaki büyümeye paralel faaliyet giderlerinin net satışlara oranında 2020 yılındaki %7,5 seviyesinden 2025 yılında %5,3 seviyesine bir iyileşme yaşanacağı öngörülmektedir. Bunun nedeni, Şirketin satışlarını ürün gamına yeni eklenen markalarla artırma hedefine karşın, kira, personel vb giderlerinin reel anlamda sabit kalması beklentisidir. Şirketin personel sayısı satış artışlarına paralel artış göstermeyecek olup, minör düzeyde (4-6 kişi) artacaktır. Faaliyet giderleri içerisinde satışlara bağlı olarak artması beklenen tek kalem "pazarlama satış desteği"dir. Ancak bunun da etkisi satışları %1,8'i seviyesinde olması nedeniyle, sınırlı kalmaktadır. Takip eden dönemde faaliyet giderlerinin net satışlara oranının %5,3 seviyesinde sabit kalacağı öngörülmüştür.

Tablo 33 (000 TL)	Faaliyet Giderleri					
	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Genel Yönetim	3.416	4.465	4.474	4.485	4.497	4.511
<i>Net Satışlara Oranı</i>	2,5%	2,8%	2,4%	2,0%	1,7%	1,5%
Pazarlama ve Satış Dağıtım	6.664	8.525	9.153	9.898	10.578	11.330
<i>Net Satışlara Oranı</i>	5,0%	5,3%	4,8%	4,5%	4,1%	3,8%
Toplam Faaliyet Giderleri	10.079	12.990	13.627	14.382	15.075	15.841
<i>Net Satışlara Oranı</i>	7,5%	8,1%	7,2%	6,5%	5,8%	5,3%
<i>Yıllık Değişim</i>	-6,9%	28,9%	4,9%	5,5%	4,8%	5,1%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

Tablo 34 (000 TL)	Faaliyet Karlılık Analizi					
	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar*	134.017	159.788	189.087	222.222	258.484	298.344
<i>Yıllık Büyüme</i>	21,5%	19,2%	18,3%	17,5%	16,3%	15,4%
Satışların Maliyeti	105.759	127.624	152.695	180.098	211.348	246.282
<i>Satışlara Oranı</i>	78,9%	79,9%	80,8%	81,0%	81,8%	82,5%
Brüt Kar	28.259	32.164	36.392	42.124	47.136	52.062
<i>Yıllık Büyüme</i>	35,4%	13,8%	13,1%	15,8%	11,9%	10,5%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	21,1%	20,1%	19,2%	19,0%	18,2%	17,5%
Faaliyet Gideri	10.079	12.990	13.627	14.382	15.075	15.841
<i>Satışlara Oranı</i>	7,5%	8,1%	7,2%	6,5%	5,8%	5,3%
Faaliyet Karı	18.179	19.174	22.765	27.742	32.061	36.221
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	13,6%	12,0%	12,0%	12,5%	12,4%	12,1%
FAVÖK**	13,6%	12,0%	12,0%	12,5%	12,4%	12,1%
<i>Yıllık Büyüme</i>	18.742	19.813	23.711	29.075	34.128	39.204
<i>FAVÖK Marjı</i>	75,8%	5,7%	19,7%	22,6%	17,4%	14,9%

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Projeksiyonları

* : Şirket'in Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış finansal tablolarına göre, 2018 yılı net satış hasılatı 94.289.177 TL, 2019 yılı net satış hasılatı 110.302.201 TL ve 2020 yılı net satış hasılatı 134.017.486 TL'dir

** : FAVÖK hesabı esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemlerini içermemektedir

Tablo 35
(000 TL)

	Faaliyet Karlılık Analizi				
	2026	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar*	341.866	387.843	436.553	486.815	535.506
<i>Yıllık Büyüme</i>	14,6%	13,4%	12,6%	11,5%	10,0%
Satışların Maliyeti	282.210	320.163	360.374	401.865	442.059
<i>Satışlara Oranı</i>	82,5%	82,5%	82,5%	82,5%	82,5%
Brüt Kar	59.656	67.679	76.179	84.950	93.447
<i>Yıllık Büyüme</i>	14,6%	13,4%	12,6%	11,5%	10,0%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Faaliyet Gideri	18.152	20.593	23.179	25.848	28.433
<i>Satışlara Oranı</i>	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Faaliyet Karı	41.505	47.087	53.000	59.102	65.014
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
FAVÖK**	44.923	50.965	57.366	63.971	70.369
<i>Yıllık Büyüme</i>	14,6%	13,4%	12,6%	11,5%	10,0%
<i>FAVÖK Marjı</i>	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Projeksiyonları

* : Şirket'in Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış finansal tablolarına göre, 2018 yılı net satış hasılatı 94.289.177 TL, 2019 yılı net satış hasılatı 110.302.201 TL ve 2020 yılı net satış hasılatı 134.017.486 TL'dir

** : FAVÖK hesabı esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemlerini içermemektedir

9.3.3.2 FAVÖK Gelişimi

E-Data için yapmış olduğumuz FAVÖK hesaplamaları, ihtiyatlılık ilkesi gereği, büyük ölçüde ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkı gelirleri/giderlerinden oluşan “esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemlerini” içermemektedir. Şirketin 2020 yılında satışları artarken pazarlama giderlerini görece düşürmesi FAVÖK marjına katkı sağlayarak, %8,2'den %15,0'e yükselmesini, sağlamıştır. Düzeltilmiş FAVÖK marjı ise 2020 yılında %14,0 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Temkinli kalmak adına, 2020 yılında Şirket'in operasyonel karlılığına pozitif katkı sağlayan “kur farklarının” kaydedildiği “esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider” kalemlerini dışarıda tutarak projeksiyonlarımızı yaptık. 2021-2030 tahmin dönemi projeksiyonlarına 2020 yılı için %14,0 seviyesinde hesapladığımız düzeltilmiş FAVÖK marjı ile başladık. 2021 yılında %12,4'e gerileyen FAVÖK marjı, operasyonel verimlilikte öngörülen iyileşmeye paralel 2025 yılına kadar kademeli olarak %13,1'e iyileşmesini, takip eden yıllarda da bu seviyede kalmasını bekliyoruz. Böylelikle 2020 yılında 18,7 milyon TL olarak hesapladığımız düzeltilmiş FAVÖK rakamının da 2025 yılında 39,2 Milyon TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

9.3.3.3 Yatırım Harcamaları

Şirket'in öngörülere kapsamında projeksiyon dönemi boyunca ciddi bir yeni yatırım harcaması yapılmayacağı öngörülmüştür. Şirket Yönetimi, halka arzdan sağlayacağı hasılat ile yapmayı planladığı depo/lojistik yatırımı ile İK yatırımı dışında, operasyonun gerekliliği olarak bir yatırım yapmayı planlamamaktadır. Buna göre Şirket'in yatırım harcamalarının projeksiyon

dönemi boyunca satışlara oranının azalacağı varsayılmış ve nihai dönemde reel büyüme olmayacağı öngörüsü ile birlikte son yılda amortisman tutarına eşitlenmiştir. Şirket'in Yatırım ve tahminlerine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 36 (000 TL)	Yatırım Giderleri							2025-30 YBBO	2030
	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T			
Yatırım Harcamaları*	631	752	890	1.046	1.217	1.405		2,521	
Net Satışlara Oranı	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	12,4%	0,5%	

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Projeksiyonları

*: Net MDV Değişimi + MDV Amortisman Gideri (Arsa ve araziler hariç tutulmuştur)

9.3.3.4 İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonu

Ticari İşletme Sermayesi, beş yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre son 3 yıl ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiştir. Ticari İşletme Sermayesinde görülen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 37 (000 TL)	Ticari İşletme Sermayesi						
	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T
Ticari Alacaklar	17.484	29.630	44.836	33.620	41.879	51.191	57.513
Stoklar	11.711	17.345	13.461	18.320	21.729	25.385	30.310
Ticari Borçlar	13.172	28.921	20.900	26.739	33.125	39.380	45.809
Ticari İşletme Sermayesi	16.023	18.054	37.398	25.200	30.484	37.196	42.014
<i>Değişim</i>		2.031	19.343	-12.197	5.284	6.712	4.818
Ortalama Tahsilat Süresi (gün)	71	78	101	84	88	91	87
Ortalama Borç Ödeme Süresi (gün)	76	86	89	84	86	86	85
Ortalama Stok Tutma Süresi (gün)	59	59	53	57	57	56	57
Nakte Dönüşüm Süresi (gün)	55	51	65	57	58	60	58

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Projeksiyonları

Tablo 38 (000 TL)	Ticari İşletme Sermayesi					
	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ticari Alacaklar	67.588	77.996	88.259	100.071	112.086	123.948
Stoklar	35.272	40.656	46.470	52.435	58.723	65.048
Ticari Borçlar	53.928	62.221	70.799	80.101	89.682	99.271
Ticari İşletme Sermayesi	48.932	56.430	63.930	72.404	81.127	89.725
<i>Değişim</i>	6.918	7.498	7.499	8.475	8.723	8.598
Ortalama Tahsilat Süresi (gün)	89	89	88	89	89	89
Ortalama Borç Ödeme Süresi (gün)	86	86	86	86	86	86
Ortalama Stok Tutma Süresi (gün)	56	56	56	56	56	56
Nakte Dönüşüm Süresi (gün)	59	59	59	59	59	59

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Projeksiyonları

2020 yılında satış hasılatı ivmelenerak artarken, şirketin 2020 yılı satışlarının yaklaşık %46'sını son 3 ayda gerçekleştirmesi nedeniyle, ticari alacakların net satışlara oranı

%26,9'dan %33,5'e yükselmiştir. Bunun paralelinde ortalama ticari alacaklar tahsilat süresi de 101 güne çıkmıştır. Önümüzdeki dönemde pandemi koşullarının normalleşmeye başlaması ve nakit bazlı satışların da artması beklentisiyle ticari alacak tahsil süresinin de normalleşmesi öngörülmektedir. Bu beklentiyle uyumlu olarak, ticari alacak tahsil süresinin 2021 yılında, son üç yıllık hareketli ortalamalara gerileyerek 84 güne ineceği takip eden yıllarda da aynı eğilimle ticari alacak tahsil süresinin 2022'de 88 gün, 2023'de 91 gün 2024'te 87 gün 2025'te de 89 gün seviyesinde gerçekleşeceği düşünülmektedir. Ortalama ticari borç ödeme süresiyle stok çevirme sürelerinin benzer eğilimle son üç yıllık hareketli ortalamalarda gerçekleşeceği öngörülmektedir. Bu şekilde, E-Data'nın nakit dönüşüm süresinin 2020 yılındaki ortalama 65 gün seviyesinden gerileme göstererek 2021-2025 yılları arasında 57-59 gün bandına düşmesi öngörülmektedir.

9.3.3.5 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu kapsamda değerlendirme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtileri ve işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır. 2021-2030 projeksiyon dönemini kapsayan INA yönetiminde kullandığımız risksiz getiri oranı için Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvil oranındaki değişimler takip edilmiştir. Piyasada halihazırda 10 yıllık vadede aktif tahvil olarak kabul edilen TRT131130T14 ISIN kodlu 13.11.2030 itfa tarihli hazine iç borçlanma tahvilin bileşik faizi değerlendirme tarihi olan 27.04.2021'de %18,60 seviyesinde kapanmıştır.

Hisse Senedi Risk Primi: Piyasa beklenen ortalama getiri oranı ile piyasa risk primi arasındaki farkı ifade eder. BIST-100 endeksi, Borsa İstanbul orta ve uzun vadeli trendini gösteren referans niteliğinde bir endekstir. 10 yıllık projeksiyon dönemine referans olabilmesi açısından BIST-100 endeksinin 2011-2020 yılları arasında hesaplanan ortalama yıllık getiri oranı %8.39 seviyesindedir. Bu durumda, 10 yıllık tahvil getirisi %18,60 seviyesinde de alınsa hisse senedi risk priminde;

$$R_f^7 - R_m^8 = \%18,60 - \%8,39 = \%10,21 \text{ rakamına ulaşılmaktadır.}$$

Uygulamada ise; BIST'te son 5 yılda gerçekleşen halka arzlarda hisse senedi risk primi %5,0 – 6,5 bandı aralığında hesaplara dahil edilmiştir. Sermaye girişlerinin yüksek olduğu dönemlerde hisse senedi risk primi %5 seviyesine doğru yaklaşırken, sermaye girişlerinin düştüğü ve volatilitenin arttığı dönemlerde ise hisse senedi risk priminin halka arz fiyat tespit raporlarında %6,0-6,5 seviyelerinde hesaplamalara dahil edilmiştir. Gerek yurtiçi ve gerekse

⁷ Risksiz Faiz Oranı, TRT131130T14 ISIN kodlu tahvilin 27.04.2021 tarihindeki bileşik faiz oranı

⁸ BIST 100 Endeksinin Ortalama Getirisi

yurtdışı piyasalardaki yüksek volatilité ve geleceğe dönük belirsizliklerden dolayı hisse senedi risk priminin ihtiyatlılık ilkesi gereği 2021 yılında %6,5, tahmin döneminin kalan yıllarında (2022-2030 döneminde) %6,0 oranında kullanılması uygun görülmüştür.

Beta Katsayısı B: Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranıdır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

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

Beta katsayısı “1” olarak hesaplamalara dahil edilmiştir. Bu şekilde Beta katsayısının hisse fiyatı üzerinde etkisi nötralize edilmiştir.

Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti: 2018-2019 ve 2020 yıllarında kurumlar vergisi oranı %22, 2021 yılında %25, 2022-2030 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde ise %23 seviyede varsayılmıştır⁹. Öte yandan, gelir tablosu ve nakit akımı projeksiyonlarında vergi oranı, yukarıda da belirtilen değerlerde varsayılmıştır.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti şu şekilde hesaplanmaktadır: İlk etapta borçlanma maliyeti hesaplanmıştır. TL borçlanma maliyeti olarak T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sisteminde (EVDS) yer alan bankacılık sistemi tarafından açılmış olan TL Ticari Kredi Faiz ortalaması alınmıştır. İşbu rapor tarihi itibarıyla EVDS sisteminde güncel TL Ticari Kredi faiz oranı 23 Nisan 2021 tarihine ait olup, %21,49’dur. Düşük borçluluk oranına rağmen E-Data için Borçlanma Maliyeti de işbu rapor tarihinde %21,49 olarak kabul edilmiş ve 2021 yılı boyunca bu seviyede kalacağı varsayılmıştır. 31.12.2020’de 6,5 milyon TL olan finansal borç toplamı Şirket’in toplam varlıklarının %7,65’i seviyesindedir. Bu durumda 2021 yılı için;

$$\begin{aligned}\text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} &= \text{Borçlanma Maliyeti} \times (1 - \text{Vergi Oranı}) \\ &= \%21,49 \times (1 - 0,25) \\ &= \%16,12\end{aligned}$$

Sermaye Maliyeti: Piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpılması sonucu elde edilen rakamın risksiz faiz oranına eklenmesi ile belirlenmektedir.

$$R_e^{10} = R_f + B \cdot R_p^{11} = \%18,60 + 1 \cdot \%6,50 = \%25,10 \text{ olarak hesaplanmıştır.}$$

⁹ 22.04.2021 tarih ve 31462sayılı Resmi Gazete’de, %20 olan kurumlar vergisi oranı 2018-2019-2020 yıllarında %22 olarak uygulandıktan sonra 01.01.2021’den itibaren 2021 için %25, 2022 yılı için %23 olarak belirlenmiştir.

¹⁰ Sermaye Maliyeti

¹¹ Piyasa Risk Primi

Finansal Borçluluk Oranı: E-Data'nın kısa ve uzun vadeli finansal borçlarının toplam aktiflere bölünmesi ile belirlenmektedir. 31.12.2020 bilançosuna göre

Tablo 39	Borçluluk Oranı Hesaplaması	31.12.2020
(TL)		
+ Kısa Vadeli Finansal Borçlanmalar		2.002.210
+ Kısa Vadeli Operasyonel Kiralama Yükümlülükleri		319.267
+ Uzun Vadeli Finansal Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları		1.641.745
+ Uzun Vadeli Operasyonel Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler		327.093
+ Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalar		2.184.936
= Toplam Finansal Borçlar		6.475.251
Toplam Aktifler		84.643.135
Borçluluk Oranı (Finansal Borçlar / Toplam Aktifler; %)		7,65

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Kısa ve uzun vadeli kiralama yükümlülükleri operasyonel olmasına rağmen, ihtiyatlılık ilkesi gereği finansal borç kapsamında değerlendirilmiştir ve bu şekilde şirketin net nakit durumunun özsermaye değerine olan katkısı bir miktar azaltılmıştır. Sonuç olarak;

AOSM = Sermaye Maliyeti * (1 – borçluluk oranı) + Vergi sonrası borçlanma maliyeti * Borçluluk oranı

$$AOSM = \%25,10 * (1 - 0,0765) + \%16,12 * 0,0765 = \%24,41$$

Tablo 40	AOSM Hesabı¹²	2021
Risksiz Faiz Oranı (%)		18,60
Piyasa Risk Primi (%)		6,50
Beta		1
Kurumlar Vergisi (%)		25,00
Ticari Kredi – Risksiz Faiz Spreadi (%)		2,89
Borçlanma Maliyeti (%)		21,49
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti (%)		16,12
Sermaye Maliyeti (%)		25,10
Borçluluk Oranı (%) ¹³		7,65
AOSM (%)		24,41

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler

Mart ayı ortalarında döviz piyasasında yaşanan yüksek volatilité tahvil-bono piyasalarına da

¹² 27.04.2021 tarihi itibarıyla

¹³ Toplam Finansal Krediler / Toplam Varlıklar

yansımış ve neticede Mart ayı başlarında %15,1 civarında olan 2 yıllık referans tahvil faizi Mart ayının üçüncü haftasında %20'yi aşarken 10 yıllık tahvil faizleri de %19'un üzerine yükselmiştir. Özetle, Mart ayının üçüncü haftasında piyasa faizlerinde 5 puanlık artış yaşanmıştır. Nisan ayı başlarında faizlerdeki oynaklık bir miktar azalsa da işbu raporda hesaplamalarda kullandığımız 27.04.2021 kapanış tarihli 10 yıllık referans TL tahvil faizi %18,60 seviyesinde gerçekleşmiştir. İhtiyatlılık ilkesi gereği 10 yıllık tahvil faizinin piyasalardaki belirsizlikten dolayı yıl boyunca bu seviyede kalacağını varsaydık. Bu nedenle, piyasa verilerinin rapora yansıtıldığı 27.04.2021 tarihi itibarıyla %24,41 olarak hesapladığımız AOSM oranını 2021 yılı boyunca bu seviyede sabit tuttuk. Takip eden yıllarda ise tahvil faizlerinin kademeli düşüşle 2025 yılında %13,8'e 2030 yılında ise %12,0'ye gerileyeceğini varsaydık. Buna bağlı olarak, 27.04.2021 itibarıyla %5,4 seviyesinde hesapladığımız reel faiz kademeli düşüşle 2030 yılında %1,8'e kadar gerilerken 2021-2030 yılları arasında ortalama reel faiz %3,1 seviyesinde oluştu. 2010-2020 yılları arasında 10 yıllık tahvillerin üzerindeki reel faizin ortalamasının %0,8 seviyesinde gerçekleşmiş olması, faiz beklentilerimizin ihtiyatlı olduğunu teyit etmektedir.

Hisse senetleri üzerindeki risk primini 2021 yılında %6,50 seviyesinde varsayıldıktan sonra faizlerdeki kademeli düşüş görüşümüze rağmen 2022 yılı için %6,00 seviyesine çekip tahmin periyodu boyunca 2030 sonuna kadar bu seviyede sabit tuttuk. Borçlanma maliyetini hesaplarken kullandığımız TL Ticari Kredi Faiz ortalamasının, işbu raporda öngördüğümüz 10 yıllık tahvil faizlerindeki düşüşle aynı oranda azalacağı varsayımında bulunduk. Tüm bu öngörülerimizin ışığında 2021'de %24,41 seviyesinde tahmin ettiğimiz AOSM kademeli düşüşle 2025 yılında 19,27'ye 2030 yılında ise %17,50'ye inmektedir. 2021-2025 döneminde AOSM ortalamasını %20,89, 2026-2030 yılları arasında ise %18,03 seviyesinde öngörmekteyiz. 2021-2030 yılları arasında ortalama AOSM tahminimiz %19,46 seviyesinde oluşmuştur.

Tablo 41	AOSM (%)				
	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Risksiz Faiz Oranı	18,60%	15,50%	14,70%	14,20%	13,80%
Türkiye Risk Primi	6,50%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta	1	1	1	1	1
Kurumlar Vergisi	25%	23%	23%	23%	23%
Şirket Risk Primi	2,89%	2,89%	2,89%	2,89%	2,89%
TL Borçlanma Maliyeti	21,49%	18,39%	17,59%	17,09%	16,69%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	16,12%	14,16%	13,54%	13,16%	12,85%
Sermaye Maliyeti	25,10%	21,50%	20,70%	20,20%	19,80%
Borçluluk Oranı	7,65%	7,65%	7,65%	7,65%	7,65%
AOSM	24,41%	20,94%	20,15%	19,66%	19,27%

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler

Tablo 42

	AOSM (%)				
	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Risksiz Faiz Oranı	13,10%	12,80%	12,50%	12,30%	12,00%
Türkiye Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta	1	1	1	1	1
Kurumlar Vergisi	23%	23%	23%	23%	23%
Şirket Risk Primi	2,89%	2,89%	2,89%	2,89%	2,89%
TL Borçlanma Maliyeti	15,99%	15,69%	15,39%	15,19%	14,89%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	12,31%	12,08%	11,85%	11,70%	11,47%
Sermaye Maliyeti	19,10%	18,80%	18,50%	18,30%	18,00%
Borçluluk Oranı	7,65%	7,65%	7,65%	7,65%	7,65%
AOSM	18,58%	18,29%	17,99%	17,79%	17,50%

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler

9.3.3.6 İNA ve Tahminler

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülere ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir. 2021-2030 tahmin dönemine ilişkin tahmin ettiğimiz "serbest nakit akışlarını" sözkonusu tahmin döneminde belirlediğimiz AOSM oranları ile bugüne indirgenmiş değerine, %5,5 seviyesinde varsaydığımız uç büyüme değeri ile hesapladığımız terminal (2030 sonrası) nakit akımlarının 2030 yılındaki AOSM oranı %17,50) ile bugüne indirgediğimiz değeri toplayıp Firma Değerine ulaşmaktayız. Firma değerine Şirket'in net Borç/Nakit pozisyonu dahil ederek Şirketin Hedef Özsermaye Değerini hesaplamaktayız. Özsermaye değerini de Şirketin ödenmiş değerine oranladığımızda Şirketin halka arz öncesi Hedef Pay Fiyatına ulaşılmaktadır. Şirketin nakit pozisyonu İNA Yaklaşımından ayrı olarak hesaplanıp, işlemlere dahil edilmektedir. 31.12.2020 itibarı ile net borcu aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır:

Tablo 43	Net Finansal Borç (Nakit) Durumu
(TL)	31.12.2020
Finansal Borçlar*	6.475.251
Eksi: Nakit ve Nakit Benzerleri	21.373.791
=Net Finansal Borç / (Varlık)	-14.898.540
Net Finansal Borç / Özsermaye Oranı	-31,6%
Net Finansal Borç / FAVÖK	-0,74

Kaynak: AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

*: Operasyonel işlemlerden kaynaklanan kiralama yükümlülükleri finansal borçlara dahil edilmiştir.

Ancak, Şirket'in 31.12.2020 bilanço dönemi sonrasında gerçekleştirdiği MDV satışı ve ortaklara temettü ödemesi sonrasında Nakit ve Nakit Benzerleri kalemi ile Özsermaye kaleminde düzeltme yapma ihtiyacı doğmuştur. Şöyle ki: 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla Şirket aktifinde yer alan Ankara ili Gölbaşı ilçesinde bulunan 1.400.000,00 TL kayıtlı tutar ile izlenen iki adet taşınmaz, 1.600.000,00 TL bedelle 16 Mart 2021 tarihinde Şirket ortaklarından Tahir Fatih Mutlu'ya satılmıştır. Bu satış işlemi ile ilgili olarak 8 Ocak 2021 tarihli 2021-0010 sayılı

Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından düzenlenmiş değerleme raporu bulunmaktadır. Satış değerleme raporunda yer alan tutar üzerinden gerçekleştirilmiştir. Söz konusu satış işleminden Şirket 200.000 TL gayrimenkul satış karı elde etmiştir.

Ayrıca, Şirketin, 31.03.2021 tarihi itibarıyla Şirket ortağı Osman SUNGUR'dan 40.858,98 TL ve Tahir Fatih MUTLU'dan 1.407.063,37 TL olmak üzere toplam 1.447.922,35 TL ticari işleme dayanmayan alacağı bulunmaktadır. Şirket tarafından 31.03.2021 itibarıyla ticari (arsa satışı) ve ticari olmayan alacakları için 01.01.2021-31.03.2021 döneminde adet hesaplanmış olup, adet fatura bedelleri yukarıda belirtilen 1.447.922,34 TL bakiyesinde yer almıştır. 01.01.2021-31.03.2021 döneminde TL alacaklar için emsal faiz oranı %18,5 uygulanmıştır. Bu tutar şirketin vadeli mevduat faizlerinin ortalamasına göre belirlenmiştir.

Şirket ortaklarından ticari ve ticari olmayan alacakların adet dahil bakiyesi 31.03.2021 tarihi itibarıyla (1.600.000,00+1.447.922,35=) 3.047.922,35'ye ulaşmıştır. Ortakların Şirkete olan bu borç tutarları, Şirket'in 1 Nisan 2021 tarihli genel kurul kararıyla yapılan kar dağıtım sonucu ortaklara dağıtılmasına karar verilen net 3.504.289,18 TL tutarındaki kâr payından mahsup edilerek kapatılmıştır. Bu gelişmelerin Şirket'in nakit durumuna ve özsermayesine olan etkileri aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir. Buna göre Şirketin 31.12.2020 itibarıyla hesapladığımız 14,9 milyon TL'lik net nakit pozisyonu 1,3 milyon TL azalarak 13,6 milyon TL'ye inmektedir.

Tablo 44 MDV Satışı ve Temettü Etkisi (TL)	
Δ Nakit Durumu	-1.330.583
(+) MDV Satış Geliri	1.600.000
<i>MDV Maliyet Değeri</i>	<i>1.400.000</i>
<i>MDV Satış Karı</i>	<i>200.000</i>
(-) Brüt Kar Payı Ödemesi	4.122.693
<i>Net Kar Payı Ödemesi</i>	<i>3.504.289</i>
<i>Kar Payı Stopajı</i>	<i>618.404</i>
Ortaklardan Mahsup Edilen Alacak	3.047.922
(+) 31.12.2020	1.192.110
<i>'1 Oca- 31 Mar' dönemindeki ilave artış*</i>	<i>255.812</i>
<i>İşletilen Faiz Tutarı</i>	<i>1.600.000</i>
Δ Özkaynak Durumu	-3.922.693
(-) Kar Payı Dağıtımı	3.504.289
(+) Gayrimenkul Satış Karı	200.000
(-) Temettü Stopajı	618.404

Kaynak : A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

* : '1 Oca- 31 Mar' dönemindeki ilave artış hesaplamalara dahil edilmemiştir

Bu durumda, 31.12.2020 tarihli bilanço sonrası bahsi geçen olaylar hesaplamalara dahil edildiğinde, E-Data'nın işbu fiyat tespit raporunda dikkate aldığımız Düzeltilmiş Net Finansal Borç (Net Nakit) pozisyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 45	Düzeltilmiş Net Finansal Borç (Nakit) Durumu	
(TL)		31.12.2020
Finansal Borçlar		6.475.251
Eksi: Nakit ve Nakit Benzerleri		20.043.208
<i>Nakit ve Nakit Benzerleri @ 31.12.2020</i>		<i>21.373.791</i>
<i>MDV Satışı ve Temettü Ekisi @ 01.04.2021</i>		<i>-1.330.583</i>
=Net Finansal Borç / (Net Nakit)		-13.567.957
Net Finansal Borç / Özsermaye Oranı		-31,4%
Net Finansal Borç / FAVÖK		-0,72

Kaynak: AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

Benzer şekilde, Şirketin Düzeltilmiş Özkaynakları aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 46	Düzeltilmiş Özkaynaklar	
(TL)		31.12.2020
Düzeltilmiş Özkaynak		43.276.067
<i>Özkaynak @ 31.12.2020</i>		<i>47.198.760</i>
<i>Eksi: MDV Satışı ve Temettü Etkisi</i>		<i>3.922.693</i>
Ödenmiş Sermaye		32.000.000
Düzeltilmiş Pay Başına Net Defter Değeri		1,35

Kaynak: AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

9.3.3.7 Değerleme Varsayımları

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Fiyat tespit çalışmasında; E-Data'nın 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tabloları esas alınmıştır. İlgili dönemlere ilişkin bağımsız denetim raporlarına Şirketin <https://www.e-data.com.tr/> ve www.kap.org.tr adreslerinden ulaşılabilir. Ayrıca Şirket yönetimi tarafından sağlanan satış projeksiyonları, ürün ve dağıtım bilgileri ile distribütörlük sözleşmeleri gibi bazı bilgiler veri alınmış ve bu verilerin Şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. Şirket projeksiyon ve öngörülerinin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir.

İşbu değerlendirme raporu oluşturulurken, Türkiye ve dünya ekonomisinde olağandışı iktisadi ve/veya finansal kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve hukuki gelişmeler vs gibi Şirket'in faaliyetlerini kesintiye uğratabilecek durumların gerçekleşmeyeceği; ve Şirket'in organizasyon yapısında işletmenin sürekliliğini kesintiye uğratabilecek türden bir değişimin yaşanmayacağı varsayılmıştır

2021-2030 arası INA projeksiyonu yapılırken, Şirket Yönetimi'nin paylaştığı olduğu öngörüler tarafımızca değerlendirilmiştir. Ciro beklentileri oluşturulurken şirketin 2020-2025 yılına dair ana ürün grupları bazında öngördüğü satış tutarları baz alınmıştır. 2020 sonu itibarıyla toplam satışların %54'ünü oluşturan Baskı Sistemlerin payımı kademeli olarak 2025 yılı sonuna kadar %22 civarına çekmeyi planlayan Şirket, Siber Güvenlik ve Sunucu Depolama Ürünlerinde ciddi büyüme planlamaktadır. Buna göre, 2020 yılında toplam satışların yaklaşık %30'unu oluşturan Siber Güvenlik ürünlerinin payının 2025 yılında %36'ya ulaşması beklenirken, Sunucu ve Depolama ürünlerin 2020 yılında toplam ciro içinde %0,1 olan payının, 2025 yılında %21'e yükselmesi planlanmaktadır. Aynı dönemde Veri Merkezi Altyapı Ürünleri ve Ağ ürünlerinin toplam ciro içindeki paylarının ise sırasıyla %6,3 ve %2,9'dan %7,2 ve %4,0 oranlarına 2025 sonu itibarıyla yükselmesi beklenmektedir. Ayrıca, Şirket 2021-2025 yılları arasında ürün gamına yeni markalar eklemeyi öngörmektedir. Bu varsayımlar altında oluşturulan gelir projeksiyonları işbu raporun 9.3.3 maddesinde sunulmuştur. INA projeksiyonlarının yer aldığı Tablo 48'de sunulan ciro öngörülerini de bahsi geçen gelir projeksiyonları üzerine oluşturulmuştur.

Şirket'in satışını gerçekleştirdiği ürünler ithale dayalı olup distribütörlüğü yapılan üretici ve ana üretici firmalarının fiyat tarifelerine bağlıdır. Ayrıca, Türkiye ekonomisinde serbest dalgalanan kur rejimi uygulandığından döviz kurundaki dalgalanmalar da Şirketin satış fiyatlarını etkileyebilmektedir. Bu nedenle, şirket distribütörlüğünü yaptığı ürünlere dair fiyat tahmini yapmamaktadır.

Şirketin Bağımsız Denetimden geçmiş konsolide finansal verilerinden hesaplanan Brüt Kar Marjı, 2018-2020 yıllına kapsayan üç yıllık dönemde ortalama %20,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2020 yılında %21,1 seviyesinde olan brüt kar marjının, satışı yapılan ürün kompozisyonundaki yeniden yapılandırma neticesinde fiyat marjlarında yaşanması muhtemel aşağı yönlü riskleri ihtiyatlılık ilkesi gereği INA projeksiyonları yansıtmak için projeksiyon dönemi boyunca brüt kar marjının kademeli düşüşle %17,5 civarına gerileyip bu seviyede sabit kalacağı varsayılmıştır. Bu öngörü ile uyumlu olarak 2020 yılında %78,9 seviyesinde olan SMM/Net Satış oranının, 2021-2030 dönemi boyunca kademeli artışla %82,5 seviyelerine yükselip bu seviyede sabit öngörülmektedir. Şirketin bu öngörüsü, ihtiyatlılık ilkesi ile örtüştüğünden, tarafımızca makul bulunmuştur.

2020 yılında %7,5 seviyesinde gerçekleşen Esas Faaliyet Giderlerinin Net Satışlara oranının net satışlarda öngörülen büyüme ivmesiyle kademeli gerileyerek 2025 yılında %5,3, seviyesine gerileyip takip eden dönemde bu seviyede sabit kalacağı varsayılmıştır. Şirket bu varsayımında, operasyonel giderlerin ciro artışının altında kalacağını planlamış ve tarafımızca yapılan değerlendirmeler neticesinde şirketin bu varsayımı makul bulunmuştur. Esas Faaliyetlerden Gelir ve Gider kalemleri FAVÖK değerinden düşülerek "düzeltilmiş" FAVÖK değerlerine ulaşılmıştır. Yukarıdaki varsayımlar altında Şirket'in 2020 yılında %14 olan düzeltilmiş FAVÖK marjının 2025 yılında %13,1'e gerileyip, takip eden dönemde bu seviyede sabit kalacağı varsayılmıştır.

İşbu raporun 9.3.3.4 numaralı maddesinde yer alan İşletme Sermayesi Projeksiyon Tablosu'nda 2020 yılında satış hasılatı ivmelenerek artarken, şirketin 2020 yılı satışlarının yaklaşık %46'inin son 3 ayda gerçekleştirmesi nedeniyle, ticari alacakların net satışlara oranının %26,9'dan %33,5'e yükseldiği görülmektedir. Bunun paralelinde, ortalama ticari

alacaklar tahsilat süresi de 101 güne çıkmıştır. Önümüzdeki dönemde pandemi koşullarının normalleşmeye başlaması ve nakit bazlı satışların da artması beklentisiyle ticari alacak tahsil süresinin de normalleşmesi öngörülmektedir. Bu beklentiyle uyumlu olarak, ticari alacak tahsil süresinin 2021 yılında, son üç yıllık hareketli ortalamalara gerileyerek 84 güne ineceği takip eden yıllarda da aynı eğilimle ticari alacak tahsil süresinin 2022’de 88 gün, 2023’de 91 gün, 2024’te 87 gün, 2025’te 89 gün seviyesinde cari borç ödeme süresiyle stok çevirme sürelerinin benzer eğilimle son üç yıllık hareketli ortalamalarda gerçekleşeceği öngörülmektedir.

İşbu raporun 9.3.3.3 numaralı maddesinde yer alan Yatırım Harcamaları Projeksiyonunda Şirket’in bir pazarlama ve dağıtım firması olmasından dolayı ciddi bir sabit sermaye yatırımı ihtiyacı içinde olmayacağı, projeksiyon dönemi boyunca, 2020 yılında gerçekleşen sabit sermaye yatırım harcamalarının net satışlara oranı tutarında yatırım harcamasının Şirket’in orta vadeli büyüme stratejisi ile uyumlu olacağı değerlendirilmiştir. Bu görüş altında, Şirket’in yatırım harcamalarının projeksiyon dönemi boyunca net satışlara oranının %0,5 seviyesinde olacağı varsayılmıştır. Benzer şekilde, Şirket’in amortisman harcamalarının net satışlara oranı projeksiyon dönemi boyunca 2020’deki %0,4 seviyesinde sabit tutulmuştur. Son olarak, işbu raporun 7.2.1 maddesinde incelediğimiz sektör eğilimlerinde süregelen kuvvetlenmeye paralel olarak İNA projeksiyonlarında terminal değer çalışmalarımızı, %5,0’lik “uç değer” büyüme varsayımı altında yapmayı uygun gördük.

AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydanı Sk. Beybi Giz Plaza
No:1 Kat: 8 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Maslak Yolu No: 388 004 3521 T.C.Sic.No:270769
www.aicapital.com.tr
Mersis No: 0388004352100018

9.3.3.8 İndirgenmiş Nakit Akım (İNA) Projeksiyonları

Şirket'e ait 2021-2030 dönemine ilişkin İNA projeksiyonumuz aşağıda gösterilmektedir:

Tablo 47											
(000 TL)		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar		159.788	189.087	222.222	258.484	298.344	341.866	387.843	436.553	486.815	535.506
	<i>Yıllık Büyüme</i>	19,2%	18,3%	17,5%	16,3%	15,4%	14,6%	13,4%	12,6%	11,5%	10,0%
SMM		127.624	152.695	180.098	211.348	246.282	282.210	320.163	360.374	401.865	442.059
	<i>SMM/Net Satışlar</i>	79,9%	80,8%	81,0%	81,8%	82,5%	82,5%	82,5%	82,5%	82,5%	82,5%
Brüt Kar		32.164	36.392	42.124	47.136	52.062	59.656	67.679	76.179	84.950	93.447
	<i>Yıllık Büyüme</i>	13,8%	13,1%	15,8%	11,9%	10,5%	14,6%	13,4%	12,6%	11,5%	10,0%
	<i>Brüt Kar Marjı</i>	20,1%	19,2%	19,0%	18,2%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Esas Faaliyet Giderleri		12.990	13.627	14.382	15.075	15.841	18.152	20.593	23.179	25.848	28.433
	<i>Esas Faaliyet Gid./Net Satışlar</i>	8,1%	7,2%	6,5%	5,8%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
	<i>Yıllık Büyüme</i>	28,9%	4,9%	5,5%	4,8%	5,1%	14,6%	13,4%	12,6%	11,5%	10,0%
Genel Yönetim Giderleri		4.465	4.474	4.485	4.497	4.511	5.169	5.864	6.601	7.361	8.097
	<i>Genel Yönetim Gid./Net Satışlar</i>	2,8%	2,4%	2,0%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Pazarlama ve Satış Giderleri		8.525	9.153	9.898	10.578	11.330	12.983	14.729	16.578	18.487	20.336
	<i>Pazarlama Gid./Net Satışlar</i>	5,3%	4,8%	4,5%	4,1%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)		19.174	22.765	27.742	32.061	36.221	41.505	47.087	53.000	59.102	65.014
	<i>Yıllık Büyüme</i>	5,5%	18,7%	21,9%	15,6%	13,0%	14,6%	13,4%	12,6%	11,5%	10,0%
	<i>VFÖK Marjı</i>	12,0%	12,0%	12,5%	12,4%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
FAVÖK		19.813	23.711	29.075	34.128	39.204	44.923	50.965	57.366	63.971	70.369
	<i>Yıllık Büyüme</i>	5,7%	19,7%	22,6%	17,4%	14,9%	14,6%	13,4%	12,6%	11,5%	10,0%
	<i>FAVÖK Marjı</i>	12,4%	12,5%	13,1%	13,2%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
Amortisman		639	945	1.333	2.068	2.983	3.419	3.878	4.366	4.868	5.355
	<i>Amortisman/Net Satışlar</i>	0,40%	0,50%	0,60%	0,80%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Ticari İşletme Sermayesi		25.200	30.484	37.196	42.014	48.932	56.430	63.930	72.404	81.127	89.725
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)		33.620	41.879	51.191	57.513	67.588	77.996	88.259	100.071	112.086	123.948
	<i>Ort. Tahsilat Süresi (Gün)</i>	84	88	91	87	89	89	88	89	89	89
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)		26.739	33.125	39.380	45.809	53.928	62.221	70.799	80.101	89.682	99.271
	<i>Ort. Ödeme Süresi (Gün)</i>	84	86	86	85	86	86	86	86	86	86
Stoklar		18.320	21.729	25.385	30.310	35.272	40.656	46.470	52.435	58.723	65.048
	<i>Ort. Stok Çevirme (Gün)</i>	57	57	56	57	56	56	56	56	56	56
Nakte Dönüşüm Süresi (Gün)		57	58	60	58	59	59	59	59	59	59
Tic. İşletme Sermayesindeki Değ.		-12.197	5.284	6.712	4.818	6.918	7.498	7.499	8.475	8.723	8.598
	<i>İşletme Sermayesi/Net Satışlar</i>	15,8%	16,1%	16,7%	16,3%	16,4%	16,5%	16,5%	16,6%	16,7%	16,8%
Yatırım Harcamaları		752	890	1.046	1.217	1.405	1.609	1.826	2.055	2.292	2.521
	<i>Yatırımlar / Net Satışlar</i>	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Azınlık Payları		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vergi		4.794	5.236	6.381	7.374	8.331	9.546	10.830	12.190	13.594	14.953
Serbest Nakit Akımları (S.N.A)		26.465	12.301	14.936	20.719	22.551	26.270	30.810	34.646	39.362	44.297
AOSM		24,4%	20,9%	20,2%	19,7%	19,3%	18,6%	18,3%	18,0%	17,8%	17,5%
İndirgeme Faktörü		0,80	0,68	0,58	0,49	0,41	0,36	0,31	0,27	0,23	0,20
İndirgenmiş S.N.A		21.272	8.410	8.611	10.106	9.344	9.449	9.509	9.223	9.015	8.831

S.N.A Bugünkü Değer 103.769

Kaynak: AI Capital Yatırım Menkul Değerler

Yukarıdaki İNA projeksiyonunda serbest nakit akımlarının (S.N.A) bugünkü değeri 103.769 Milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Bu değere, %5,0 seviyesinde varsaydığımız uç büyüme değeri ile hesapladığımız terminal (2030 sonrası) nakit akımları toplamının (372,1 milyon TL) AOSM oranı ile bugüne indirgediğimiz değeri (74,2 milyon TL) eklediğimizde Firma Değerine (177,9 milyon TL) ulaşmaktayız. Firma değerine Şirket'in 13,6 milyon TL olan

düzeltilmiş net nakit pozisyonu eklediğimizde ise Şirketin Hedef Özsermaye Değeri 191,5 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Bu durumda, İNA yaklaşımı altında Şirket'in 32 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan halka arz öncesi, pay başına değeri 5,98 TL'dir.

Tablo 48	İNA Sonucu (000 TL)
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	103.769
Terminal Nakit Akımları	372.093
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	74.177
Firma değeri	177.946
Net Borç	-13.568
Özsermaye Değeri	191.514
Ödenmiş Sermaye (31.12.2020)	32.000
Pay Başına Değer	5,98

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler

9.3.4 Piyasa Çarpanları (Pazar) Yönetimi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca, Pazar (Piyasa Çarpanları) Yaklaşımı, değerlendirilmesi yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metod etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu Şirket'e önemli ölçüde benzerlik gösteren Şirket(ler)in ilgili Borsa pazarında aktif olarak işlem görmesi zorunludur.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin varlığı, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzdan sonra organize bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlendirme amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır. Pazar Yaklaşımında "Borsada Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Piyasa Çarpanları için kullanılan Şirket verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Rakamlar TL olarak ifade edilmektedir. Şirketin 2018-2020 dönemine ilişkin yıllık net kar, satış, VFÖK ve FAVÖK verileri ile 31.12.2020 tarihi itibarıyla sona eren mali dönemine ilişkin özkaynak ve net borç verileri aşağıda gösterilmiştir.

AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydan Sk. Beybiç Plaza
No:1 K:3 E:3 Maslak Kat:15/12 TA:NBUL
Maslak Vfd: 808004352 Tic Sic.No:270189
www.aicapital.com.tr
Mersis No:10390004352100015

Finansal Veriler (TL)	2018	2019	Raporlanan	2020
				MDV Satışı&Temettü Sonrası
VFÖK*	11.641.417	8.457.899	19.547.221	19.547.221
Düzeltilmiş VFÖK**	11.184.217	10.044.687	18.179.288	18.179.288
FAVOK*	12.155.644	9.075.323	20.110.245	20.110.245
Düzeltilmiş FAVÖK**	11.698.444	10.662.111	18.742.312	18.742.312
Net Kar	9.382.182	6.470.259	15.231.553	15.231.553
Net Finansal Borç / (nakit)***	-9.548.961	-12.746.944	-14.898.540	-13.567.957
Özkaynaklar***	25.558.496	31.922.604	47.198.760	43.276.067
Net Satışlar	94.289.177	110.302.201	134.017.486	134.017.486
Net Finansal Borç (Nakit) /FAVÖK***	-0,82	-1,20	-0,79	-0,72
Net Finansal Borç / Özkaynaklar***	-0,37	-0,40	-0,32	-0,31

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

* : Bağımsız Denetim Raporu

** : Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler Hariç

*** : 16 Mart 2021'de Şirket Ortağı Tahir Fatih Mutu'ya yapılan 1.600.000 TL MDV satışı ve 1 Nisan 2021 tarihli Genel Kurul'da 3.047.922,35 TL tutarında ortaklardan olın alacaklara mahsuben açıklanan 3.504.289,18 TL tutarında Kar Dağıtım kararının "net finansal borçlara" ve "özkaynaklara" olan etkisi dahil edilerek yeniden hesaplanmıştır.

9.3.4.1 Yurtiçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Şirket için yapılan yurt içi çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda Borsa İstanbul'a kote olup Türkiye Bilgi ve İletişim sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Buna göre 27 Nisan 2021 tarihi kapanışı itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören, kriterlerimize (faaliyet alanı) uyan bilgi ve iletişim sektörü şirketlerinin piyasa çarpanları takip eden tabloda sunulmuştur.

Benzer Şirketler	Yurtiçi Karşılaştırılabilir Şirketler				
	Piyasa Değeri (mn TL)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
ARD Bilişim Grup Teknolojileri A.Ş.	1.357	19,14	6,35	16,29	8,99
Arena Bilgisayar San ve Tic A.Ş.	1.452	19,17	4,98	8,80	0,27
Armada Bilgisayar Sistemleri San ve Tic. A.Ş.	1.140	255,23	3,21	20,04	0,45
Datagate Bilgisayar Malzemeleri ve Tic. A.Ş.	407	15,23	2,99	12,09	0,36
Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret AŞ,	251	11,76	2,50	15,98	0,66
Escort Teknoloji ve Yatırım A.Ş.	276	47,78	3,62	0,00	654,88
Kafein Yazılım Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.	511	19,17	2,77	10,57	2,19
Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	798	48,63	9,38	78,80	9,96
Link Bilgisayar Sistemleri Yazılımı ve Donanımı A.Ş.	396	24,04	6,51	25,52	12,80
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3.938	25,57	5,94	15,80	5,32
Papillon Savunma-Güvenlik Sistemleri Müh. AŞ	584	63,57	7,02	0,00	32,64
Smartiks Yazılım A.Ş.	199	49,41	3,92	15,17	9,04
Medyan	547	24,80	3,77	15,80	3,76

Kaynak: A1 Capital Menkul Değerler, Finnet

Hedef fiyat hesaplamasında şirketin nakit yaratma kapasitesini kabaca en iyi temsil ettiği düşünülen FD/FAVÖK ile FD/S çarpanları kullanılmış olup, piyasa koşullarını en iyi yansıttığı düşünülen F/K ve PD/DD oranlarının da çarpan analizine dahil edilmesi uygun görülmüştür. İçinde bulunduğumuz volatil piyasa koşullarından dolayı benzer firma çarpan değerlerinin cari seviyesi değil, son 12 aylık dönemdeki aylık ortalamaları hesaplara dahil edilmiştir. Bu şekilde, piyasa dalgalanmalarının çarpanlar üzerinde etkisi en aza indirilmeye çalışılmıştır. Bir diğer ifadeyle, piyasa çarpanları 12 aylık ortalama değerlerin alınması suretiyle normalize edilmiştir. Son 12 aylık ortalama F/K, PD/DD ve FD/S çarpanlarında, gerekçesi açıklanamayacak oranda aşırı ölçüde yüksek çarpanlar medyan hesaplamalarına dahil edilmemiştir. Son 12 aylık ortalama FD/S çarpanı arasında aşırı düşük seviye veri gözlenmediğinden, düşük veriler için eliminasyon yapılmamış, Pazar yaklaşımının ihtiyatlılık ilkesi bu şekilde kuvvetlendirilmiştir. FD/FAVÖK çarpanları için de aşırı yüksek veriler eliminasyona tabi tutulurken, “0,00” düzeyinde FD/FAVÖK değerleri sektör dinamiklerini sağlıklı yansıtmadığı için medyan hesaplarından çıkarılmıştır.

Şirketin piyasa değeri hesaplanırken, PD/DD çarpanı ile Özkaynaklar ve F/K çarpanı ile 31.12.2020 tarihli Net Kar çarpılarak şirket değerine ulaşılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı ile 31.12.2021 tarihli gelir tablosunda “esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri” düşülerek hesaplanan “düzeltilmiş” FAVÖK değeri, FD/S çarpanı ile aynı tarih itibarıyla Net Satış rakamlarının çarpımından elde edilen değerlerden en nihayetinde 31.12.2020 sonunda “düzeltilmiş” net nakit tutarı olan 13,6 milyon TL eklenerek “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır.

Tablo 51	Çarpan Analizinde Kullanılan Finansal Veriler	31.12.2020
(TL)		
Net Satışlar		134.017.486
Düzeltilmiş FAVÖK		18.742.312
Amortisman ve İtfa Payı Gideri		563.024
Net Kar		15.231.553
Düzeltilmiş Özkaynak		43.276.067
Ödenmiş Sermaye		32.000.000
Düzeltilmiş Net Finansal Borç (Net Nakit)		-13.567.957

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Firma Değeri (FD/FAVÖK ve FD/S) yaklaşımı altında elde edilen özsermaye değerleri ile Piyasa Değeri (F/K, PD/DD) yaklaşımı altında elde edilen özsermaye değerlerine eşit ağırlık verilmiştir. Söz konusu ağırlıklar uygulandıktan sonra hesaplanan ağırlıklı ortalama özsermaye değerinin Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle pay başına değer tespit edilmiştir.

Tablo 52 Yurtdışı Benzer Firma Çarpanları Yaklaşımı Altında Hedef Piyasa Değeri Hesabı

Çarpan Tanımları	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Sonuç (TL)
FD/FAVÖK Medyanı - Net Borç	309.666.837	25,0%	77.416.709
FD/S Medyanı - Net Borç	517.388.737	25,0%	129.347.184
F/K Medyanı	377.784.467	25,0%	94.446.117
PD/DD Medyanı	163.060.365	25,0%	40.765.091
Ağırlıklı Ortalama Piyasa Çarpanı		100,0%	341.975.101
İskontosuz Pay Değeri (TL)			10,69

Kaynak :AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

FD/FAVÖK, FD/S, F/K, PD/DD çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri 342,0 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 10,69 TL olarak hesaplanmaktadır. Piyasada volatilitenin yüksek olduğu dönemlerde çarpanlar da hızla değiştiğinden, Şirket değerlemesi de değişkenlik gösterebilmektedir.

9.3.4.2 Yurtdışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

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

Tablo 53 Yurtdışı Karşılaştırılabilir Şirket Çarpanları						
Firma Adları	Ülkesi	Faaliyetine İlişkin Açıklama	Piyasa Değeri (mn USD)	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
Dicker Data Limited	Avusturya	Bilgisayar donanımı, yazılımı ve ilgili ürünlerin toptan dağıtımını yapmaktadır. Ürünlerini yaklaşık 6.000 bayiye satmaktadır.	1.356	29,91	20,75	10,80
PC Connection, Inc	ABD	İş çözümleri, bilgisayar sistemleri, veri merkezi çözümleri, yazılım ve çevre birimleri, ağ iletişimi ve aksesuarlar dahil olmak üzere BT ürünleri sunar. Şirket, KOBİ'lere hizmet vermektedir	1.183	21,22	12,46	1,85
ALSO Holding AG	İsviçre	Donanım, yazılım ve bilgi teknolojisi (BT) hizmetlerinden oluşan çeşitli ICT ürün kategorileri sunmaktadır. Perakendecilere, KOBİ işletme bayilerine, entegratörlere hizmet vermektedir.	3.945	25,52	17,71	4,47
Saudi Company for Hardware	Suudi Arabistan	Ev ve büro malzemeleri ve ekipmanları ile elektrikli alet ve donanımların perakende ve toptan satışıyla ilgilenmektedir.	671	29,63	16,48	4,15
Avnet, Inc. -	ABD	Elektronik bileşenleri pazarlar, satar ve dağıtır. Otomotiv, tıp, savunma,	4.341	15,28	15,62	1,12

		havacılık, telekomünikasyon, endüstriyel ve dijital düzenleme dahil olmak üzere çeşitli pazarlara hizmet vermektedir.				
China Greatwall Technology Group Co., Ltd	Çin	PC, tablet, bilgisayar bileşenleri, sunucuları ağ güç kaynağı ve dijital tüketici ürünleri sağlamaktadır. Ayrıca, altyapı ve iş çözümleri sunmaktadır.	5.363	37,44	33,74	4,42
Digital China Holdings Limited	Hong Kong	bilgi teknolojisi (BT) hizmetleri sunmaktadır.	1.281	45,04	9,90	0,13
Insight Enterprises, Inc	ABD	Bilgi teknolojisi donanım, yazılım ve hizmet çözümleri sağlar. Şirket ayrıca hibrit bulut ve veri merkezi gibi çeşitli hizmetler de sunmaktadır. Entegre ağ ve güvenlik çözüm hizmetleri ile BT ürünlerini tedarik eder.	3.628	20,85	12,23	2,65
ePlus inc.	ABD	Bilgi teknolojisi ortamlarını ve tedarik zinciri süreçlerini optimize etmelerini sağlayan bilgi teknolojisi çözümleri sağlar. Donanım ürünleri tedarigi bulut danışmanlığı, sunucu ve masaüstü desteği hizmetleri vermektedir.	1.328	18,40	12,62	2,45
Persistent Systems Limited	Hindistan	Yazılım ürünleri, hizmetleri ve teknoloji yeniliği ve dijital uygulamayla ilgilenir; yazılım geliştirme, profesyonel ve pazarlama hizmetleri ve iş ortaklarına ve uygulama geliştiricilerine telekom hizmetleri tanımlar.	2.015	35,32	21,67	5,44
	Medyan		1.685	23,37	16,05	3,40
<i>Kaynak: Bloomberg</i>						

Yurtdışı Benzer şirketler üzerinden hedef fiyat hesaplamasında Şirket'in nakit yaratma kapasitesinin yansıtılması açısından FD/FAVÖK çarpanı, piyasa koşullarını yansıtması konusunda ise F/K çarpanının Pazar Analizine dahil edilmesi uygun görülmüştür. Satış rakamları ülkeden ülkeye hacimsel olarak büyük farklılıklar gösterdiğinden, yurtdışı çarpan analizinde nakit yaratma kapasitesi açısından FD/S'nin sağlıklı bir gösterge olmayacağı değerlendirilmiştir. Ayrıca, yurtdışı benzer şirket analizlerinde, PD/DD oranı vergi ve temettü politikalarının ülkeden ülkeye değişkenli göstermesi neticesinde özkaynaklar üzerinde ciddi farklılaşmaya sebebiyet verdiği için, Şirket değeri hesaplama çalışmalarına dahil edilmemiştir. Özetle, yurtdışı çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılması uygun görülmüştür. Ayrıca, Gelişmekte Olan Ülkelerde benzer şirket çarpanlarının daha yüksek olduğu ve değerlemeyi yukarı yönde etkilediği tespit edildiği için ihtiyatlılık ilkesi gereği görece daha düşük çarpan değerlerine sahip olan Suudi Arabistan'daki Saudi Company for Hardware ile Hindistan'daki Persistent Systems Limited adlı şirketler değerlemeye dahil edilmiştir. Bu iki şirket dışında kalan Gelişmekte Olan Ülkelerdeki benzer şirketler, değerlendirme

çalışmasında dikkate alınmamıştır.

Şirketin piyasa değeri hesaplanırken, F/K çarpanı ile 31.12.2020 tarihli Net Kar çarpılarak şirket değerine ulaşılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı ile 31.12.2021 tarihli gelir tablosunda “esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri” düşülerek hesaplanan “düzeltilmiş” FAVÖK değerinin çarpımından elde edilen değere 31.12.2020 tarihli “düzeltilmiş” net nakit tutarı olan 13,6 milyon TL eklenerek “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. Tablo 54’te yapılan ağırlıklandırmaların ardından çıkan değer, Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle “Pay Başına Değer” hesaplanmıştır. Yurtdışı benzer firmaların FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri 335,2 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 10,47 TL olarak hesaplanmaktadır

Tablo 54 Yurtdışı Benzer Firma Çarpanları Yaklaşımı Altında Hedef Piyasa Değeri Hesabı

Çarpan Tanımları	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Sonuç (TL)
FD/FAVÖK Medyanı - Net Borç	314.382.065	50,0%	157.191.032
F/K Medyanı	355.961.394	50,0%	177.980.697
	Ağırlıklı Ortalama Piyasa Çarpanı	100,0%	335.171.729
	İskontosuz Pay Değeri (TL)		10,47

Kaynak :A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

10. SONUÇ

UDS Uluslararası Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ilgili varlığa en uygun yöntemin bulunması gerekmektedir. Bu kapsamda, E-Data’nın gelecekteki gelirin tutarına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunmamasından dolayı Gelir Yaklaşımı ve Şirket’e önemli ölçüde benzerlik taşıyan şirketlerin aktif olarak organize piyasalarda işlem görmesi nedeniyle Pazar Yaklaşımı değerlendirme modelinde kullanılmıştır. İşbu fiyat tespit raporunun 9.3.1 maddesinde belirtilen nedenlerden ötürü Maliyet (Defter Değeri) Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

Değerleme çalışmamızda hem indirgenmiş nakit akımı hem de piyasa çarpanları yöntemlerini incelemiş bulunuyoruz. İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımı altında tahmin ettiğimiz özsermaye değerine %60, kendi içinde eşit ağırlıklandığımız yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket çarpanları altında hesapladığımız çarpan analizine de aynı oranda %40 ağırlık vererek 250,3 milyon TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Söz konusu hedef piyasa değerini, halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değerini de 7,82 TL olarak hesaplamaktayız. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %23,30 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına 6,00 TL’lik halka arz fiyatına ulaşmaktayız.

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

Tablo 55 (TL)	Değerleme Sonucu		
	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
1.İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	191.513.583	60%	114.908.150
2.Piyasa Çarpan Analizi	338.573.415	40%	135.429.366
	<i>Yurtiçi Benzer Firma</i>	20%	68.395.020
	<i>Yurtdışı Benzer Firma</i>	20%	67.034.346
Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri		100%	250.337.516
<i>Çıkarılmış Sermaye</i>			32.000.000
Pay Başına Değer			7,82
İskonto Oranı			23,30%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri			192.000.000
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			6,00

Kaynak :A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Mecidiyeköy Sk. Beyoğlu Plaza
No:1 K:2 D:6 Maslak Sarıyeri/İSTANBUL
Maslak V.D. No:004 3521 Tic Sic No:270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 03850000352100015

Ek 1: Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156
06530 Ankara



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

İstanbul, 28.04.2021

Konu : Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

“Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi” çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine 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.

Saygılarımızla,


A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydan Sok. Beybi Giz Plaza
No:1 K:2 D: 5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Maslak Y.D.: 363.004 3521 Tic.Sic.No: 270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 0388004352100016

Ayşe TERZİ
Yönetim Kurulu Başkanı

Atilla ESEN
Genel Müdür

Ek 2: Lisans Belgeleri

SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI		TÜREV ARAÇLAR LİSANSI	
	Belge Numarası	202976	307458
	Aldığı Son Eğitimin Tarihi	4.10.2020	8.12.2018
	Lisans Hakediş Tarihi	22.01.2006	20.12.2015
	Lisans Basım Tarihi	1.05.2016	20.04.2016
	Askıya Alınma Tarihi	4.10.2023	8.12.2021
	Lisans Durum	AKTİF LİSANS	AKTİF LİSANS

Sertan KARGIN
Direktör

A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydan Sk. Beybi Giz Plaza
No:1 K:2 D: 5/6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Maslak Y.D.: 768 004 3521 Tic Sic No: 270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 0888004352100013