

# İMAŞ MAKİNA SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ

## FİYAT TESPİT RAPORU



Meydan Sok. No:1 Kat:2 D: 5-6 34398 Maslak,  
Beşiktaş/İstanbul  
[www.a1capital.com.tr](http://www.a1capital.com.tr)

04.04.2022

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sok. Beybi Güz Plaza  
No:1 K:2 D:5-6 Maslak-Sarıyer-İSTANBUL  
Maslak V.D. 388 004 3521 T.C. Sic.No: 270189  
[www.a1capital.com.tr](http://www.a1capital.com.tr)  
Mersis No: 0388004352100015

## KISALTMALAR

Kısaltma:	Tanım:
A1 Capital	A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Aracı Kurum
A.Ş.	Anonim Şirketi
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri Doları
AOSM	Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti
B	Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranı
BİST, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
COVID-19	Koronavirüs Salgını
$\Delta$	Delta, iki veri/rakam arasındaki farkı gösterir
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
F/K	Fiyat Kazanç Oranı
FD	Firma değeri
Finnet	İstanbul merkezli özel bir veri dağıtım şirketinin adı
GES	Güneş Enerjisi Santrali
İNA	İndirgenmiş nakit akım analizi
KKO	Kapasite Kullanım Oranları
KVKK	Kişisel Verileri Koruma Kanunu
MDV	Maddi Duran Varlıklar
MW	Megawatt
OSB	Organize Sanayi Bölgesi
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
$R_f$	Risksiz Faiz Oranı
$R_m$	BIST100 Endeksinin Yıllık Ortalama Getirisi
$R_e$	Sermaye Maliyeti
$R_p$	Şirket Risk Primi
SGK	Sosya Güvenlik Kurumu
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	Türkiye Finansal Raporlama Standartları'na göre yapılan raporlama
Tic.	Ticaret
TL	Türk Lirası
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
VFÖK	Vergi Faiz Öncesi Kar
YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı

## 1. YÖNETİCİ ÖZETİ ve HALKA ARZ BİLGİLERİ

Bu rapor, İMAŞ MAKİNA SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ (“Şirket” ya da “İmaş”) ile A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital”) arasında 21.02.2022 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 ile değerlendirme tarihi aynı olup 04.04.2022’dir.

### 1.1 Şirket Hakkında Özet Bilgi<sup>1</sup>

Şirket, 28.07.1989 tarihinde buğday, mısır, çavdar, yulaf, arpa gibi tahılların un ve irmik haline getirilmesinde kullanılan makinelerin ve anahtar teslimi tesislerin üretilmesi ve kurulması faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla İttifak Makina Sanayi A.Ş. unvanıyla kurulmuştur. 1991 yılında şeritli testere tezgahları da üretim portföyüne dahil edilmiştir. 1997 yılında Mısır’ da anahtar teslimi değirmen fabrikası kurulması sureti ile Şirket’in ilk ihracatı gerçekleştirilmiştir. Şirket’in İttifak Makina Sanayi A.Ş. olan ünvanı, 1999 yılında İmaş Makina Sanayi A.Ş. olarak değişmiştir.

Kurulduğu tarihte Şirket sermayesi 10 TL olup, 26.02.1990 tarihinde 2.700 TL’ye, 10.01.1994 tarihinde 10.000 TL’ye, 19.12.1994 tarihinde 100.000 TL’ye, 08.09.1997 tarihinde 250.000 TL’ye, 17.12.1999 tarihinde 1.000.000 TL’ye, 07.01.2013 tarihinde de 7.500.000 TL’ye yükseltilmiştir. 10.12.2020 tarihinde Şirket’in sermayesi 7.500.000 TL’den 30.000.000 TL’ye çıkarılmıştır. 29.07.2021 tarihinde Şirket’in hakim ortağı İttifak Holding A.Ş., Şirket sermayesinde sahip olduğu 2.200.000 adet payı Adese Gayrimenkul Yatırım A.Ş.’ye devretmiş; devir sonrası Şirket sermayesinde İttifak Holding’in payı %82,69, Adese Gayrimenkul’ün payı %17,31 olmuştur.

Şirket, tahıl değirmenciliği sektöründe Milleral, yem değirmenciliği sektöründe Viteral, şeritli ve daire testere tezgahları sektöründe Cuteral ve çelik konstrüksiyon sektöründe Sternal markalarıyla üretim ve satış faaliyetlerini yürütmektedir. 2018 yılında Pro-support markası ile satış sonrası hizmetler ve yedek parça satış departmanı faaliyete geçirilmiştir.

Şirket’in tescillenmiş 5 markasının yanı sıra 20 tasarımı, 3 patent ve 6 adet faydalı modeli bulunmaktadır. Ürünlere ait CE belgeleri, ISO90012015 kalite yönetim sertifikası, ayrıca 5746 sayılı kanun kapsamında AR-GE merkezi belgesi mevcuttur. Günümüzde 60’tan fazla ülkeye ihracatı gerçekleştirilen “Milleral” ürünleri CE, TSEK ve ISO 9001:2000 gibi kalite belgelerine, 45 ülkeye ihracatı gerçekleştirilen “Cuteral” ürünleri CE, TS EN ISO 9001:2015 gibi kalite belgelerine, Sternal ürünleri EN-1090-1: 2009 + A1 :2011, ISO 3834-2 gibi kalite belgelerine sahiptir.

Şirket ayrıca, bünyesinde bulunan 1780 KWe gücündeki çatı güneş enerjisi santrali sayesinde fabrikasında kullandığı elektrik enerjisini kendisi üretmekte; ihtiyaç fazlası enerjinin satışını gerçekleştirerek, enerji giderlerinden tasarruf sağlamakta ve ilave gelir de elde etmektedir.

<sup>1</sup> Kaynak: İzahname

## 1.2 Değerleme Çalışması Sonucu

İşbu raporun 9 numaralı Sonuç bölümünde belirtildiği üzere, değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yaklaşımı ve piyasa çarpanları yöntemleri kullanılmış olup, 551.708.708 TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Söz konusu hedef piyasa değerini, halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değerini 18,39 TL olarak hesaplamaktayız. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %18,44 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına 15,00 TL'lik halka arz fiyatına ulaşmaktayız.

Şirket'in 31.12.2021 tarihli bilanço verilerinden hesaplanan Hisse Başına Defter Değeri (Özsermaye / Ödenmiş Sermaye), FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz Vergi Öncesi Kar), FD/Net Satışlar (Firma Değeri / Net Satışlar), F/K (Fiyat Kazanç Oranı) ve PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri) çarpan değerleri ile halka arz sonrası hesaplanan bahsi geçen çarpan değerleri karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 1/1	Çarpan Analizi	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
Hisse Başına Defter Değeri (TL)	12,69	12,96
FD/Net Satışlar (x)	2,31	1,96
FD/FAVÖK (x)	13,42	11,39
F/K (x)	10,87	10,93
PD/DD (x)	1,45	1,16

Kaynak :AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

İndirgenmiş nakit akımları ile piyasa çarpan analiz yöntemlerini kullanarak gerçekleştirdiğimiz değerlendirme sonucu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 1/2	Değerleme Sonucu			
	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç	
1.İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	517.610.375	55,0%	284.685.706	
2.Piyasa Çarpan Analizi	593.384.448	45,0%	267.023.002	
	<i>Yurtiçi</i>	636.962.624	22,5%	143.316.590
	<i>Yurtdışı</i>	549.806.272	22,5%	123.706.411
<b>Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri</b>		<b>100,0%</b>	<b>551.708.708</b>	
Çıkarılmış Sermaye			30.000.000	
Pay Başına Değer			18,39	
İskonto Oranı			18,44%	
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri</b>			<b>450.000.000</b>	
<b>İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>			<b>15,00</b>	

Kaynak :AI 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 farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

## 2. RAPORUN AMACI

04.04.2022 tarihli bu rapor, Büyükkayacık Mahallesi 407 Nolu Sokak No:8 42250 Selçuklu / KONYA adresinde mukim İmaş Makina Sanayi A.Ş. Anonim Şirketi (“İmaş”, “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, 21.02.2022 tarihli Halka Arz Aracılık ve Satış Sözleşmesi ile aynı tarihli Değerleme Hizmet Sözleşmesi” kapsamında İmaş 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 ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararına 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.

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.

İmaş'ın 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 21.02.2022 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 İmaş Makina Sanayi 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 21.02.2022 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:

- Raporda 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 değerlendirilmekle 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 itibarı 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 uydüğümüzü, 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.

## 6. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

### 6.1 ŞİRKETİN GENEL BİLGİLERİ

#### 6.1.1 Şirket Hakkında Genel Bilgi

İmaş Makina Sanayi A.Ş. Konya Ticaret Sicili'ne 28 Temmuz 1989'da tescil edilmiş ve Büyükkayacık Mahallesi 407 Nolu Sokak No:8 Selçuklu / KONYA adresinde kurulmuştur. Şirket'in merkezi aynı adrestedir. Şirket süresizdir.

Tablo 2	Şirket Bilgi Kartı
Hukuki statüsü	: Anonim Şirket
Tabi olduğu mevzuat	: T.C. Kanunları
Kurulduğu ülke	: Türkiye
Bağlı olunan Ticaret Sicil Müdürlüğü	: Konya Ticaret Sicili Müdürlüğü
Ticaret Sicil No	: 19954
Merkez adresi	: Büyükkayacık Mahallesi 407 Nolu Sokak No:8 Selçuklu / KONYA
İnternet adresi	: www.imas.com.tr
Telefon	: +90 332 239 01 41
Faks	: +90 332 239 01 44

Kaynak: İzahname

#### 6.1.2 Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Buğday, mısır, çavdar, yulaf, arpa gibi tahılların un ve irmik haline getirilmesinde kullanılan makinaların ve anahtar teslimi tesislerin üretilmesi ve kurulması faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla 1989 yılında İttifak Makina Sanayi A.Ş. ünvanı ile kurulan ve 1999 yılında İmaş Makina Sanayi A.Ş. olarak unvan değişikliğine giden Şirket, 07.01.2013 tarihinde 1.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesini iç kaynaklardan %650 oranında artırarak 7.500.000 TL'ye; 10.12.2020 tarihinde 22.500.000 TL'nin tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmak suretiyle %300 oranında artırılarak 30.000.000 TL'ye çıkarmıştır. 29.07.2021 tarihinde Şirket'in hakim ortağı İttifak Holding A.Ş., Şirket sermayesinde sahip olduğu 2.200.000 adet payı Adese Gayrimenkul Yatırım A.Ş.'ye devretmiş; devir sonrası Şirket sermayesinde İttifak Holding'in payı %82,69, Adese Gayrimenkul'ün payı %17,31 olmuştur.

Şirket'in 30.000.000 TL çıkarılmış sermayesinde İttifak Holding A.Ş.'nin 6.600.000 TL nominal tutarlı (A) grubu nama yazılı, yönetim kurulu üyelerini seçme ve oyda imtiyaz hakkı veren payları ile 18.205.980 TL nominal tutarlı B grubu hamiline yazılı payları bulunmaktadır. Şirket'in hakim ortağı İttifak Holding'in oy hakkı oranı %90,79'dur.

Halka arz, Şirket'in 30.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 37.000.000 TL'ye çıkarılması kapsamında ihraç edilecek olan toplam 7.000.000 TL nominal değerli 7.000.000 adet B grubu hamiline pay ile, Şirket'in mevcut ortaklarından İttifak Holding'in sahip olduğu 7.000.000 TL nominal değerli 7.000.000 adet B grubu hamiline payın



satışı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz edilecek 14.000.000 TL nominal değerli B grubu hamiline yazılı payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (37.000.000 TL) oranı %37,84 olacaktır.

Tablo 3

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ticaret Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)	Grubu	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)
İttifak Holding A.Ş.	A	6.600.000	22,00	A	6.600.000	17,84
	B	18.205.980	60,69	B	11.205.980	30,28
Adese Gayrimenkul Yatırım A.Ş.	B	5.194.020	17,31	B	5.194.020	14,04
Halka Açık Kısım	-	-	-	B	14.000.000	37,84
				B	7.000.000	18,92
				B	7.000.000	18,92
	<b>TOPLAM</b>	<b>30.000.000</b>	<b>100,00</b>		<b>37.000.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: İzahname

## 6.2 FAALİYET KONUSU

Şirket, 1989 yılında tahıl değirmenciliği ekipmanları ve şeritli testere tezgahlarının imalatı faaliyetleri ile makina sektörüne girmiştir. 2003 yılında buğday, mısır, çavdar, yulaf, arpa gibi tahılların un ve irmik haline getirilmesinde kullanılan makinelerin ve anahtar teslimi tesislerin üretilmesi ve kurulması faaliyetlerine dönük "Milleral"; şeritli testere tezgahları üretimine dönük "Cuteral" markaları oluşturulmuş ve tescil edilmiştir. Şirket, 2011-12 yılında imalat yeteneklerini ve kapasitelerini artırmak amacıyla 3 adet CNC tezgah ve kaynak robotu yatırımı gerçekleştirmiştir. Şirket, 2014 yılında büyükbaş, küçükbaş ve kanatlı hayvan yemi üretimi için kullanılan makinelerin ve anahtar teslimi tesislerin üretilmesi ve kurulması faaliyetlerine başlamış; söz konusu faaliyetler 2015 yılında tescil edilen "Viteral" markasının çatısı altında toplanmıştır.

2017 yılında çelik konstrüksiyon alanında "Sternal" markası oluşturulmuştur. Şirket, Sternal markası ile endüstriyel yapılar, hizmet binaları, sosyal binalar (otel, AVM, hastane), stadyum ve köprü gibi projelerin anahtar teslim yapımı alanında faaliyet göstermeye başlamıştır. 2017 yılında daire testere tezgahların ticareti "Cuteral" markası çatısı altında faaliyete geçirilmiştir. 2018 yılında Pro-support markası ile satış sonrası hizmetler ve yedek parça satış departmanı faaliyete geçirilmiştir.

Beş kıtada 100'ü aşkın ülkeye ihracat gerçekleştiren Şirket, 2017 yılında Konya OSB'de yer alan yaklaşık 56.090 metrekare açık alan üzerinde 29.285 metrekare kapalı alana sahip fabrikasına taşınmıştır. 2017'de ayrıca 1 adet lazer, 2 adet CNC 5 eksen, 1 adet 11 eksenli kaynak robotu ve 2 adet boya hattı yatırımları yapılmıştır. Bu yatırımlarla birlikte tedarikçilerden fason olarak temin ettiği bir kısım girdilerini kendi bünyesinde üretmeye başlamış ve bu sayede üretimde kalite ve maliyetlerde tasarruf sağlanmıştır. Aynı yıl, vals üretim hattında sektördeki ilk "seri üretim bandı ve kanban sistemi" kurularak vals üretim kapasitesi 30 adet/ay dan 55 adet/ay'a çıkarılmıştır. 2017 yılında çelik konstrüksiyon alanında

“Steral” markası oluşturulmuştur. Şirket, Steral markası ile endüstriyel yapılar, hizmet binaları, sosyal binalar (otel, AVM, hastane), stadyum ve köprü gibi projelerin anahtar teslim yapımı alanında faaliyet göstermeye başlamıştır. Aynı yılda daire testere tezgahları ticareti “Cuteral” markası çatısı altında faaliyete geçirilmiş ve 2018 yılında Pro-support markası ile satış sonrası hizmetler ve yedek parça satış departmanı faaliyete geçirilmiştir.

2020 yılında 8 Kw, 6\*2 mt ebatında 1 adet fiber lazer kesim makinası yatırımı devreye alınmıştır. Bu yatırım ile yumuşak çelik, paslanmaz, alüminyum, pirinç ve bakır malzemelerin kesim kapasitesi dört kat artırılarak; fason saç kesim maliyetleri düşürülmüştür. Bu tezgahla birlikte 30 mm kalınlığa kadar tüm yumuşak çelik, paslanmaz, alüminyum, pirinç ve bakır malzemelerin kesimi yapılabilmektedir. Şirket, 17.05.2021 tarihinde devreye aldığı, fabrika binası çatısına konumlandırılmış 1,4 MW gücündeki GES yatırımı ile yaklaşık olarak yıllık enerji ihtiyacını kendisi karşılar ve ihtiyaç fazlası elektriği dışarı satar duruma gelmiştir.

## 7. FİNANSAL BİLGİLER

### 7.1 Gelir Tablosu

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda yer almaktadır:

Tablo 4 (TL)	Gelir Tablosu		
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Hasılat	272.797.110	202.300.667	161.409.790
Satışların Maliyeti	(170.273.937)	(129.467.433)	(103.388.764)
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	<b>102.523.173</b>	<b>72.833.234</b>	<b>58.021.026</b>
Genel Yönetim Giderleri	(16.203.295)	(12.625.630)	(7.693.620)
Pazarlama Giderleri	(46.700.482)	(35.949.876)	(26.765.403)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(18.013.924)	(8.375.054)	(5.114.609)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	69.633.320	35.732.607	17.598.120
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(48.608.805)	(22.387.741)	(10.747.631)
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>42.629.987</b>	<b>29.227.540</b>	<b>25.297.882</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	13.401.339	11.988.586	34.429
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	(91.711)	-
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet K/Z</b>	<b>56.031.326</b>	<b>41.124.415</b>	<b>25.332.311</b>
Finansman Gelirleri	35.248.855	30.225.353	23.178.545
Finansman Giderleri	(30.518.567)	(23.050.601)	(10.020.994)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>60.761.614</b>	<b>48.299.167</b>	<b>38.489.863</b>
Dönem Vergi Gideri/Geliri	(407.610)	(4.270.122)	-
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	(9.578.330)	(3.645.203)	(282.267)
<b>Net Dönem Karı/Zararı</b>	<b>50.775.674</b>	<b>40.383.842</b>	<b>38.207.596</b>

Kaynak: İzahname

### 7.2 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 5	Karlılık Analizi		
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Brüt Kar Marjı	37,58%	36,00%	35,95%
Faaliyet Kar Marjı	15,63%	14,45%	15,67%
Net Kar Marjı	18,61%	19,96%	23,67%

Kaynak: İzahname

### 7.3 Bilanço Varlık ve Yükümlülükleri

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço kalemleri aşağıda yer almaktadır:

#### 7.3.1 Bilanço Varlıklarındaki Gelişmeler

Tablo 6/1	Seçilmiş Bilanço Varlık ve Yükümlülükleri		
Finansal Durum Tablosu Kalemleri (TL)	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>			
Nakit ve Nakit Benzerleri	16.829.128	17.866.167	5.171.513
Ticari Alacaklar	76.624.614	97.595.367	78.836.069
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	7.282.602	19.180.785	32.052.655
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	69.342.012	78.414.582	46.783.414
Diğer Alacaklar	7.614.819	177.738.106	165.267.815
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	388.067	176.373.049	164.691.277
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	7.226.752	1.365.057	576.538
Stoklar	96.243.500	62.761.503	47.995.474
Peşin Ödenmiş Giderler	11.047.442	13.246.405	5.298.478
-İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	11.047.442	13.246.405	5.298.478
Diğer Dönen Varlıklar	10.252.827	5.605.982	4.025.958
<b>TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>218.612.330</b>	<b>374.813.530</b>	<b>306.724.008</b>
<b>DURAN VARLIKLAR</b>			
Finansal Yatırımlar	241.797.513	2.619.550	8.025.339
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	27.786.000	14.670.000	-
Maddi Duran Varlıklar	172.738.920	85.092.251	84.325.506
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	175.735	55.994	112.178
<b>TOPLAM DURAN VARLIKLAR</b>	<b>442.964.884</b>	<b>103.871.771</b>	<b>92.753.132</b>

<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>661.577.214</b>	<b>478.685.301</b>	<b>399.477.140</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	33.934	31.153	427.703
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	45.947.311	46.458.712	42.050.893
Ticari Borçlar	68.179.216	109.644.281	78.006.247
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	18.603.682	22.166.394
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	68.179.216	91.040.599	55.839.853
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.100.729	1.425.897	1.043.840
Diğer Borçlar	543.405	18.093.979	36.671.842
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	1.344.475	36.508.119
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	543.405	1.219.770	163.723
Ertelenmiş Gelirler	61.648.476	48.655.534	21.159.260
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	61.648.476	48.655.534	21.159.260
Kısa Vadeli Karşılıklar	7.070.585	4.495.201	2.815.917
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	941.814	661.308	506.272
-Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	6.128.771	3.833.893	2.309.645
<b>TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>185.523.656</b>	<b>213.275.023</b>	<b>182.175.702</b>
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>			
Uzun Vadeli Borçlanmalar	55.559.927	87.914.330	96.828.230
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.307.465	4.439.605	2.292.084
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	5.307.465	4.439.605	2.292.084
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	34.338.084	8.617.515	2.641.582
<b>TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>95.205.476</b>	<b>100.971.450</b>	<b>101.761.896</b>
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>280.729.132</b>	<b>314.246.473</b>	<b>283.937.598</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>			
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	30.000.000	7.500.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	106.266.875	42.111.553	32.977.426
-Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	109.198.238	44.778.944	34.433.492
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç/Kayıpları	-2.931.363	-2.667.391	-1.456.066
Gerçeğe uygun değer farkı diğer kapsamlı gelire yansıtılan finansal varlıklardan kazançlar (kayıplar)	100.596.000	-	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.783.942	2.783.942	2.104.256
Diğer Yedekler	4.583.125	4.490.313	4.496.313
Geçmiş Yıllar Karları	85.842.466	44.669.178	30.253.951
Net Dönem Karı	50.775.674	40.383.842	38.207.596
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>380.848.082</b>	<b>164.438.828</b>	<b>115.539.542</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>661.577.214</b>	<b>478.685.301</b>	<b>399.477.140</b>

Kaynak : İzahname

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sk. Beybi Giz Plaza  
No:1 K/2 D:5-6 Maslak-Sarıyer/İstanbul  
Maslak V.D. 388 804 3521 Tic.Sic.No:270189  
www.ai-capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100019

Tablo 6/2 (000 TL)	Seçilmiş Finansal Tablo Verileri							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dönen Varlıklar	54.085	105.521	154.349	322.547	480.409	306.724	374.814	218.612
Duran Varlıklar	28.294	48.196	66.892	75.229	83.062	92.753	103.872	442.965
Aktif Toplamı	82.379	153.717	221.241	397.775	563.470	399.477	478.685	661.577
K.V. Yabancı Kaynaklar	49.581	93.186	158.612	304.183	438.312	182.176	213.275	185.524
U.V. Yabancı Kaynaklar	9.025	21.398	30.233	52.702	66.862	101.762	100.971	95.205
Özkaynaklar	23.774	39.133	32.397	40.891	58.296	115.540	164.439	380.848
Sermaye	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	30.000	30.000
Dönem Karı	3.105	12.503	9.306	10.376	12.662	38.208	40.384	50.776
Pasif Toplamı	82.379	153.717	221.241	397.775	563.470	399.477	478.685	661.577
Hasılat	37.855	83.121	87.252	125.496	182.722	161.410	202.301	272.797
Brüt Kar	11.618	32.664	26.316	39.064	67.979	58.021	72.833	102.523
Faaliyet Karı	-767	18.644	11.144	20.004	31.812	25.298	29.228	42.630
Dönem Net Karı	3.105	12.503	9.306	10.376	12.662	38.208	40.384	50.776

Kaynak : Şirket

### 7.3.2 Bilanço Oran Analizleri

**Likidite Oranları:** Ortaklıkların kısa vadeli borç ödeme gücünün ölçülmesi amacıyla hesaplanan oranlardır. Likidite oranları hesaplanırken aktiflerde yer alan dönen varlıklar ve pasiflerde yer alan kısa vadeli borçlar baz alınmaktadır.

- Cari Oran: İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemesinde bir zorluğun olup olmadığını gösterir.
- Nakit Oran: İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemesinde ödeme kaynağı olarak sadece hazır değerler dikkate alınır.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite oranlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 7		Likidite Oranları		
		2021	2020	2019
<b>Cari Oran</b>	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,18	1,71	1,68
<b>Asit Test Oran</b>	Dönen Varlıklar- Stoklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,66	1,43	1,42
<b>Stok Oranı</b>	Stoklar / Toplam Varlıklar	0,15	0,13	0,12

Kaynak: İzahname

**Mali Yapı Oranları:** Şirket'in kaynak yapısını analiz etmek için kullanılır. Şirket bilançosundaki varlıkların kaynağının ne olduğu ve kaynak kırılımının anlaşılması için kullanılan oranlardır.

AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sk. Beybi Giz Plaza  
No:1 K:2 D:5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Tic. Sic. No: 268 004 3521 Tic. Sic. No: 268 004 3521  
www.aicapital.com.tr  
Mersis No: 0386004352100015

- a-) Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar): Şirket'in toplam yükümlülüklerinin yani borçlarının Şirket'in toplam varlıklarına bölünmesiyle bulunur. Şirket'in varlıklarının ne kadarını borçla finanse ettiğini gösterir.
- b-) Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının kısa vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.
- c-) Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının uzun vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.
- d-) Özkaynaklar/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının öz kaynaklarla fonlandığını gösterir.
- e-) Duran Varlıklar/ Özkaynaklar: Şirket'in duran varlıklarının ne kadarının özkaynaklarla fonlandığını gösterir.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibariyle mali oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 8	Mali Yapı Oranları	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)		0.42	0.67	0.71
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar		0.28	0.46	0.46
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar		0.14	0.20	0.25
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar		0.58	0.33	0.29
Duran Varlıklar / Özkaynaklar		1.16	0.63	0.80
Alacak Devir Gün Sayısı (Ticari Alacaklar/Net Satışlar*365) - Gün		76	176	178
Stok Devir Gün Sayısı (Stoklar/Satışların Maliyeti*365) - Gün		206	177	169
Borç Devir Gün Sayısı (Borçlar/Satışların Maliyeti*365) - Gün		146	309	275

Kaynak : İzahname

## 8. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

### 8.1 DEĞERLEME ÇALIŞMASINA İLİŞKİN BEYAN

Şirket'in değerlendirme 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 3. bölümünde yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

### 8.2 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 Üniversitesi Ekonomi ve Finans 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) ve Türev Araçlar Lisansına (Belge no: 307458) sahiptir.

### 8.3 DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Fiyat Tespit Raporu, SPK'nun III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS-2017)<sup>2</sup> 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.

#### 8.3.1 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 değer 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. 31.12.2021 dönemi itibariyle ana ortaklığa ait özkaynakları 380.848.082 milyon TL olup, 30.000.000 TL'lik sermayesi dikkate alındığında pay başına defter değeri 12,69 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 değerlendirilmemiş; ancak yalnızca gelir yaklaşımı ile Pazar yaklaşımının nihai değer tespitinde esas alınması uygun görülmüştür.

#### 8.3.2 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 (İNA) yöntemi, şirketin faaliyetleri sonucu oluşan ve gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen nakit

<sup>2</sup> <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>

akımlarını indirgeme faktörü ile bugüne indirgeyerek şirket değerinin tespit edilmesinde uygulanan değerlendirme yöntemidir. UDS 200 İşletmeler ve işletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin uzun vadeli potansiyelini de yansıtarak özgün değerini bulmaya odaklanır. Bunu yaparken de şirket özelindeki riskleri belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin en önemli dezavantajı, varsayımlara çok duyarlı olması ve dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur.

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 (indirgenmiş nakit akımları) yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma anlamlı ağırlık verilmesi gereklilik arz etmektedir. Bu kapsamda, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.2 uyarınca, gelecek nakit akışlarının sabit sözleşme tutarlarına dayanmadığı hallerde, gerekli girdileri sağlamak amacıyla beklenen nakit akışlarına dair tahminlerde bulunulması gereklidir. İşbu raporda yer alan İNA değerlemesinde, Şirket'in mevcut durumda geliştirmekte olduğu projelerden gerçekleşmesini beklediği nakit akımlarının miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcuttur. Ayrıca, Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin yatırımcının gözünde değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması dolayısıyla, değerlemenin amacına uygun olduğu düşünülerek, Gelir Yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Atışları yöntemi kapsamında 01.01.2022 ile 31.12.2031 dönemleri arasındaki nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.4. madde (d) bendi uyarınca, tahmin süresinin sonundaki devam eden değerler değerlendirme konusu varlık için uygunluğu sorgulanmıştır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değerlerin hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.22 maddesinin a bendi uyarınca sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır. İşbu Fiyat Tespit Raporunun 6.2. numaralı bölümünde belirtilen faaliyetlerden sürekli nakit akışı sağlayan Şirket'in marka, proje ve satış sonrası hizmet bazında elde ettiği hasılat gelirleri ile maliyet ve faaliyet giderleri dikkate alınarak serbest nakit akımları hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi (01.01.2022 – 31.12.2031) boyunca tahmin edilen serbest nakit akımlarının bugünkü değerleri toplanarak belirlenmiştir. Bu değere, sabit (uç) değer ile büyütülerek hesaplanan uç değer nakit akımlarının bugünkü değeri eklenerek Firma Değeri hesaplanmıştır. Ardından, Firma Değeri'nden net borç (Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri) rakamı düşülerek Şirketin nihai Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Gerek miktar ve gerekse fiyatlamaya yönelik öngörü ve projeksiyonlar, yurtiçi ve yurtdışı piyasa ve makroekonomik koşullar doğrultusunda değişiklik gösterebileceğinden gelir tutarının projeksiyonu görece sağlıklı olmayabilecektir. Bu nedenle, tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan



bir yapıda gelir projeksiyonu yapılmıştır.

### 8.3.2.1 Gelir Tablosu Varsayımları ve Projeksiyonlar

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; İmaş'ın 2019, 2020 ve 2021 yıllarına ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tabloları esas alınmıştır. İlgili dönemlere ilişkin bağımsız denetim raporlarına Şirketin [www.imas.com.tr](http://www.imas.com.tr) ve [www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr) adreslerinden ulaşılabilir. Ayrıca, Şirket yönetimi tarafından sağlanan satış geliri, üretim ve maliyet bilgileri değerlendirilmiş 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; Şirket'in organizasyon yapısında, yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini kesintiye uğratabilecek, bilgi ve tecrübe birikiminin etkileyecek türden önemli bir değişimin yaşanmayacağı varsayılmıştır.

İNA projeksiyonu yapılırken, Şirket'in geçmişi, içinde bulunduğu sektörün yapısı, işletmenin mali durumu, kar yaratma kapasitesi, sabit ve dönen varlıklarının değeri dikkate alınmıştır. Şirket Yönetimi'nin paylaşmış olduğu üretim, satış gelirleri ve faaliyet giderlerine dair öngörüler tarafımızca değerlendirilmiştir.

**Üretim ve Kapasite Kullanımı:** Şirketin Milleral, Viteral, Cuteral ve traktör üreticilerine gerçekleştirilen "Çeki Grubu" ürün satışlarının yer aldığı Diğer ürün markaları altında gerçekleştirdiği üretim kapasitesi ve kapasite kullanım oranları (KKO) aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Marka	2018			2019			2020			2021		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
İmalat	1.707	10.604	16,1%	1.879	10.219	18,4%	3.881	9.317	41,7%	5.456	8.390	65,0%
Milleral	1.183	2.832	41,8%	1.084	2.553	42,5%	1.327	2.728	48,6%	1.055	1.743	60,5%
Viteral	110	605	18,2%	91	573	15,9%	130	763	17,0%	150	459	32,7%
Cuteral	414	868	47,7%	238	794	30,0%	313	785	39,9%	524	588	89,1%
Diğer*	0	6.300	0,0%	466	6.300	7,4%	2.111	5.041	41,9%	3.727	5.600	66,6%

Kaynak : Şirket

\*: Traktör üreticilerine gerçekleştirilen Çeki Grubu üretimi

Şirket'in üretim kapasitesi Milleral markasında 2018 yılında 2.832 adet ile %41,8 düzeyinde kapasite kullanım oranı (KKO) sağlarken, 2019 yılında 2.553 adet ile %42,5 oranında KKO'na ulaşmıştır. 2020 yılında Milleral'de yıllık üretim kapasitesi 2.728 adet düzeyine yükselirken,

KKO da %48,6 oranında gerçekleşmiştir. Milleral markasında 2021 sonu itibarıyla üretim kapasitesi 1.743 adet, KKO'nı %60,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. Viteral markasında üretim kapasitesi ve kapasite kullanımı sırasıyla 2018'de 605 adet ve KKO %18,2, 2019 yılında 573 adet ve KKO %15,9 ve 2020 yılında 763 adet ve KKO %17,0 düzeyinde gerçekleşirken; 2021 yılında üretim kapasitesi 459 adet ve KKO'nı da %32,7 düzeyine ulaşmıştır. Cuteral markasında üretim kapasitesi ve kapasite kullanımı sırasıyla 2018'de 868 adet ve KKO %47,7, 2019 yılında 794 adet ve KKO %30,0 ve 2020 yılında 785 adet ve KKO %39,9 düzeyinde gerçekleşirken; 2021 yılında üretim kapasitesi 588 adet ve KKO'nı da %89,1 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Hali hazırda Çeki Grubu üretiminin yer aldığı "diğer" markalar kategorisinde üretim kapasitesi ve kapasite kullanımı sırasıyla 2018'de 6.300 adet ve KKO %0,0, 2019 yılında 6.300 adet ve KKO %7,4 ve 2020 yılında 5.041 adet ve %41,9 düzeyinde gerçekleşirken; 2021 yılında üretim kapasitesi 5.600 adet ve KKO'nı da %66,6 düzeyinde gerçekleşmiştir. Özetle, makina imalatı iş kolunda KKO 2018'de %16,1, 2019 yılında %18,4, 2020 yılında %41,7 seviyesinde gerçekleşirken, 2021 yılında makina imalatında toplam KKO %65,0 düzeyinde gerçekleşmiştir.

2018 yılında 10.604 adet olan üretim kapasitesinin 2019 yılında 10.219 adete, 2020 yılında 9.317 adete ve 2021 yılında da 8.390 adet düzeyine gerilediği gözlenmektedir. Üretim kapasitesindeki düşüşte, dünyada süregelen Covid-19 pandemisi nedeniyle tam zamanlı çalışmada yaşanan problemler ve dünya genelinde ortaya çıkan hammadde ve yarı mamül tedarik zincirindeki kesiti başlıca etken olmuştur.

Şirketin 2022 - 2031 yılları arasındaki üretim ve kapasite kullanım oranı projeksiyonları Tablo 10/1 ve 10/2'de yer almaktadır.

Marka	Üretim (Adet) ve Kapasite Kullanım Oranı (KKO; %) Projeksiyonları											
	2022T			2023T			2024T			2025T		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
İmalat	6.348	9.689	65,5%	6.401	9.772	65,5%	6.597	10.105	65,3%	6.926	10.590	65,4%
Milleral	1.734	2.177	79,6%	1.540	2.177	70,7%	1.565	2.422	64,6%	1.708	2.578	66,3%
Viteral	199	499	39,9%	255	499	51,1%	297	547	54,3%	344	649	53,0%
Cuteral	610	713	85,6%	676	795	85,0%	727	837	86,9%	779	1.063	73,3%
Diğer*	3.805	6.300	60,4%	3.930	6.300	62,4%	4.008	6.300	63,6%	4.095	6.300	65,0%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

\* : Traktör üreticilerine gerçekleştirilen Çeki Grubu üretimi

T : Şirket Tahmini

2022 yılında büyük bölümü (%65'i) Milleral markasında olmak üzere, Viteral, Cuteral ve Çeki Grubu üretiminin toplamında 17,6 milyon TL tutarında kapasite yatırımı öngören Şirket, 2023 yılında 6 milyon TL, 2024 yılında 9 milyon TL, 2025 yılında 6 milyon TL ve 2026 yılında 9 milyon TL tutarında kapasite yatırımı planlamaktadır. Söz konusu kapasite yatırımlarına istinaden,

2022-2026 döneminde Milleral, Viteral, Cuteral ve Diğer (Çeki Grubu) üretiminin toplamında kapasite kullanım oranının ortalama %65,3 ile %66,5 arasında gerçekleşeceği hesaplanmıştır. 10 yıllık projeksiyonun döneminin 2027-2031 yılları arasında ise Şirket hasılatının %1,2'si oranında yatırım harcaması yapılacağı varsayılmış ve bu varsayım altında üretim kapasiteleri Tablo 10/1 ve Tablo 10/2'de görüldüğü gibi hesaplanmıştır. Buna göre, kapasite kullanım oranı kademeli artışla 2029 yılında %75,3 oranına ulaşırken, 2030 yılında %80,2 ve projeksiyon döneminin son yılında %85,6 seviyesinde gerçekleşmektedir. Bu durumda, halihazırda projeksiyonlarda öngörülenin ötesinde ilave bir yatırım ihtiyacının ortaya çıkmayacağı anlaşılmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde söz konusu kapasite yatırımları serbest nakit akımları hesabından düşülerek değerlendirilmiştir.

Marka	2026T			2027T			2028T			2029T		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
İmalat	7.224	10.868	66,5%	7.827	11.044	70,9%	8.474	11.588	73,1%	9.176	12.194	75,3%
Milleral	1.753	2.732	64,2%	1.928	2.732	70,6%	2.121	2.772	76,5%	2.333	2.817	82,8%
Viteral	392	749	52,4%	435	749	58,1%	483	749	64,5%	536	749	71,6%
Cuteral	902	1.087	83,0%	944	1.263	74,7%	988	1.263	78,2%	1.035	1.280	80,9%
Diğer*	4.177	6.300	66,3%	4.520	6.300	71,7%	4.881	6.804	71,7%	5.272	7.348	71,7%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

\* : Traktör üreticilerine gerçekleştirilen Çeki Grubu üretimi

T: Şirket Tahmini

Marka	2030T			2031T		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
İmalat	9.939	12.389	80,2%	10.768	12.586	85,6%
Milleral	2.567	2.868	89,5%	2.823	2.925	96,5%
Viteral	595	756	78,7%	661	756	87,4%
Cuteral	1.084	1.298	83,5%	1.135	1.298	87,5%
Diğer*	5.693	7.467	76,2%	6.149	7.607	80,8%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

**Marka Bazında Hasılat Dağılımı:** Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 finansal tablo dönemleri itibariyle satış gelirlerinin ana kategoriler bazında ve "yurt içi, yurt dışı" şeklinde sınıflandırılmış hali aşağıda yer almaktadır. İhracat kayıtlı satışlar yurt içi satış kategorisinde değerlendirilmiş olup, indirim ve iadeler düşüldükten sonra tüm markalardaki net satış tutarlarına ulaşılmıştır.

Net Satışlar	Ürün	2019		2020		31.12.2021	
		Oran	Oran	Oran	Oran		
Yurt Dışı	Cuteral	3.179.197	3%	3.488.677	2%	2.102.335	1%
	Milleral	76.393.091	71%	99.723.191	68%	121.146.644	72%
	Viteral	27.800.587	26%	33.859.354	23%	27.487.080	16%
	Steral	62.332	0%	0	0%	0	0%
	Pro-support	507.963	0%	10.131.115	7%	17.191.046	10%
	Diğer	0	0%	0	0%	34.539	0%
<b>Y.Dışı Toplam</b>	<b>Tüm Markalar</b>	<b>107.943.170</b>	<b>100%</b>	<b>147.202.337</b>	<b>100%</b>	<b>167.961.643</b>	<b>100%</b>

Kaynak : İzahname, Bağımsız Denetim Raporları

Net Satışlar	Ürün	2019	Oran	2020	Oran	31.12.2021	Oran
Yurt İçi	Cuteral	4.295.047	8%	9.146.565	17%	17.782.181	17%
	Milleral	39.494.565	74%	24.457.244	44%	68.126.110	65%
	Viteral	4.912.124	9%	7.347.462	13%	1.506.943	1%
	Steral	227.302	0%	5.375.751	10%	5.607.644	5%
	Pro-support	869.438	2%	4.953.534	9%	4.162.950	4%
	Diğer	3.668.144	7%	3.817.774	7%	7.649.639	7%
<b>Y.İçi Toplam</b>	<b>Tüm Markalar</b>	<b>53.466.620</b>	<b>100%</b>	<b>55.098.330</b>	<b>100%</b>	<b>104.835.467</b>	<b>100%</b>

Kaynak : İzahname, Bağımsız Denetim Raporları

Net Satışlar	Ürün	2019	Oran	2020	Oran	31.12.2021	Oran
Yurt İçi + Yurt Dışı	Cuteral	7.474.244	5%	12.635.242	6%	19.884.516	7%
	Milleral	115.887.656	72%	124.180.435	61%	189.272.753	69%
	Viteral	32.712.711	20%	41.206.816	20%	28.994.023	11%
	Steral	289.634	0%	5.375.751	3%	5.607.644	2%
	Pro-support	1.377.401	1%	15.084.649	7%	21.353.996	8%
	Diğer	3.668.144	2%	3.817.774	2%	7.684.177	3%
<b>Net Satışlar Toplam</b>	<b>Tüm Markalar</b>	<b>161.409.790</b>	<b>100%</b>	<b>202.300.667</b>	<b>100%</b>	<b>272.797.110</b>	<b>100%</b>

Kaynak : İzahname, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2019 yılında 161,4 milyon TL olan satış gelirlerinin 2020 yılında ise 2019 yılına kıyasla %20,2 artışla 202,3 milyon TL olarak gerçekleştiği görülmektedir. 2020 yılında 202,3 milyon TL olan satış gelirleri 2021 yılında %34,8 artışla 272,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in satışlarında Milleral ve Viteral ürün grubu içerisindeki "Anahtar Teslim Tesis Kurulumu" faaliyetlerinden elde edilen gelirler önemli yer kaplamaktadır. 2020 yılında anahtar teslim tesis kurulumlarından elde edilen satış gelirleri toplam satışların % 61 'ini oluştururken; 2021 yılında Şirket'in satış gelirlerinin %69'unu anahtar teslim tesis kurulumlarından elde edilmiştir.

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, anahtar teslim tesis kurulumlarının da yer aldığı Milleral ve Viteral ürün grubu, Şirket'in sürekli olarak en yüksek tutarda ve oranda satışını yaptığı ürünlerdir. Söz konusu 2 ürün grubunun toplam satışlar içerisindeki payı son 3 yıl içerisinde sürekli olarak %80'in üzerindeyken; 2021 yılında %80 olarak gerçekleşmiştir.

2019 yılında toplam satışlardan %72 pay alan Milleral grubu ürünlerin 2020 yılında toplam satışlardan aldığı payın %61'e düştüğü görülmektedir. Bu düşüşün temel sebebi; 2019 yılında 39,5 milyon TL olan Milleral ürün grubu yurt içi satış tutarının, 2020 yılında 2019 yılına göre %38,1 azalışla 24,5 milyon TL olarak gerçekleşmesidir. Milleral ürün grubu satışları 2021 yılında 2020 yılına kıyasla %183,3 oranında artış göstermiş ve toplam satışlar içerisindeki payı yeniden %65 seviyesine çıkmıştır.

2019 ve 2020 yıllarında toplam satışlar içerisindeki payı %20 olarak gerçekleştiren Viteral ürün grubu payının 2021 yılında % 11'e düştüğü görülmektedir. Bu düşüşün temel sebebi; 2020

yılında 7,4 milyon TL olan yurt içi Vİteral ürün grubu satışlarının 2021 yılında, 2020 yılına kıyasla %79,5 düşüşle 1,5 milyon TL olarak gerçekleşmiş olmasıdır.

Cuteral ürün grubunun 2019 yılında %5 olan toplam satışlar içerisindeki payının, daha sonraki dönemde yeniden artış trendine girmiş ve 2020 yılında 2019 yılına kıyasla %73,7 artışla 12,6 milyon TL'ye çıkmıştır. Cuteral ürün grubu satışlarının 2021 yılında, 2020 yılına kıyasla %57,4 artışla 19,9 milyon TL olarak gerçekleştiği görülmektedir.

Endüstriyel yapılar, hizmet binaları, sosyal binalar (otel, AVM, hastane), stadyum ve köprü gibi projelerin anahtar teslim yapımı alanında yürütülen faaliyetler proje bazlı, anahtar teslim ve dönemsellik gerektiren süreçleri kapsadığı için; Steral markası ile elde edilen satış gelirleri, yıllar itibariyle alınan işlere bağlı olarak değişkenlik gösterebilmektedir. 2019 yılında 281.596 TL olarak gerçekleşen Steral ürün grubu satışları, 2020 yılında 5,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında Steral ürün grubu satışları 5,6 milyon TL'dir.

Şirket'in Milleral ve Vİteral ürün grupları içerisinde yer alan anahtar teslim tesis kurulumu faaliyetlerine dönük, sektörde var olan satış sonrası hizmetler ve yedek parça tedarik boşluğunun farkında olan Şirket; 2018 yılında hem mevcut kurulumunu gerçekleştirdiği tesislere hem de rakip firmalar tarafından kurulumu gerçekleştirilen diğer tesislere etkin, çözüm odaklı satış sonrası hizmetler ve yedek parça tedariki sağlayarak; sahip olduğu mevcut kalite anlayışının pazardaki farkındalığını artırmak, rakip firmalardan kurulum hizmeti alan, pazardaki potansiyel müşterilere ulaşabilmek amaçlarıyla, Pro-support markasını geliştirmiş ve sektörde bu konuda öncü olmuştur. Yukarıdaki tabloda yer alan Pro-support satış gelirleri verilen hizmet kapsamında sunulan yedek parça ve işçilik kalemlerinden oluşmaktadır. Faaliyete geçtiği 2018 yılında 2,3 milyon TL olan Pro-support satış gelirleri 2019 yılında 1,4 milyon TL olarak gerçekleşmişken; 2020 yılında 2019 yılına kıyasla %995 artışla 15,1 milyon TL seviyesine çıkmıştır. 2021 yılında 2020 yılına kıyasla %41,6 artışla 21,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Pro-support markası altında yürütülen faaliyetler Şirket'in satış hasılatı ve karlılığına direkt katkı sağlamakla birlikte; esas olarak Milleral ve Vİteral ürün grupları içerisinde yer alan anahtar teslim tesis kurulum faaliyetlerine yönelik yeni iş ilişkileri geliştirilmesine ve bu ürün gruplarının satış hasılatlarına önemli katkı sağlamaktadır.

Tabloda Diğer ürün grubu başlığında sınıflandırılan satış gelirleri traktör üreticilerine gerçekleştirilen "Çeki Grubu" ürün satışlarından ve üretimde kullanıldıktan sonra kalan atık hurda satışlarından oluşmaktadır. Çeki demiri, traktör hidrolik alt bağlantı kollarına bağlanan, delikli lamadır.

İlk olarak 2019 yılında üretim ve satışına başlanan ve 2019 yılında 387.150 TL satış geliri elde edilen Çeki grubu ürün satışları 2020 yılında 2019 yılına göre %706 artışla 3,1 milyon TL'ye, 2021 yılında 2020 yılı 12 aylık dönemini de aşarak 5,5 milyon TL'ye çıkmıştır.

Şirket'in satış gelirlerine ilişkin verilerin dönemsel olarak değerlendirilmesinde, satış gelirlerinin yaklaşık %70'ini oluşturan anahtar teslim tesis kurulum gelirlerinin, tedarik zincirinden başlayıp tesislerin kurulumu ve ilk çalıştırılması aşamalarına kadar geçen süreç nedeniyle dönemsellik içerdiği hususu ve bu hususun dönemsel verilerde sapmalara yol

açabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

**Marka ve iş kolu bazında hasılat varsayımları:** Şirket'in, marka ve ürün grubu bazında yurt içi ve yurt dışı hasılatına ilişkin olarak 2021 yılsonu gerçekleşme tahminleri ile 2022-2031 dönemi projeksiyonları TL bazında aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Şirket'in makina imalat iş kolunda yer alan markalar (Milleral, Viteral, Cuteral) ile Hurda Talaş satışları ve markaların satış sonrası servis ve yedek parça satış hizmetlerini sunan Pro Support'a ilişkin varsayım ve hasılat projeksiyonları bir arada yapılmıştır. Endüstriyel ve çok amaçlı çelik konstrüksiyon kapıların imalat ve taahhüdü alanında faaliyet gösteren Sternal, GES ve Teşvik gelirlerine ilişkin varsayım ve projeksiyonlar ayrı ayrı ele alınmıştır.

Tablo 14/1 (000 TL)	Hasılat Projeksiyonları								
	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Konsolide Hasılat</b>	<b>161.410</b>	<b>202.301</b>	<b>272.797</b>	<b>366.491</b>	<b>474.210</b>	<b>578.229</b>	<b>646.809</b>	<b>733.791</b>	<b>820.777</b>
Büyüme	-11,7%	25,3%	34,8%	34,3%	29,4%	21,9%	11,9%	13,4%	11,9%
<b>Milleral</b>	<b>115.888</b>	<b>124.180</b>	<b>190.107</b>	<b>254.743</b>	<b>328.618</b>	<b>397.628</b>	<b>438.141</b>	<b>493.845</b>	<b>543.229</b>
Büyüme	-12,2%	7,2%	53,1%	34,0%	29,0%	21,0%	10,2%	12,7%	10,0%
-Yurtiçi	39.495	24.457	69.649	30.898	38.723	45.867	53.142	59.899	65.889
Büyüme	39,5%	-38,1%	184,8%	-55,6%	25,3%	18,4%	15,9%	12,7%	10,0%
-Yurtdışı	76.393	99.723	120.457	223.845	289.895	351.761	384.998	433.946	477.340
Büyüme	-26,3%	30,5%	20,8%	85,8%	29,5%	21,3%	9,4%	12,7%	10,0%
<b>Viteral</b>	<b>32.713</b>	<b>41.207</b>	<b>32.001</b>	<b>42.241</b>	<b>54.068</b>	<b>63.606</b>	<b>71.738</b>	<b>80.858</b>	<b>89.753</b>
Büyüme	88,6%	26,0%	-22,3%	32,0%	28,0%	17,6%	12,8%	12,7%	11,0%
-Yurtiçi	4.912	7.347	1.514	1.990	2.547	2.996	3.379	3.808	4.227
Büyüme	58,7%	49,6%	-79,4%	31,4%	28,0%	17,6%	12,8%	12,7%	11,0%
-Yurtdışı	27.801	33.859	30.487	40.251	51.522	60.610	68.359	77.050	85.525
Büyüme	95,1%	21,8%	-10,0%	32,0%	28,0%	17,6%	12,8%	12,7%	11,0%
<b>Cuteral</b>	<b>7.474</b>	<b>12.635</b>	<b>20.230</b>	<b>27.311</b>	<b>34.685</b>	<b>40.590</b>	<b>45.780</b>	<b>51.600</b>	<b>58.308</b>
Büyüme	-48,4%	69,1%	60,1%	35,0%	27,0%	17,0%	12,8%	12,7%	13,0%
-Yurtiçi	4.295	9.147	18.128	24.423	31.018	36.298	40.939	46.144	52.143
Büyüme	-58,6%	113,0%	98,2%	34,7%	27,0%	17,0%	12,8%	12,7%	13,0%
-Yurtdışı	3.179	3.489	2.102	2.887	3.667	4.291	4.840	5.456	6.165
Büyüme	-22,5%	9,7%	-39,7%	37,3%	27,0%	17,0%	12,8%	12,7%	13,0%
<b>Diğer</b>	<b>3.668</b>	<b>3.818</b>	<b>5.809</b>	<b>9.294</b>	<b>13.941</b>	<b>20.493</b>	<b>25.987</b>	<b>32.101</b>	<b>40.249</b>
Büyüme	16,9%	4,1%	52,1%	60,0%	50,0%	47,0%	26,8%	23,5%	25,4%
<b>Sternal</b>	<b>290</b>	<b>5.376</b>	<b>5.608</b>	<b>7.195</b>	<b>8.191</b>	<b>9.059</b>	<b>9.832</b>	<b>10.664</b>	<b>11.571</b>
Büyüme	-97,8%	1756,1%	4,3%	28,3%	13,9%	10,6%	8,5%	8,5%	8,5%
<b>Pro-Support</b>	<b>1.377</b>	<b>15.085</b>	<b>19.043</b>	<b>25.709</b>	<b>34.707</b>	<b>46.854</b>	<b>55.332</b>	<b>64.723</b>	<b>77.668</b>
Büyüme	-41,4%	995,2%	26,2%	35,0%	35,0%	35,0%	18,1%	17,0%	20,0%
-Yurtiçi	869	4.954	4.163	4.990	6.739	9.100	10.749	12.576	15.091
Büyüme	-50,1%	469,7%	-16,0%	19,9%	35,0%	35,0%	18,1%	17,0%	20,0%
-Yurtdışı	508	10.131	14.880	20.718	27.968	37.754	44.583	52.148	62.577
Büyüme	-16,2%	1894,5%	46,9%	39,2%	35,0%	35,0%	18,1%	17,0%	20,0%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sok. Etiler Plaza  
No:1 K:2 D:5-6 Maslak  
Maslak V.D. 338/004 Şişli Tic.Sic.No:270189  
www.ai-capital.com.tr  
Mersis No: 038800435200015

Tablo 14/2 (000 TL)	Hasılat Projeksiyonları			
	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Konsolide Hasılat</b>	<b>918.568</b>	<b>1.028.546</b>	<b>1.151.991</b>	<b>1.290.347</b>
<i>Büyüme</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,0%</i>
<b>Milleral</b>	<b>597.552</b>	<b>657.307</b>	<b>723.038</b>	<b>795.342</b>
<i>Büyüme</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>
-Yurtiçi	72.477	79.725	87.698	96.468
<i>Büyüme</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>
-Yurtdışı	525.075	577.582	635.340	698.874
<i>Büyüme</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>
<b>Viteral</b>	<b>99.626</b>	<b>110.584</b>	<b>122.749</b>	<b>136.251</b>
<i>Büyüme</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,0%</i>
-Yurtiçi	4.692	5.209	5.782	6.417
<i>Büyüme</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,0%</i>
-Yurtdışı	94.933	105.376	116.967	129.834
<i>Büyüme</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,0%</i>
<b>Cuteral</b>	<b>65.888</b>	<b>74.453</b>	<b>84.132</b>	<b>95.069</b>
<i>Büyüme</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,0%</i>
-Yurtiçi	58.922	66.582	75.237	85.018
<i>Büyüme</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,0%</i>
-Yurtdışı	6.966	7.872	8.895	10.051
<i>Büyüme</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,0%</i>
<b>Diğer</b>	<b>49.746</b>	<b>60.736</b>	<b>73.081</b>	<b>86.594</b>
<i>Büyüme</i>	<i>23,6%</i>	<i>22,1%</i>	<i>20,3%</i>	<i>18,5%</i>
<b>Steral</b>	<b>12.555</b>	<b>13.623</b>	<b>14.781</b>	<b>16.038</b>
<i>Büyüme</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,5%</i>
<b>Pro-Support</b>	<b>93.202</b>	<b>111.842</b>	<b>134.210</b>	<b>161.052</b>
<i>Büyüme</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
-Yurtiçi	18.109	21.731	26.077	31.292
<i>Büyüme</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
-Yurtdışı	75.093	90.111	108.133	129.760
<i>Büyüme</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

### Makina imalatı ve satış sonrası hizmetlere ilişkin varsayımlar:

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, yurt içi ve yurt dışı maroekonomik koşullar değişiklik gösterebileceğinden 2022-2031 yıllarını kapsayan tahmin dönemi için gelir tutarının projeksiyonu UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda gerçekleştirilmiştir. Bu amaç doğrultusunda, 2022-2025 yılları arası için Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS veri dağıtım sisteminde aylık olarak yayınlanan Piyasa Katılımcıları Anketinde yer alan enflasyon beklentilerine yakınsayan ciro büyüme projeksiyonları yapılırken, 2026-2031 dönemi için ortalama %12,2 oranında yıllık ciro büyüme tahmininde bulunulmuştur. Bu şekilde, TCMB anketinde %9,1 olan 2025 sonrası enflasyon tahmini ile kıyaslandığında, ciroda anılan dönem için yıllık ortalama %2,8 oranında reel büyüme öngörülmüştür. Bu gerekçeler altında, satış projeksiyonları aşağıdaki gibi oluşmuştur:

Buğday ve mısır unu/irimiği makina tesisleri alanında değirmen imalatı yapan Milleral'in 2020 yılı cirosu 124,2 milyon TL tutarında gerçekleşirken, 2021 sonunda hasılat %53,1 oranında

artarak 190,1 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2022 – 2026 döneminde yılda ortalama %21,4'lük artışla 493,8 milyon TL'ye ulaşması beklenen Milleral hasılatının 2027-2031 arasında yılda ortalama %10 oranında artarak projeksiyon dönemi sonunda (2031) 795,3 milyon TL'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Kanatlı ve büyük baş hayvan yemi üretim tesisleri ve makinaları alanında faaliyet gösteren Viteral'in 2020 yılı cirosu 41,2 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2021 yılını 32 milyon TL seviyesinde tamamlamıştır. 2022-2026 yılları arasında yıllık ortalama %20,6'luk artışla 80,8 milyon TL'ye ulaşması beklenen Viteral hasılatının 2027-2031 arasında yılda ortalama %11 oranında artarak projeksiyon dönemi sonunda 2031 itibarıyla 136,2 milyon TL'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Metal sektörü için tam otomatik şerit ve daire testere makinaları üretimi alanında faaliyet gösteren Cuteral'in 2020 yılı cirosu 12,6 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2021 yılında 20,2 milyon TL seviyesine yükselmiştir. 2022-2026 yılları arasında yıllık ortalama %20,9'luk artışla 51,6 milyon TL'ye ulaşması beklenen Cuteral hasılatının 2027-2031 arasında yılda ortalama %13 oranında artarak projeksiyon dönemi sonunda 2031 itibarıyla 95,1 milyon TL'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Şirket'in 2020 yılında 1,2 milyon TL hurda ve talaş satışı bulunmakta olup, 2021 yılını 1,9 milyon TL olarak kapatmıştır. Hurda ve talaş satışının 2026 yılında 12,0 milyon TL'ye, 2031 yılında ise 31,2 milyon TL'ye yükseleceği tahmin edilmektedir. Büyük ölçüde traktör üreticilerine gerçekleştirilen Çeki Grubu satışları 2021 yılında 5,8 milyon TL'ye ulaşan Diğer kategorisindeki satışların, diğer alt ürün kalemlerinin katkısıyla 2031 yılında ise 86,6 milyon TL'ye ulaşması beklenmektedir.

**Pro Support markasına ilişkin varsayım ve projeksiyonlar:** Diğer markaların satış sonrası servis ve yedek parça satış hizmetlerini sunan Pro Support'un 2020 yılı cirosu 15,1 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2021 yılında %26,2 oranında artışla 19,0 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2022-2026 yılları arasında yıllık ortalama %28 ve takip eden 2027-2031 yılları arasında yıllık ortalama %20 oranında artacağı tahmin edilen Pro Support hasılatının 2031 yılında 161,1 milyon TL olacağı projekte edilmiştir.

**Steral'e ilişkin varsayım ve projeksiyonlar:** Endüstriyel ve çok amaçlı çelik konstrüksiyon kapıların imalat ve taahhüdü alanında faaliyet gösteren Steral'in 2018-2021 tarihleri arasında aldığı ve tamamladığı iş adet ve tutarları ile iş tamamlama oranları, ve 2022-2026 yıllarına ilişkin Şirket projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sk. Beşiktaş Plaza  
No:1 Kat:2 D:506 Maslak-Sarıyer/İstanbul  
Maslak V.D. 338 004 3521 T/c: 0212 270 1199  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0368004352100015



Tablo 15 (000 TL)	Steral Markası Altında Alınan ve Tamamlanan İşler							
	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
<b>Alınan İşler</b>	<b>19.704</b>	<b>34.830</b>	<b>31.460</b>	<b>85.173</b>	<b>111.972</b>	<b>144.833</b>	<b>185.025</b>	<b>234.095</b>
İmalat	18.890	33.582	29.493	81.375	106.980	138.375	176.775	223.658
Yurtiçi	1.519	4.180	632	11.625	16.047	18.450	24.749	28.466
Yurtdışı	17.371	29.403	28.861	69.750	90.933	119.925	152.027	195.192
Montaj	814	1.247	1.967	3.798	4.992	6.458	8.250	10.437
Yurtiçi	69	170	239	543	749	861	1.155	1.328
Yurtdışı	745	1.078	1.728	3.255	4.244	5.597	7.095	9.109
<b>Tamamlanan İşler</b>	<b>19.890</b>	<b>26.041</b>	<b>25.738</b>	<b>85.173</b>	<b>111.972</b>	<b>144.833</b>	<b>185.025</b>	<b>234.095</b>
İmalat	19.076	24.794	23.771	81.375	106.980	138.375	176.775	223.658
Yurtiçi	1.519	3.438	1.374	11.625	16.047	18.450	24.749	28.466
Yurtdışı	17.557	21.356	22.397	69.750	90.933	119.925	152.027	195.192
Montaj	814	1.247	1.967	3.798	4.992	6.458	8.250	10.437
Yurtiçi	69	170	239	543	749	861	1.155	1.328
Yurtdışı	745	1.078	1.728	3.255	4.244	5.597	7.095	9.109
<b>İş Tamamlama Oranı</b>								
İmalat								
Yurtiçi	100%	82%	217%	100%	100%	100%	100%	100%
Yurtdışı	101%	73%	78%	100%	100%	100%	100%	100%
Montaj								
Yurtiçi	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Yurtdışı	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

Steral'in 2020 yılı cirosu 5,4 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2021 yılında %4,3 oranında artışla 5,6 milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket tarafından 2022 – 2026 dönemine yönelik olarak sağlanan projeksiyonlarda öngörülen iş alımları ve tamamlama oranları tarafımızdan değerlendirilmiş ve ihtiyatlılık ilkesi gereği iş alımlarına ortalama %65 oranında iskonto uygulayarak İNA projeksiyonlarına yansıtılması uygun görülmüştür. Bu varsayım altında, 2022-2026 yılları arasında yıllık ortalama %13,9 ve takip eden 2027-2031 yılları arasında yıllık ortalama %8,5 oranında artacağı tahmin edilen Steral hasılatının 2031 yılında 16,0 milyon TL ulaşacağı öngörülmüştür.

**GES'e ilişkin varsayım ve projeksiyonlar:** Şirket, 17.05.2021 tarihinde devreye aldığı, fabrika binası çatısına konumlandırılmış 1,4 MW AC (1,78MW DC) gücündeki Güneş Enerjisi Santrali (GES) yatırımı ile yaklaşık olarak yıllık enerji ihtiyacını kendisi karşılar ve ihtiyaç fazlası elektriği dışarı satar duruma gelmiştir. Şirket 1,81 MWh'lık gücün 0,88 MWh'lık kısmını kendi elektrik ihtiyacını karşıladıktan sonra, 0,93 MWh'lık gücü dışarıya ortalama 0,5820 TL/KWh fiyatla satmış ve bu şekilde elektrik satışından 542.432 TL tutarında gelir elde etmiştir. Tamamı amortisman gideri olmak üzere söz konusu elektrik üretiminden 372.902 TL tutarında faaliyet gideri oluşmuştur. 2022 – 2031 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde yılda ortalama 2,23 MWh elektrik üretimi yapmayı öngören Şirket, bu dönem boyunca dışarıya yıllık ortalama 1,15 TL/KWh fiyatla satış yapmayı varsaymaktadır. Söz konusu satış fiyatına zam beklentileri eklenmemiş ve satış fiyatı 2022-2031 yılı boyunca TL bazında sabit varsayılmıştır. Bu varsayımlar altında Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca GES'den elde edeceği gelir ve FAVÖK katkısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 16 (000 TL)	GES FAVÖK Gelişim										
	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Toplam Satış</b>	<b>1.055</b>	<b>2.622</b>	<b>2.604</b>	<b>2.586</b>	<b>2.569</b>	<b>2.554</b>	<b>2.554</b>	<b>2.554</b>	<b>2.554</b>	<b>2.554</b>	<b>2.554</b>
<i>Üretim (MWh)</i>	1.813	2.278	2.262	2.246	2.232	2.219	2.219	2.219	2.219	2.219	2.219
<i>Fiyat (TL)</i>	0,58	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15
(-) İç Kullanım	513	644	640	635	631	627	627	627	627	627	627
Ciro	542	1.978	1.964	1.950	1.938	1.927	1.927	1.927	1.927	1.927	1.927
Brüt Kar	542	1.978	1.964	1.950	1.938	1.927	1.927	1.927	1.927	1.927	1.927
<i>Brüt Kar Marjı</i>	51,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%
Faaliyet Gideri	373	686	696	706	715	724	724	724	724	724	724
Faaliyet Karı	170	1.292	1.268	1.244	1.223	1.202	1.202	1.202	1.202	1.202	1.202
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	16,1%	49,3%	48,7%	48,1%	47,6%	47,1%	47,1%	47,1%	47,1%	47,1%	47,1%
Amortisman	373	597	597	597	597	597	597	597	597	597	597
<b>FAVÖK</b>	<b>542</b>	<b>1.889</b>	<b>1.865</b>	<b>1.841</b>	<b>1.820</b>	<b>1.799</b>	<b>1.799</b>	<b>1.799</b>	<b>1.799</b>	<b>1.799</b>	<b>1.799</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	51,4%	72,0%	71,6%	71,2%	70,8%	70,4%	70,4%	70,4%	70,4%	70,4%	70,4%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

GES yatırımının Şirket'in finansallarına etkisi tarafımızca değerlendirilmiş ve Bağımsız Denetim Raporlarında "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler" kalemi altında izlenen söz konusu gelir kaleminin değerlendirilmesine dahil edilmemesi kararlaştırılmıştır. Tablo 16'da yer alan GES FAVÖK Gelişimi sadece bilgilendirme amacıyla işbu değerlendirme raporunda yer almakta olup, halka arz fiyatını etkilememektedir.

**SGK Teşvik gelirlerine ilişkin varsayım ve projeksiyonlar:** Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) teşvik gelirlerinden 2021 yılında 2,1 milyon TL gelir elde edilirken, bu tutarın 2031 yılında 34,3 milyon TL olacağı tahmin edilmektedir. SGK teşvik gelirleri 2021 yılı gerçekleşme tahminleri ve 2022-2026 dönemi projeksiyonları Şirket tarafından aşağıdaki tablodaki gibi öngörülmüş olup, 2027-2031 yılları arasındaki tutarlar 2026 yılındaki yıllık artış oranı ile büyütülerek projekte edilmiştir.

SGK teşvik programının Şirket'in finansallarına etkisi tarafımızca değerlendirilmiş ve Bağımsız Denetim Raporlarında "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler" kalemi altında izlenen söz konusu gelir kaleminin değerlendirilmesine dahil edilmemesi kararlaştırılmıştır.

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Mevdan Sok. Zeytin Çizim  
No:1 K:2 D:5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak V.D. 338 004 3521  
www.aicapital.com.tr  
Mersis No: 0385004352100015

Tablo 17 (000 TL)	SGK Teşvik Projeksiyonları									
	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	
5510 Sayılı Sosyal Sigortalar Ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu Doğrultusunda Sigorta Primi İşveren Hissesi Teşviği	585	718	948	1.299	2.205	2.855	3.718	4.754	6.076	
5746 Sayılı Ar-ge Faaliyetleri Desteklenmesi Hakkında Kanunda Düzenlenen Sigorta Primi Desteği	135	139	159	152	259	335	436	558	713	
5746 Sayılı Ar-ge Faaliyetleri Desteklenmesi Hakkında Kanunda Düzenlenen Gelir Vergisi Desteği	307	287	322	373	634	821	1.069	1.367	1.747	
5746 Sayılı Ar-ge Faaliyetleri Desteklenmesi Hakkında Kanunda Düzenlenen Damga Vergisi Desteği	15	16	18	16	28	36	47	60	76	
6661 Sayılı Kanun Kapsamında İşveren teşviği	144	185	111	131	222	288	375	479	612	
6764 Sayılı Kanun Kapsamında Stajyer Öğrenci Desteği	13	7	3	7	11	15	19	25	31	
Pazar Araştırması ve Pazara Giriş Tebliği Kapsamındaki Destek	74	5	0	0	0	0	0	0	0	
İhraç Taşımalarına Navlun Desteği Sağlanması Hakkında Kanun Kapsamındaki Destek	105	347	0	0	0	0	0	0	0	
Yurtdışı Birim, Marka Ve Tanıtım Faaliyetlerinin Desteklenmesi Hakkındaki Tebliğ Kapsamındaki Destek	162	92	147	0	0	0	0	0	0	
7103 Sayılı Vergi kanunları İle Bazı Kanun Ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun Doğrultusunda Yeni Nesil İmalat Desteği	38	56	0	2	4	5	6	8	10	
16322 Yatırımlarda Devlet Yardımları Hakkında Kararlar Uyarınca Uygulanan Teşvik	9	113	140	139	236	305	397	508	649	
7103 Sayılı Vergi kanunları İle Bazı Kanun Ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun Doğrultusunda Yeni Nesil Bilişim Desteği	0	55	45	37	57	73	96	122	156	
<b>Toplam</b>	<b>1.587</b>	<b>2.022</b>	<b>1.892</b>	<b>2.156</b>	<b>3.655</b>	<b>4.732</b>	<b>6.163</b>	<b>7.880</b>	<b>10.070</b>	

Kaynak : İzahname, Şirket Projeksiyonları

### 8.3.2.2 Gider Varsayımları ve Projeksiyonlar

**Satışların Maliyeti:** Satışlarının Maliyetinin (SMM) hasıllata oranı 2018 yılını %62,8, 2019 yılını %64,1, 2020 yılını ise %64,0 seviyesinde kapattıktan sonra 2021 yılında %62,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2021 yılında %31,5'lik artışla 170,3 milyon TL düzeyine ulaşan SMM'nin marka ve ürün grubu bazında 2022-2031 dönemi projeksiyonları TL ve hasıllata oranları olarak aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 18 / 1 (000 TL)	Satışların Maliyeti (SMM) Projeksiyonları							
	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
<b>Konsolide SMM</b>	<b>103.389</b>	<b>129.467</b>	<b>170.274</b>	<b>222.161</b>	<b>285.800</b>	<b>348.929</b>	<b>389.059</b>	<b>441.187</b>
/Hasıllat	64,1%	64,0%	62,4%	60,6%	60,3%	60,3%	60,2%	60,1%
<b>Milleral</b>	<b>74.230</b>	<b>79.472</b>	<b>109.429</b>	<b>143.396</b>	<b>186.100</b>	<b>228.113</b>	<b>248.458</b>	<b>280.544</b>
/Hasıllat	64,1%	64,0%	57,6%	56,3%	56,6%	57,4%	56,7%	56,8%
<b>Viteral</b>	<b>20.954</b>	<b>26.371</b>	<b>21.467</b>	<b>30.674</b>	<b>37.453</b>	<b>42.992</b>	<b>49.762</b>	<b>56.110</b>
/Hasıllat	64,1%	64,0%	67,1%	72,6%	69,3%	67,6%	69,4%	69,4%
<b>Cuteral</b>	<b>4.788</b>	<b>8.086</b>	<b>14.188</b>	<b>19.281</b>	<b>22.960</b>	<b>26.989</b>	<b>31.139</b>	<b>35.914</b>
/Hasıllat	64,1%	64,0%	70,1%	70,6%	66,2%	66,5%	68,0%	69,6%
<b>Diğer</b>	<b>2.350</b>	<b>2.443</b>	<b>5.952</b>	<b>5.949</b>	<b>8.603</b>	<b>11.362</b>	<b>14.613</b>	<b>17.361</b>
/Hasıllat	64,1%	64,0%	102,5%	64,0%	61,7%	55,4%	56,2%	54,1%
<b>Steral</b>	<b>186</b>	<b>3.440</b>	<b>4.684</b>	<b>5.118</b>	<b>5.730</b>	<b>6.341</b>	<b>6.617</b>	<b>7.083</b>
/Hasıllat	64,1%	64,0%	83,5%	71,1%	70,0%	70,0%	67,3%	66,4%
<b>Pro-Support</b>	<b>882</b>	<b>9.654</b>	<b>14.554</b>	<b>17.744</b>	<b>24.953</b>	<b>33.132</b>	<b>38.469</b>	<b>44.174</b>
/Hasıllat	64,1%	64,0%	76,4%	69,0%	71,9%	70,7%	69,5%	68,2%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

Tablo 18 / 2		2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
(000 TL)						
<b>Konsolide SMM</b>		<b>493.114</b>	<b>552.162</b>	<b>618.901</b>	<b>691.606</b>	<b>775.629</b>
	/Hasılat	60,1%	60,1%	60,2%	60,0%	60,1%
<b>Milleral</b>		<b>308.599</b>	<b>339.459</b>	<b>373.404</b>	<b>410.745</b>	<b>451.819</b>
	/Hasılat	56,8%	56,8%	56,8%	56,8%	56,8%
<b>Viteral</b>		<b>62.283</b>	<b>69.134</b>	<b>76.738</b>	<b>85.180</b>	<b>94.549</b>
	/Hasılat	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%
<b>Cuteral</b>		<b>39.771</b>	<b>44.716</b>	<b>50.529</b>	<b>54.740</b>	<b>61.856</b>
	/Hasılat	68,2%	67,9%	67,9%	65,1%	65,1%
<b>Diğer</b>		<b>21.768</b>	<b>26.904</b>	<b>32.848</b>	<b>39.524</b>	<b>46.833</b>
	/Hasılat	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%
<b>Steral</b>		<b>7.686</b>	<b>8.339</b>	<b>9.049</b>	<b>9.818</b>	<b>10.653</b>
	/Hasılat	66,4%	66,4%	66,4%	66,4%	66,4%
<b>Pro-Support</b>		<b>53.008</b>	<b>63.610</b>	<b>76.332</b>	<b>91.598</b>	<b>109.918</b>
	/Hasılat	68,2%	68,2%	68,2%	68,2%	68,2%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

**Faaliyet Giderleri:** Şirket'in faaliyet gideri içindeki en büyük payı pazarlama satış ve dağıtım giderleri almaktadır. Özellikle yurtdışına yapılan satışlar için aracılar ödenen komisyon giderleri, yurtdışında sağlanan işçilik ve montaj giderleri, nakliye giderleri pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin ana kalemlerini oluşturmaktadır. Ayrıca, dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler de pazarlama satış ve dağıtım giderleri içinde yer almaktadır. 2020 yılında 35,9 milyon TL olan pazarlama satış ve dağıtım giderleri 2021 yılında %29,9 oranında artarak 46,7 milyon TL düzeyinde gerçekleşirken, aynı dönem itibarı ile hasılatlara oranı ise %17,1 olmuştur. Genel yönetim giderleri 2021'de 2020 yılına göre %28,3 oranında artarak 16,2 milyon TL seviyesine yükselirken, Ar-Ge harcamaları aynı dönemde %115,1 oranında artarak 18,0 milyon TL'ye yükselmiştir. Genel yönetim giderlerinin hasılatlara oranı 2021'de 2020 yılına göre yaklaşık 0,3 puan düşerek %5,9'a gerilerken, Ar-Ge harcamalarının hasılatlara oranı %4,1'den %6,6'ya yükselmiştir. Bu şekilde, 2021 sonu itibarı ile toplam faaliyet giderleri 2021 yılına göre %42,1 oranında artarak 80,9 milyon TL (hasılatlara oranı %29,7) seviyesine yükselmiştir.

Tablo 19 / 1		Faaliyet Giderleri						
(000 TL)		2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
<b>Hasılat</b>		<b>161.410</b>	<b>202.301</b>	<b>272.797</b>	<b>366.491</b>	<b>474.210</b>	<b>578.229</b>	<b>646.809</b>
<b>Faaliyet Giderleri</b>		<b>39.574</b>	<b>56.951</b>	<b>80.918</b>	<b>94.594</b>	<b>115.668</b>	<b>141.319</b>	<b>158.417</b>
	/Hasılat	24,5%	28,2%	29,7%	25,8%	24,4%	24,4%	24,5%
	Büyüme	7,6%	43,9%	42,1%	16,9%	22,3%	22,2%	12,1%
<b>Genel Yönetim Giderleri</b>		<b>7.694</b>	<b>12.626</b>	<b>16.203</b>	<b>18.942</b>	<b>23.162</b>	<b>28.298</b>	<b>31.722</b>
	/Hasılat	4,8%	6,2%	5,9%	5,2%	4,9%	4,9%	4,9%
	Büyüme	-5,8%	64,1%	28,3%	16,9%	22,3%	22,2%	12,1%
<b>Pazarlama Giderleri</b>		<b>26.765</b>	<b>35.950</b>	<b>46.700</b>	<b>54.594</b>	<b>66.756</b>	<b>81.560</b>	<b>91.428</b>
	/Hasılat	16,6%	17,8%	17,1%	14,9%	14,1%	14,1%	14,1%
	Büyüme	9,6%	34,3%	29,9%	16,9%	22,3%	22,2%	12,1%
<b>Ar-Ge Giderleri</b>		<b>5.115</b>	<b>8.375</b>	<b>18.014</b>	<b>21.059</b>	<b>25.750</b>	<b>31.460</b>	<b>35.267</b>
	/Hasılat	3,2%	4,1%	6,6%	5,7%	5,4%	5,4%	5,5%
	Büyüme	22,0%	63,7%	115,1%	16,9%	22,3%	22,2%	12,1%

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

Şirketin 2026-2031 dönemine ilişkin faaliyet gideri projeksiyonu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 19 / 2						
(000 TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Hasılat</b>	<b>733.791</b>	<b>820.777</b>	<b>918.568</b>	<b>1.028.546</b>	<b>1.151.991</b>	<b>1.290.347</b>
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>179.954</b>	<b>201.287</b>	<b>225.269</b>	<b>252.240</b>	<b>282.513</b>	<b>316.444</b>
/ Hasılat	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%
Büyüme	13,6%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%
Genel Yönetim Giderleri	36.035	40.306	45.109	50.510	56.572	63.366
/ Hasılat	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Büyüme	13,6%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%
Pazarlama Giderleri	103.858	116.170	130.011	145.577	163.049	182.631
/ Hasılat	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Büyüme	13,6%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%
Ar-Ge Giderleri	40.062	44.811	50.149	56.154	62.893	70.447
/ Hasılat	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Büyüme	13,6%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%

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

2022 yılında %16,9 oranında artışla hasılatın %25,8'i düzeyinde gerçekleşmesi beklenen faaliyet giderlerinin 2023 yılında %22,3, 2024 yılında %22,2 oranında arttıktan sonra takip eden yıllarda hasılat artışında öngörülen yavaşlamaya paralel 2025 yılında %12,1 ve 2026 yılında ise %13,6 oranına artarak toplam hasılat oranının %24,5 düzeyine kademeli gerileme göstermesi beklenmektedir. Bu şekilde, 2022-2031 yıllarını kapsayan 10 yıllık projeksiyon döneminde faaliyet giderlerindeki yıllık ortalama artışın %14,7 düzeyinde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu noktada, 2020'de %34 oranında artış gösterdikten sonra 2021'de %30, 2022 %17 oranlarında artış göstereceği varsayılan pazarlama giderlerinin takip eden yıllarda kademeli olarak normalize olacağı öngörülmektedir.

**Amortisman Giderleri:** 31.12.2021 hesap dönemine ait Bağımsız Denetçi Raporu'nun 2.2 numaralı dip notlarında belirtilen amortisman politikası uygulanmıştır. Buna göre, arazi ve arsa dışında kalan maddi duran varlıkların tahmini faydalı ömürleri üstünden doğrusal amortisman yöntemi hesaplanmaktadır. Bu yaklaşım altında marka bazında amortisman giderinin hasılatı oranı 2019'da %1,9 ve 2020 yılında %1,4 düzeyinde gerçekleştikten sonra 2021 yılında hasılatı oranı %1,6 ile 4,4 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022-2031 yıllarını kapsayan 10 yıllık projeksiyon döneminde amortisman giderlerinin hasılatı oranının %1,5 düzeyinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu varsayımlar altında marka bazında amortisman giderlerinin projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sk. Beybi Giz Plaza  
No:1 Kat: D-5-6 Maslak Sarıyer / İSTANBUL  
Maslak Y.D. 368 004 3321 Tic. Sic. No: 272999  
www.ai-capital.com.tr  
Mersis No: 0328004332100015

Tablo 20 / 1 (000 TL)		Amortisman Gideri Projeksiyonları							
		2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
<b>Toplam Amortisman</b>		<b>3.059</b>	<b>2.790</b>	<b>4.424</b>	<b>5.577</b>	<b>7.201</b>	<b>8.493</b>	<b>9.655</b>	<b>10.998</b>
	/Hasılat	1,9%	1,4%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Milleral</b>		<b>2.365</b>	<b>1.875</b>	<b>3.182</b>	<b>3.891</b>	<b>5.009</b>	<b>5.855</b>	<b>6.631</b>	<b>7.515</b>
	/Hasılat	2,0%	1,5%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Viteral</b>		<b>250</b>	<b>330</b>	<b>653</b>	<b>646</b>	<b>821</b>	<b>946</b>	<b>1.066</b>	<b>1.211</b>
	/Hasılat	0,8%	0,8%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Cuteral</b>		<b>157</b>	<b>207</b>	<b>209</b>	<b>406</b>	<b>521</b>	<b>597</b>	<b>674</b>	<b>767</b>
	/Hasılat	2,1%	1,6%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Diğer</b>		<b>77</b>	<b>102</b>	<b>103</b>	<b>139</b>	<b>210</b>	<b>291</b>	<b>356</b>	<b>431</b>
	/Hasılat	2,1%	2,7%	1,8%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%
<b>Steral</b>		<b>43</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>116</b>	<b>138</b>	<b>152</b>	<b>166</b>	<b>183</b>
	/Hasılat	14,9%	1,1%	1,0%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
<b>Pro-Support</b>		<b>166</b>	<b>219</b>	<b>221</b>	<b>378</b>	<b>501</b>	<b>652</b>	<b>762</b>	<b>892</b>
	/Hasılat	12,1%	1,5%	1,2%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

Tablo 20 / 2 (000 TL)		2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Toplam Amortisman</b>		<b>12.286</b>	<b>13.731</b>	<b>15.355</b>	<b>17.175</b>	<b>17.975</b>
	/Hasılat	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%
<b>Milleral</b>		<b>8.266</b>	<b>9.093</b>	<b>10.002</b>	<b>11.002</b>	<b>10.892</b>
	/Hasılat	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%
<b>Viteral</b>		<b>1.344</b>	<b>1.492</b>	<b>1.656</b>	<b>1.838</b>	<b>2.040</b>
	/Hasılat	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Cuteral</b>		<b>866</b>	<b>979</b>	<b>1.106</b>	<b>1.250</b>	<b>1.412</b>
	/Hasılat	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Diğer</b>		<b>541</b>	<b>668</b>	<b>816</b>	<b>982</b>	<b>1.163</b>
	/Hasılat	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
<b>Steral</b>		<b>198</b>	<b>215</b>	<b>233</b>	<b>253</b>	<b>247</b>
	/Hasılat	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,5%
<b>Pro-Support</b>		<b>1.071</b>	<b>1.285</b>	<b>1.542</b>	<b>1.850</b>	<b>2.220</b>
	/Hasılat	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

**Yatırım harcamaları:** Şirket'in yıllık 2022-2026 yıllarına ilişkin üretim kapasitesine yönelik öngörülerini kapsamında net satışlarının yıllık ortalama %2,0'si kadar kapasite artırımına yönelik yatırım harcaması yapılacağı öngörülmüştür. Takip eden 2027-2031 yılları arasında ise net satışlarının %1,2'i kadar kapasite artırımına yönelik yatırım harcaması yapılacağı varsayılmıştır. Söz konusu oran Şirket'in 2026 yılında öngördüğü kapasite artırımına yönelik yatırım harcamalarının net hasılatlara oranı olup, takip eden 2027-2031 yıllarında aynı düzeyde gerçekleşeceği varsayılmış ve işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.6. numaralı bölümünde yer alan İNA analizinde şirket özsermaye değeri hesaplamasına yansıtılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca varsayılan satış büyüme projeksiyonlarına denk gelen üretim miktarının tam kapasiteye ulaşmaması nedeniyle ilave yatırım harcamasına gerek duyulmayacağı öngörülmektedir.

### 8.3.2.3 FAVÖK Gelişimi

İmaş Makina'nın 2021 yılında 27,9 milyon TL tutarında "düzeltilmiş" FAVÖK<sup>3</sup> elde edilirken, aynı dönemde 'düzeltilmiş' FAVÖK marjı ise %10,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022 – 2031 yıllarına ilişkin "düzeltilmiş" FAVÖK projeksiyonları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 21 / 1		İmaş Makina Konsolide FAVÖK Gelişimi						
(000 TL)		2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
<b>Hasılat</b>		<b>161.410</b>	<b>202.301</b>	<b>272.797</b>	<b>366.491</b>	<b>474.210</b>	<b>578.229</b>	<b>646.809</b>
	<i>Büyüme</i>		25,3%	34,8%	34,3%	29,4%	21,9%	11,9%
-İmalat		159.743	181.840	248.146	333.588	431.312	522.316	581.645
- Ürün Satışları		159.743	181.840	248.146	333.588	431.312	522.316	581.645
	<i>Milleral</i>	115.888	124.180	190.107	254.743	328.618	397.628	438.141
	<i>Viteral</i>	32.713	41.207	32.001	42.241	54.068	63.606	71.738
	<i>Cuteral</i>	7.474	12.635	20.230	27.311	34.685	40.590	45.780
	<i>Diğer</i>	3.668	3.818	5.809	9.294	13.941	20.493	25.987
- Hurda ve Talaş Satışları		629	1.164	1.881	3.186	4.465	6.292	8.703
-İnşaat Taahhüt & Hizmet		1.667	20.460	24.651	32.903	42.898	55.913	65.164
	<i>Steral</i>	290	5.376	5.608	7.195	8.191	9.059	9.832
	<i>Pro Support</i>	1.377	15.085	19.043	25.709	34.707	46.854	55.332
<b>Satışların Maliyeti</b>		<b>103.389</b>	<b>129.467</b>	<b>170.274</b>	<b>222.161</b>	<b>285.800</b>	<b>348.929</b>	<b>389.059</b>
	<i>/Hasılat</i>	64,1%	64,0%	62,4%	60,6%	60,3%	60,3%	60,2%
<b>Brüt Kar</b>		<b>58.021</b>	<b>72.833</b>	<b>102.523</b>	<b>144.330</b>	<b>188.410</b>	<b>229.300</b>	<b>257.751</b>
	<i>Brüt Kar Marjı</i>	35,9%	36,0%	37,6%	39,4%	39,7%	39,7%	39,8%
<b>Faaliyet Gideri</b>		<b>39.574</b>	<b>56.951</b>	<b>80.918</b>	<b>94.594</b>	<b>115.668</b>	<b>141.319</b>	<b>158.417</b>
	<i>/Hasılat</i>	24,5%	28,2%	29,7%	25,8%	24,4%	24,4%	24,5%
-Genel Yönetim Giderleri		7.694	12.626	16.203	18.942	23.162	28.298	31.722
-Pazarlama Giderleri		26.765	35.950	46.700	54.594	66.756	81.560	91.428
-Ar-Ge Giderleri		5.115	8.375	18.014	21.059	25.750	31.460	35.267
<b>Faaliyet Karı</b>		<b>19.076</b>	<b>17.046</b>	<b>23.487</b>	<b>52.922</b>	<b>77.206</b>	<b>94.274</b>	<b>108.037</b>
	<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	11,8%	8,4%	8,6%	14,4%	16,3%	16,3%	16,7%
<b>Amortisman</b>		<b>3.059</b>	<b>2.790</b>	<b>4.424</b>	<b>5.577</b>	<b>7.201</b>	<b>8.493</b>	<b>9.655</b>
	<i>/Hasılat</i>	1,9%	1,4%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>FAVÖK*</b>		<b>22.135</b>	<b>19.836</b>	<b>27.911</b>	<b>58.499</b>	<b>84.407</b>	<b>102.766</b>	<b>117.692</b>
	<i>FAVÖK Marjı*</i>	13,7%	9,8%	10,2%	16,0%	17,8%	17,8%	18,2%

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

T: Tahmin

\*: Kur farkının kaydedildiği "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider" kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK düzeltilmiştir. Şirket'in GES gelirleri hesaplamaya dahil edilmezken, Hurda ve Talaş Satış Gelirleri "düzeltilmiş FAVÖK" rakamına eklenmiştir.

Atık hurda ve talaş, Şirket'in ana faaliyetleri sonucu ortaya çıkmakta olup, buradan elde edilen gelir süreklilik arz etmektedir. Bu nedenle, Atık Hurda ve Talaş Satışları faaliyet karına ve dolayısıyla "düzeltilmiş FAVÖK" rakamına eklenmiştir.

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan S/ Beybi Giz Plaza  
No:1 K:2 D:5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak V.D. 398 00 3524 Tlx. Sıkıy. 270177  
www.ai-capital.com  
Mersis No: 082800419200001

<sup>3</sup> Kur farkının kaydedildiği "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider" kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK düzeltilmiştir. Şirket'in GES gelirleri hesaplamaya dahil edilmezken, Hurda ve Talaş Satış Gelirleri "düzeltilmiş FAVÖK" rakamına eklenmiştir

Tablo 21 / 2

(000 TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Hasılat</b>	<b>733.791</b>	<b>820.777</b>	<b>918.568</b>	<b>1.028.546</b>	<b>1.151.991</b>	<b>1.290.347</b>
<i>Büyüme</i>	<i>13,4%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,0%</i>
-İmalat	658.404	731.538	812.812	903.081	1.003.000	1.113.256
- Ürün Satışları	658.404	731.538	812.812	903.081	1.003.000	1.113.256
<i>Milleral</i>	<i>493.845</i>	<i>543.229</i>	<i>597.552</i>	<i>657.307</i>	<i>723.038</i>	<i>795.342</i>
<i>Viteral</i>	<i>80.858</i>	<i>89.753</i>	<i>99.626</i>	<i>110.584</i>	<i>122.749</i>	<i>136.251</i>
<i>Cuteral</i>	<i>51.600</i>	<i>58.308</i>	<i>65.888</i>	<i>74.453</i>	<i>84.132</i>	<i>95.069</i>
<i>Diğer</i>	<i>32.101</i>	<i>40.249</i>	<i>49.746</i>	<i>60.736</i>	<i>73.081</i>	<i>86.594</i>
- Hurda ve Talaş Satışları	12.031	15.039	18.047	21.656	25.987	31.185
-İnşaat Taahhüt & Hizmet	75.387	89.239	105.756	125.465	148.992	177.091
<i>Steral</i>	<i>10.664</i>	<i>11.571</i>	<i>12.555</i>	<i>13.623</i>	<i>14.781</i>	<i>16.038</i>
<i>Pro Support</i>	<i>64.723</i>	<i>77.668</i>	<i>93.202</i>	<i>111.842</i>	<i>134.210</i>	<i>161.052</i>
<b>Satışların Maliyeti</b>	<b>441.187</b>	<b>493.114</b>	<b>552.162</b>	<b>618.901</b>	<b>691.606</b>	<b>775.629</b>
<i>/Hasılat</i>	<i>60,1%</i>	<i>60,1%</i>	<i>60,1%</i>	<i>60,2%</i>	<i>60,0%</i>	<i>60,1%</i>
<b>Brüt Kar</b>	<b>292.605</b>	<b>327.663</b>	<b>366.406</b>	<b>409.645</b>	<b>460.386</b>	<b>514.718</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>39,9%</i>	<i>39,9%</i>	<i>39,9%</i>	<i>39,8%</i>	<i>40,0%</i>	<i>39,9%</i>
<b>Faaliyet Gideri</b>	<b>179.954</b>	<b>201.287</b>	<b>225.269</b>	<b>252.240</b>	<b>282.513</b>	<b>316.444</b>
<i>/Hasılat</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,5%</i>
-Genel Yönetim Giderleri	36.035	40.306	45.109	50.510	56.572	63.366
-Pazarlama Giderleri	103.858	116.170	130.011	145.577	163.049	182.631
-Ar-Ge Giderleri	40.062	44.811	50.149	56.154	62.893	70.447
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>124.682</b>	<b>141.416</b>	<b>159.184</b>	<b>179.061</b>	<b>203.860</b>	<b>229.459</b>
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,2%</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,7%</i>	<i>17,8%</i>
<b>Amortisman</b>	<b>10.998</b>	<b>12.286</b>	<b>13.731</b>	<b>15.355</b>	<b>17.175</b>	<b>17.975</b>
<i>/Hasılat</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,4%</i>
<b>FAVÖK*</b>	<b>135.680</b>	<b>153.701</b>	<b>172.915</b>	<b>194.416</b>	<b>221.035</b>	<b>247.434</b>
<i>FAVÖK* Marjı</i>	<i>18,5%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,8%</i>	<i>18,9%</i>	<i>19,2%</i>	<i>19,2%</i>

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

T: Tahmin

\* : "Kur farkının" kaydedildiği "diğer gelir ve gider" kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK düzeltilmiştir. Şirket'in GES gelirleri hesaplamaya dahil edilmezken, Hurda ve Talaş Satışları "düzeltilmiş FAVÖK" rakamına eklenmiştir.

FAVÖK projeksiyonları işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.6. bölümünde yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları Projeksiyonuna baz teşkil etmiştir.

#### 8.3.2.4 Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Ticari İşletme Sermayesi, projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre 2019, 2020 ve 2021 yıllarına ait finansallarında gerçekleşen ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma, ortalama borç ödeme süreleri, tedarikçilere verilen sipariş avansları ve müşterilerden alınan sipariş avansları incelenmiştir.

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Çk. Beşiktaş / İstanbul  
No:1 K:2 D:5-6 Maslak / Beşiktaş / İstanbul  
Maslak V.D. 388 004 3521 / Tic Sic No: 276189  
www.aicapital.com.tr  
Mersis No: 08380043880000000000



Tablo 22	Ticari İşletme Sermayesi (TL)		
	2019	2020	2021
Net Satışlar	161.409.790	202.300.667	272.797.110
Satışların Maliyeti (SMM)	103.388.764	129.467.433	170.273.937
Ticari İşletme Sermayesi	32.665.158	14.949.547	53.529.035
Ticari İşletme Sermayesi Değişim	27.116.612	-17.715.611	38.579.488
Ticari İşletme Sermayesi/Satışlar	20,2%	7,4%	19,6%
Ticari Alacaklar	78.836.069	97.595.367	76.624.614
Ortalama Ticari Alacaklar Tahsil Süresi (Gün)	189	159	117
Ortalama Ticari Alacak Devir Hızı	1,94	2,29	3,13
Ticari Alacaklar / Net Satışlar	48,8%	48,2%	28,1%
Ticari Borçlar	78.006.247	109.644.281	68.179.216
Ortalama Borç Ödeme Süresi (Gün)	264	265	191
Ortalama Borç Devir Hızı	1,48	1,54	2,29
Ticari Borçlar / SMM	75,4%	84,7%	40,0%
Stoklar	47.995.474	62.761.503	96.243.500
Ortalama Stok Tutma Süresi (Gün)	157	156	170
Ortalama Stok Devir Hızı	2,32	2,34	2,14
Stoklar / SMM	46,4%	48,5%	56,5%
Müşterilerden Alınan Avanslar	21.159.260	48.655.534	61.648.476
Ortalama Alınan Avans Süresi (Gün)	87	63	74
Alınan Avans / Net Satışlar	13,1%	24,1%	22,6%
Tedarikçilere Verilen Avanslar	4.999.122	12.892.492	10.488.613
Ortalama Verilen Avans Süresi (Gün)	15	25	25
Verilen Avans / SMM	4,8%	10,0%	6,2%
Nakit Çevirme Süresi (Gün)	10	13	48

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

Şirket'in alacak tahsil gün süresi 2019'da 189 gün, 2020'de 159 gün, 2021'de ise 117 gün olarak hesaplanırken, 2022-2031 projeksiyon dönemi boyunca aynı sürede sabit kalacağı ve 117 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in stok tutma gün süresi 2019'da 157 gün, 2020'de 156 gün, 2021 yılında da 170 gün olarak hesaplanmıştır. 2022-2031 projeksiyon dönemi boyunca da 170 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Şirket'in ticari borç ödeme süresi 2019'da 264 gün, 2020'de 265 gün, 2021'de de 191 gün olarak belirlenmiştir. 2022-2031 projeksiyon dönemi boyunca da 191 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Şirketin müşterilerden aldığı avans gün süresi 2019'da 87 gün, 2020'de ortalama 63 gün hesaplanmış olup, 2021'de 74 gün olarak belirlenmiştir. Müşteri avansları süresinin 2022-2031 projeksiyon dönemi boyunca değişmeden 74 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Tedarikçilere verilen avans gün süresi 2019'da 15 gün, 2020'de ortalama 25 gün hesaplanmış olup, 2021'de de 25 gün olarak belirlenmiş ve 2022-2031 projeksiyon dönemi boyunca

değişmeyeceği varsayılmıştır. Bu varsayımlar altında Net İşletme Sermayesi projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 23 (000 TL)	Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonu									
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ticari İşletme Sermayesi	40.075	52.647	65.718	76.700	86.430	97.317	108.586	121.896	136.503	152.888
/Hasılat	10,9%	11,1%	11,4%	11,9%	11,8%	11,9%	11,8%	11,9%	11,8%	11,8%
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi	-13.454	12.572	13.072	10.982	9.730	10.887	11.269	13.310	14.607	16.385
/Hasılat	-3,7%	2,7%	2,3%	1,7%	1,3%	1,3%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%
Ticari Alacaklar	102.069	134.227	167.574	195.591	220.428	248.204	276.946	310.878	348.146	389.946
Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	117	117	117	117	117	117	117	117	117	117
Ticari Borçlar	102.459	132.621	165.265	192.677	216.764	243.931	272.160	305.746	342.153	383.072
Ort. Ödeme Süresi (Gün)	191	191	191	191	191	191	191	191	191	191
Stoklar	91.616	118.586	147.776	172.287	193.825	218.117	243.358	273.390	305.944	342.533
Stok Çevirme (Gün)	170	170	170	170	170	170	170	170	170	170
Müşteri Avansları	64.623	84.983	106.096	123.834	139.560	157.145	175.343	196.826	220.422	246.887
Alınan Avans Süresi (Gün)	74	74	74	74	74	74	74	74	74	74
Tedarikçi Avansları	13.472	17.438	21.730	25.334	28.501	32.073	35.785	40.201	44.988	50.368
Verilen Avans Süresi (Gün)	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25

Kaynak : Bağımsız Denetim Raporu, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

### 8.3.2.5 İndirgeme Oranı

İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımına göre Şirket değeri, faaliyette bulunduğu sürece yaratılması beklenen nakit akımları toplamının bugünkü değeridir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranun, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gereklidir. Değerleme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtildiği üzere, işletme değerlemelerinde yaygın olarak "ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti" AOSM yöntemi kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır.

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

Özsermaye Maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

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

$R_e$  = Özsermaye Maliyeti

$R_f$  = Risksiz Getiri Oranı

$R_m$  = Piyasada Beklenen Getiri Oranı

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

A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan/Şk. Beybi Giz Plaza  
No:1 K/2 D:5-6 Maslak/Şişli/İstanbul  
Maslak Y.D. 336 004 3321 Ttc.Sic.No:270189  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0326004352000015

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

İndirgeme Oranı olarak kullanılan Özsermaye Maliyeti'nin hesaplanmasında;

**Risksiz Getiri Oranı (R<sub>f</sub>):** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.31 maddesi e bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın ömrü ile en tutarlı risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devleti tahvili (TRT131130T14) seçilmiştir. İşbu Fiyat Tespit Rapor'unda kullanılan piyasa verileri 31.03.2022 tarihli kapanış seviyeleri olarak değerlendirilmesine dahil edilmiş olup, söz konusu tahvilin bileşik faizi %25,36 seviyesinde kapanış gerçekleştirmiştir. TRT131130T14 tanımlı tahvilin yılbaşından bu yana (31.03.2022 itibarı ile) ortalaması %24,19 seviyesinde gerçekleşmiştir. Halihazırda süregelen küresel iktisadi ve jeopolitik risk unsurları nedeniyle 2022 yılı sonunda risksiz tahvil faiz oranı %25,00 seviyesinde varsayılmıştır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS veri dağıtım sisteminde aylık olarak yayınlanan Piyasa Katılımcıları Anketinde yer alan enflasyon beklentileriyle uyumlu olacak şekilde, risksiz faiz oranının projeksiyon dönemi boyunca kademeli düşüş göstererek son beş yılın (2017-2021) ortalaması olan %14,6 düzeyine yakınsayacağı varsayılmıştır. 2023 – 2026 döneminde reel faiz ortalaması %4,5 olacak şekilde, 2023'te %20,5'ye, 2024'te %18,0'e, 2025'te %16,0'ya, projeksiyon döneminin beşinci yılı olan 2026'da ise %14,0'e gerileyeceği öngörülmüştür. Volatilite dönemi olan 2021 yılı hariç tutulduğunda, 2015 - 2020 yılları arasında 10 yıllık tahvil faizinin ortalaması, yıllık ortalamalar üzerinden, %12,48 seviyesinde hesaplanmaktadır. Projeksiyon döneminin ikinci 5 yılı olan 2027-2031 yılları arasında risksiz faiz oranının bu seviyeye yakınsayacağı varsayılmıştır. Buna göre, risksiz faiz oranının 2027'de %13,0'e, 2028 – 2031 döneminde ise %12,5'e gerileyeceği öngörülmüştür.

TÜFE ve 10 yıllık tahvil faizlerinin dönem sonu ve yıllık ortalama değerleri üzerinden hesaplanan yılsonu ve yıllık ortalama reel faiz oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. 2017 - 2021 yılları arasında yılsonu reel faizlerin ortalaması 'eksi' %2,6 düzeyinde, yıllık ortalama reel faizlerin ortalaması ise 'eksi' %0,2 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2022-2031 yılları arasındaki projeksiyon dönemi için varsayılan yıl sonu ve yıllık ortalama risksiz faiz oranlarından hesaplanan ortalama reel faiz düzeyi sırasıyla 'artı' %2,8 ve 'artı' %2,1 olup, son beş yıllık ortalama reel faiz oranlarının üzerindedir.

Tablo 24	Risksiz Faiz ve Enflasyon Projeksiyonu													
	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
TÜFE Yıl Sonu	20,3%	11,8%	14,6%	36,1%	34,1%	15,4%	12,9%	10,8%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
TÜFE Ortalama	16,3%	15,2%	12,3%	19,6%	35,1%	24,7%	14,2%	11,9%	9,9%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
<b>Faiz – Yıl Sonu</b>	<b>16,5%</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,9%</b>	<b>24,3%</b>	<b>25,0%</b>	<b>20,5%</b>	<b>18,0%</b>	<b>16,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>
Reel Faiz	-3,2%	0,3%	-1,5%	-8,6%	-6,8%	4,4%	4,5%	4,7%	4,5%	3,6%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Faiz – Ortalama	15,8%	15,7%	12,7%	17,7%	24,7%	22,8%	19,3%	17,0%	15,0%	13,5%	12,8%	12,5%	12,5%	12,5%
Ort Reel Faiz	-0,4%	0,4%	0,4%	-1,6%	-7,7%	-1,6%	4,5%	4,6%	4,6%	4,1%	3,4%	3,2%	3,2%	3,2%

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS), TÜİK, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

**Risk Primi (R<sub>m</sub>-R<sub>f</sub>):** New York Üniversitesi Stern School of Business Prof Dr. Aswath Damodaran tarafından ülkelerin sermaye piyasaları risk prim düzeylerine yönelik olarak yapılan çalışmanın Ocak 2022’de güncellenmiş versiyonuna göre, Türkiye’nin mevcut uluslararası kredi derecelendirme notu bazında sermaye piyasası risk primi %5,44 olarak hesaplanmıştır. İndirgenme oranının belirlenmesinde sermaye piyasası risk primi %5,5 seviyesinde dikkate alınmış ve bu oranda hesaplamalara dahil edilmiştir. Türk Sermaye Piyasası Risk Primine ilaveden Şirket riski olarak %1’lik bir spesifik prim eklenmiştir. Bu şekilde, Tablo 24’te belirlenen risksiz faiz oranlarına toplamda 6,5 puan risk primi ilave edilmiş ve dolayısıyla, UDS 400 / 60.5 / b bendinde yer alan “ilave risklerle düzeltilmiş risksiz getiri oranı” ifadesi karşılanmıştır.

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

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

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

$$R_e = R_f + (\beta * \text{Risk Primi}) = 25,00\% + 1 * 6,50\% = 31,50\% \text{ olarak hesaplanmıştır.}$$

**Borçluluk Oranı:** İmaş Makina’nın 31.12.2021 tarihli bağımsız denetimden geçmiş bilançosuna göre Şirket’in net finansal borcu 79,6 milyon TL olarak hesaplanmıştır. İşbu Rapor itibariyle Şirket’in 31.12.2021 tarihli finansal tabloları bazında finansman yapısı ve borçluluk durumu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sk. Beyoğlu Giz Plaza  
No:1 K:2 D:5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak V.B. 988 004 3521 Tic. Sic. No: 270798  
www.aicapital.com.tr  
Mersis No: 03280004352100015

Tablo 25	Borçluluk Durumu		
(TL)	2019	2020	2021
+Kısa Vadeli Finansal Borçlar	427.703	31.153	33.934
Kısa Vadeli Kiralama Yükümlülükleri	0	0	0
+Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	41.597.957	45.348.912	43.815.066
Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler	452.936	1.109.800	2.132.245
+Uzun Vadeli Finansal Borçlar	93.789.553	84.737.379	52.579.754
Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler	3.038.677	3.176.951	2.980.173
<b>= Toplam Finansal Borçlar*</b>	<b>135.815.213</b>	<b>130.117.444</b>	<b>96.428.754</b>
<b>= Finansal Borçlar ve Kiralama Yükümlülükleri</b>	<b>139.306.826</b>	<b>134.404.195</b>	<b>101.541.172</b>
<i>Özkaynaklar + KV ve UV Yükümlülükler Toplamı</i>	<i>251.354.755</i>	<i>294.556.272</i>	<i>477.276.836</i>
<b>Finansal Borçluluk Oranı **</b>	<b>54,0%</b>	<b>44,2%</b>	<b>20,2%</b>
<i>Özkaynaklar/KV ve UV Yükümlülükler Toplamı</i>	<i>40,7%</i>	<i>49,9%</i>	<i>135,7%</i>
<b>Toplam Borçlar/Toplam Kaynaklar</b>	<b>34,9%</b>	<b>27,2%</b>	<b>15,3%</b>

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

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

Şirketin Net Finansal Borçluluk durumu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 26	Net Borçluluk Durumu		
(TL)	2019	2020	2021
+Kısa Vadeli Finansal Borçlar	427.703	31.153	33.934
+Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	41.597.957	45.348.912	43.815.066
+Uzun Vadeli Finansal Borçlar	93.789.553	84.737.379	52.579.754
<b>= Toplam Finansal Borçlar*</b>	<b>135.815.213</b>	<b>130.117.444</b>	<b>96.428.754</b>
<i>Eksi: Nakit ve nakit benzerler</i>	<i>5.171.513</i>	<i>17.866.167</i>	<i>16.829.128</i>
<b>Net Finansal Borç* / Varlık</b>	<b>130.643.700</b>	<b>112.251.277</b>	<b>79.599.626</b>
<i>Toplam Özkaynaklar</i>	<i>115.539.542</i>	<i>164.438.828</i>	<i>380.848.082</i>
<b>Net Finansal Borç* / Özsermaye oranı</b>	<b>1,13</b>	<b>0,68</b>	<b>0,21</b>
<i>Raporlanan FAVÖK (x)</i>	<i>28.356.928</i>	<i>32.017.256</i>	<i>47.054.301</i>
<b>Net Finansal Borç* / FAVÖK (x)</b>	<b>4,61</b>	<b>3,51</b>	<b>1,69</b>

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

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

31.12.2021 tarihi itibarıyla Şirket'in net finansal borcu 79,6 Milyon TL'dir. Aynı tarih itibarıyla net finansal borcun "Raporlanan" FAVÖK'e oranı 1,69'dur.

Tablo 27	Net Finansal Borç (Nakit) Durumu
(TL)	31.12.2021
Finansal Borçlar*	96.428.754
<i>Eksi: Nakit ve Nakit Benzerleri</i>	<i>16.829.128</i>
<b>=Net Finansal Borç / (Varlık)</b>	<b>79.599.626</b>

Kaynak: AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

\* : Operasyonel işlemlerden kaynaklanan kiralama yükümlülükleri finansal borçlara dahil edilmemiştir, sadece banka kredileri dikkate alınmıştır.

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Merkezi Sicil No: 27210  
No:1 Kat: 9-5 Mecidiyeköy / Beşiktaş / İSTANBUL  
Mesleki V.D. 388 004 352  
www.ai-capital.com.tr  
Mersis No: 0333004388000015

**Kurumlar Vergisi:** 2018-2019 ve 2020 yıllarında %22 olarak uygulanan kurumlar vergisi oranı, Kurumlar Vergisi Kanunu 13. geçici maddesine göre 2021 yılında %25 ve aynı maddeye göre 2022 yılında %23 olarak belirlenmiştir. Kurumlar Vergisi Kanunu 32. Maddesine göre 2023 yılı ve sonrasında, kurumlar vergisi oranı %20 seviyesinde AOSM hesaplamalarında uygulanmıştır. Ayrıca, gelir tablosu ve nakit akımı projeksiyonlarında da aynı vergi oranları kullanılmıştır. Öte yandan, Kurumlar Vergisi Kanunu 32. Maddesine eklenen 7. Fıkra ile ihracat yapan kurumların münhasıran ihracattan elde ettikleri kazançlarına uygulanan Kurumlar Vergisi oranında 1 puanlık indirimle gidilmiştir. 2022-2031 yılları arasındaki projeksiyon döneminde GES hariç toplam hasılatının %78'ini ihracattan elde etmesi beklenen Şirket'in sadece 2022 yılında uygulanacak olan 1 puanlık kurumlar vergisinden sağlayacağı katkının Şirket değerine oranı %0,1'in altında kaldığından İNA projeksiyonlarında dikkate alınmamıştır.

**Borçlanma Maliyeti:** 31.12.2021 tarihli Bağımsız Denetim Raporu'nun 6 numaralı dip notunda yer alan Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanmalara ilişkin detay bölümünde, Şirket'in kısa vadeli banka kredisi bulunmamaktadır. 33.934 TL tutarında kredi kartı borcu bulunan Şirket'in, 96,4 milyon TL tutarındaki finansal borçların tamamı uzun vadeli krediler ile uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kısımlarından oluşmaktadır. Söz konusu finansal borcun 10,2 milyon TL'ye karşılık gelen kısım %6,16 faiz ile Avro cinsinden açılmış banka kredisidir. Toplam finansal borcun %89'unu oluşturan kısım ise ortalama %16,02 faizli TL kredisidir. Bu durumda, 31.12.2021 itibarı ile Şirket'in banka kredileri üzerindeki ağırlıklı ortalama etkin faiz oranı %14,98 olarak hesaplanmaktadır.

Öte yandan, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nde (EVDS) yayınlanan 2021 yılında bankacılık sisteminin sağladığı ticari TL kredilerdeki ortalama faiz oranı %20,79 olup, işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarı ile son bir yıllık ortalaması %21,23'dür. İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarı ile son 4 haftada (Şubat ayı) TL kredilerdeki ortalama faiz oranı %21,42 olmuştur. AOSM hesabında vergi sonrası borçlanma faizi hesaplanırken, Şirket'in 31.12.2021 itibarı ile %14,98 olarak hesaplanan etkin kredi faiz oranı yerine, Şirket'in borçlanma faizi 2022 yılında %21,42 olarak dikkate alınmıştır. Projeksiyon döneminin takip eden yıllarda ise TL borçlanma faizi, TCMB Piyasa Katılımcıları Anketinde yer alan enflasyon beklentileri ortalama %3,0 oranında reel faiz ile genişletilerek hesaplanmıştır. Bu hesaplama göre, TL borçlanma faizinin 2023'de %18,88'e, 2024'te %16,30'a, 2025'te %14,13'e, 2026'da %12,32'ye gerileyip 2031 yılının sonuna kadar bu seviyede sabit kalacağı öngörülmüştür. Tüm bu varsayımların ışığında, 2022 yılı için

$$\begin{aligned} \text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} &= 21,42\% * (1-0,23) \\ &= 16,49\% \end{aligned}$$

olarak hesaplanmaktadır. Netice itibarıyla, 2022 yılı için

A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sk. Beşiktaş Plaza  
No:1 K:2 Beşiktaş Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak V.D. 388 004 3521 Tic.Sic.No: 270168  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 038800435210000

$$\begin{aligned}
 \text{AOSM} &= \text{Özsermaye Maliyeti} * (1 - \text{borçluluk oranı}) + \text{Vergi sonrası borçlanma maliyeti} * \\
 &\text{Borçluluk oranı} \\
 &= 31,50\% * (1 - 0,2020) + 16,49\% * 0,2020 \\
 &= 0,25137 + 0,03331 \\
 &= 28,47\%
 \end{aligned}$$

İNA Projeksiyonlarında kullanılan AOSM yıllar itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

AOSM Bileşenleri	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)									
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risksiz Faiz Oranı	25,00%	20,50%	18,00%	16,00%	14,00%	13,00%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%
Spesifik Risk Primi	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Türkiye Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta (β)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kurumlar Vergisi Oranı	23,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Borçlanma Maliyeti	21,42%	18,88%	16,30%	14,13%	12,32%	12,32%	12,32%	12,32%	12,32%	12,32%
* (1-Vergi)	16,49%	15,11%	13,04%	11,31%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%
Sermaye Maliyeti	31,50%	27,00%	24,50%	22,50%	20,50%	19,50%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Borçluluk Oranı	20,20%	20,20%	20,20%	20,20%	20,20%	20,20%	20,20%	20,20%	20,20%	20,20%
<b>AOSM</b>	<b>28,47%</b>	<b>24,60%</b>	<b>22,18%</b>	<b>20,24%</b>	<b>18,35%</b>	<b>17,55%</b>	<b>17,15%</b>	<b>17,15%</b>	<b>17,15%</b>	<b>17,15%</b>

Kaynak: AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

Tabloya göre, mevcut varsayımlar altında, İNA projeksiyon döneminin ilk beş yılında (2022 – 2026) AOSM ortalama %22,8 oranında, 2027 – 2031 döneminde %17,2 oranında gerçekleşmektedir. Bu şekilde, 2022 – 2031 döneminde ortalama AOSM %20,0 olarak hesaplanmaktadır.

### 8.3.2.6 İNA Projeksiyonları

İmaş Makina'nın 01.01.2022 – 31.12.2031 yılları arasında elde edeceği serbest nakit akımlarının toplam değeri Şirket'in Firma Değerini ifade etmektedir. Firma Değerine 31.12.2021 tarihi itibarıyla Şirket bilançosunda yer alan 79,6 milyon TL seviyesindeki net finansal borcun düşülmesi suretiyle Şirket Değerine ulaşılmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.22 maddesinin a bendi uyarınca sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır. Sabit büyüme oranı %2 seviyesinde varsayılırken, Şirket'in aktifinde yer alan makina-ekipman için de herhangi bir hurda değer öngörüsünde bulunulmamıştır.

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir. 2022 - 2031 tahmin dönemine ilişkin tahmin ettiğimiz "serbest nakit akışlarının toplamını" söz konusu tahmin döneminde belirlediğimiz indirgeme oranı ile bugüne

indirgenmiş değeri ile Firma Değerine ulaşmaktayız. Firma değerinden Şirket'in net finansal borç pozisyonu çıkarılarak Şirketin Hedef Özsermaye Değerini hesaplamaktayız. Özsermaye değerini de Şirketin ödenmiş sermaye tutarına oranladığımızda Şirketin halka arz öncesi Hedef Pay Fiyatına ulaşılmaktadır.

Şirket'e ait 2022 - 2031 dönemine ilişkin İNA projeksiyonumuz Tablo 30'da gösterilmektedir. Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarınının 31.12.2021 tarihi itibarı ile hazırlanması nedeniyle firmaya ait Serbest Nakit Akımları bu tarihe indirgenerek İNA Yaklaşımına dahil edilmiştir. Her bir projeksiyon yılına ait İndirgeme faktörü aşağıdaki yöntem ile hesaplanmıştır.

İndirgeme Faktörü =  $1/[(1+AOSM)^{(BDR \text{ Finansal Tablo Tarihinden Projeksiyon Tarihine kadar geçen gün sayısı}/365)]$

Projeksiyon dönemleri itibarı ile indirgeme faktörü aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 29		İndirgeme Faktörü Hesabı		
Projeksiyon Dönemi	Gün Sayısı	AOSM	Hesaplama Yöntemi	İndirgeme Faktörü
01.01-31.12.2022	365	28,47%	$1/[(1+0,2847)^{(365)/365}]$	0,78
01.01-31.12.2023	730	24,60%	$1/[(1+0,2460)^{(730)/365}]$	0,64
01.01-31.12.2024	1.096	22,18%	$1/[(1+0,2218)^{(1.096)/366}]$	0,55
01.01-31.12.2025	1.461	20,24%	$1/[(1+0,2024)^{(1.461)/365}]$	0,48
01.01-31.12.2026	1.826	18,35%	$1/[(1+0,1835)^{(1.826)/365}]$	0,43
01.01-31.12.2027	2.191	17,55%	$1/[(1+0,1755)^{(2.191)/365}]$	0,38
01.01-31.12.2028	2.557	17,15%	$1/[(1+0,1715)^{(2.557)/366}]$	0,33
01.01-31.12.2029	2.922	17,15%	$1/[(1+0,1715)^{(2.922)/365}]$	0,28
01.01-31.12.2030	3.287	17,15%	$1/[(1+0,1715)^{(3.287)/365}]$	0,24
01.01-31.12.2031	3.652	17,15%	$1/[(1+0,1715)^{(3.652)/365}]$	0,21

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

Tablo 30'da yer alan İNA projeksiyonunda serbest nakit akımlarının (S.N.A) bugünkü değeri 363,7 Milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Bu değere, %2,0 seviyesinde varsaydığımız uç büyüme değeri ile hesapladığımız terminal (2031 sonrası) nakit akımları toplamının (1.138 milyon TL) AOSM oranı ile bugüne indirgediğimiz değeri (233,5 milyon TL) eklediğimizde Firma Değerine (597,2 milyon TL) ulaşmaktayız. Firma değerinden Şirket'in 79,6 milyon TL olan net borç pozisyonunu düştüğümüzde Şirketin Hedef Özsermaye Değeri 517,6 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in 30 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan halka arz öncesi, pay başına değeri 17,25 TL'dir.



Tablo 30		İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı (Milyon TL)		
Özsermaye Değerleme Hesabı	Referans	Hesaplama Yöntemi	Tutar	
Vergi Sonrası FAVÖK (2031)	A	247,4-45,9	201,5	
Normalize FAVÖK	B	201,5 * (1+ 2,0%)	205,6	
Normalize Yatırım Harcamaları Değer	C	16,1 * (1+ 2,0%)	16,4	
Normalize Net İşletme Sermayesi Değişimi	D	16,4 * (1+ 2,0%)	16,7	
Normalize Nakit Akımları	E	B - C - D	172,5	
AOSM @2031	F	AOSM Formülü	17,15%	
Terminal Büyüme Oranı	G	Varsayım	2,0%	
Terminal Nakit Akımlarının Toplamı	H	$E * [1/(F - G)]$	1.138,2	
İndirgeme Oranı@2031	I	$1/[(1+AOSM)^{(Gün Sayısı)/365}]$	0,21	
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	J	$H * I$	233,5	
2022 - 2031 İndirgenmiş SNA Toplamı	K	INA Tablosu SNA Toplamı	363,7	
Firma Değeri (31.12.2021)	L	J+ K	597,2	
Toplam Finansal Borç (30.09.2021)	M	Bilanço Verisi	96,4	
Nakit ve Nakit Benzerleri (31.12.2021)	N	Bilanço Verisi	16,8	
Özsermaye Değeri (31.12.2021)	R	L-(M-N)	517,6	

Kaynak : A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

A1/CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Mevlânâ Sk. Zeynep Hanım Apt. Kat:2  
No:1 K:2 D:5-5 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak V.D. 388 004 5521  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100016



### 8.3.3 Piyasa Çarpanları (Pazar) Yönetimi

#### 8.3.3.1 Yurtiçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

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

İmaş Makina'nın çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken Şirket'le birebir aynı faaliyette bulunan borsa şirketi olmadığı için Şirket'in faaliyet gösterdiği Makina Metal Eşya Sektörü ile İmalat Sektörünün "sektörel" bazda 31.03.2022 tarihli kapanışları üzerinden FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz Vergi Öncesi Kar), FD/Ciro (Firma Değeri / Ciro) , F/K (Fiyat Kazanç Oranı) ve PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri) çarpanları incelenmiştir. Makina Metal Eşya Sektörü ile İmalat Sektöründeki FD/FAVÖK, FD/Ciro, F/K ve PD/DD çarpanlarından her bir çarpan için ortalama değer hesaplanmıştır.

Tablo 32		Yurtiçi Sektör Çarpanları			
Sektörler	Kod	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	F/K
Makina Metal Eşya	XMESY	34,20	1,81	6,85	18,98
İmalat	İMALAT	18,25	2,00	4,69	20,42
<b>Aritmetik Ortalama</b>		<b>26,22</b>	<b>1,90</b>	<b>5,77</b>	<b>19,70</b>

Kaynak : Finnet, 31.03.2022 tarihli piyasa kapanış verileri

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

Tablo 33		Çarpan Analizinde Kullanılan Finansal Veriler	
(TL)			31.12.2021
Net Satışlar			272.797.110
Düzeltilmiş FAVÖK			27.911.115
Amortisman Gideri			4.424.314
Net Kar			50.775.674
Özkaynak			380.848.082
Ödenmiş Sermaye			30.000.000
<b>Net Finansal Borç</b>			<b>79.599.626</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

FD/FAVÖK çarpanı ile 31.12.2021 tarihli gelir tablosunda “esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri” düşülüp Hurda ve Talaş Satış gelirleri eklenerek hesaplanan “düzeltilmiş” FAVÖK değerinin çarpımından elde edilen değerden 31.12.2021 tarihli net finansal borç tutarı olan 79,6 milyon TL düşülerek “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. FD/Ciro çarpanı ile ciro tutarının çarpımından elde edilen değerden 31.12.2021 tarihli net finansal borç tutarı olan 79,6 milyon TL düşülerek FD/Ciro çarpanı üzerinden “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. F/K ortalama çarpan değeri ile 31.12.2021 tarihli bilançoda yer alan Net Kar tutarı çarpılarak hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır. Son olarak PD/DD çarpanı ile 31.12.2021 tarihli bilançoda yer alan Özkaynak tutarı çarpılarak hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Tüm bu işlemlerin ardından, Şirket değerini en iyi yansıttığı düşünülen FD/FAVÖK çarpan ortalama değerine %40, FD/Ciro çarpan ortalama değerine %40 ve F/K ortalama çarpan değerine %20 ağırlık verilerek Şirket için yurtiçi çarpanlar üzerinden ağırlıklı ortalama hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır. PD/DD ortalama çarpan değeri ile hesaplanan özsermaye değeri 2,2 milyar TL gibi uç değerde gerçekleştiğinden çarpan analizine dahil edilmemiştir. Söz konusu ağırlıklı ortalama özsermaye değerinin, Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle “Pay Başına Değer” hesaplanmıştır. Özetle, yurtiçi sektörel FD/FAVÖK, FD/Ciro ve F/K çarpanları kullanarak ulaşılan ağırlıklı ortalama hedef piyasa değeri 637,0 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 21,23 TL olarak hesaplanmaktadır

Tablo 34

Yurtiçi Sektör Çarpan Analizi

Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Satışlar	Net Kar	Özsermaye	Net Finansal Borç	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye**
FD/FAVÖK	26,22	27.911.115				79.599.626	40,0%	652.299.680
FD/Ciro	1,90		272.797.110			79.599.626	40,0%	439.976.768
F/K	19,70			50.775.674			20,0%	1.000.260.225
PD/DD	5,77				380.848.082		0,0%	2.198.616.851
<b>Ağırlıklandırılmış İskontosuz Ortalama Özsermaye Değeri</b>								<b>636.962.624</b>
<b>İskontosuz Pay Değeri (TL)</b>								<b>21,23</b>

Kaynak : Finnet, Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

\*: Metal Eşya Makina ve İmalat Sektör ortalaması, 31.03.2022 tarihli piyasa kapanış verileri

\*\* : Ağırlıklandırma yapılmadan hesaplanmıştır

### 8.3.3.2 Yurtdışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

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

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Mevdan Sk. Beyoğlu Giz Pkz. No: 1  
No: K2 D06-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak V.D. 338 004 3321  
www.aicapital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100015

Tablo 35

Yurtdışı Benzer Firmalar

Firma Adları	Ülkesi	Borsa Kodu	Faaliyetine İlişkin Açıklama
Buhler Industries Inc	Kanada	BUI CN	Buhler Industries Inc., çeşitli tarım ekipmanları üretmektedir. Şirket mobilya ve ayna üretmektedir. Buhler Industries, Kanada ve Kuzey Amerika'da hizmet veriyor
Homag Group AG	Almanya	HG1 GR	Homag Group AG, endüstriyel ağaç işleme makineleri ve sistemleri üretir ve pazarlar. Şirketin ürünleri arasında testere, zımparalama ve boyutlandırma makineleri, yönlendiriciler, delme makineleri, proses kontrol yazılımı ve ürünlerin taşınması, montajı, paketlenmesi ve taşınması için ekipmanlar yer almaktadır. Homag ayrıca tasarım ve uygulama, eğitim ve onarım hizmetleri de vermektedir.
Maschinenfabrik Berthold Hermle AG	Almanya	MBH3 GR	Maschinenfabrik Berthold Hermle AG, manuel ve bilgisayarlı sayısal kontrol aletleri de dahil olmak üzere aletlere frezeleme ve delme makineleri üretmektedir. Şirket ayrıca yüksek hassasiyetli delme ve kesme aletleri de üretmektedir. Ürünleri, aparat mühendisliği, optik ve hassas mekanik endüstrilerindeki şirketlere satılmaktadır.
GEA Group Aktiengesellschaft	Almanya	G1A GR	GEA Group Aktiengesellschaft bir çiftlik teknolojisi, mekanik ekipman, proses endüstrisi ve soğutma teknolojisi şirkettir. Şirket, gıda işleme endüstrisi için ekipman tedarik etmektedir. GEA ürünleri endüstriyel, farmasötik ve kimyasal uygulamalara sahiptir.
Einhell Germany AG	Almanya	EIN3 GR	Einhell Germany AG, tamirci ve zanaatkar alet ve ekipmanları, otomobil aksesuarları, eğlence ve bahçe aletleri üretir ve pazarlar. Şirketin İspanya, Avusturya, Portekiz, İtalya, Finlandiya, Çin, Hong Kong ve Hollanda'da iştirakleri bulunmaktadır.
Makita Corporation	Japonya	6586 JP	Makita Corporation, genel olarak elektrikli aletler, havalı aletler ve bahçecilik ve ev aletleri üretimi ve satışı yapmaktadır. Bu kapsamda, akülü, delme/bağlama, darbeli delme/yıkım, taşlama/zımparalama, testereyle kesme, planlama/yönlendirme, pnömomatik, dış mekan gücü ve toz emme/diğer ekipmanların yanı sıra aksesuarlar sunar; ve yeni malzemeler, duvarcılık ve metaller için kesme ekipmanları üretmektedir.
Mota - Engil, SGPS, S.A.	Portekiz	EGL PL	Mota - Engil, SGPS, S.A. Portekiz'de inşaat ve inşaat hizmetleri sunmaktadır. Şirket, diğer şeylerin yanı sıra yollar ve otoyollar, demiryolları, köprüler ve barajların yanı sıra binalar inşa eder. Mota, Portekiz'de ve yabancı ülkelerde atık toplama ve arıtma gibi çevre ve hizmetlerle ilgili sektörlerde faaliyet göstermektedir.
Koninklijke BAM Groep N.V.	Hollanda	BAMNB NA	Koninklijke BAM Groep N.V. konut ve konut dışı inşaat hizmetleri sunmaktadır. Şirket, gayrimenkul geliştirme, inşaat, kablo ve boru sistemleri, yol, mekanik ve elektrik sistemleri inşaat hizmetleri sunmaktadır. BAM, öncelikle Hollanda ve Belçika'da faaliyet gösteriyor
Heijmans N.V.	Hollanda	HEIJM NA	Heijmans N.V. inşaat hizmetleri sunmakta ve proje geliştirme alanında faaliyet göstermektedir. Şirket, köprüler, bent kapakları ve tüneller dahil olmak üzere altyapı projeleri inşa etmektedir. Heijmans N.V. ayrıca ofis alanı, perakende alanı ve apartmanlar inşa eder.
Kier Group PLC	İngiltere	KIE LN	Kier Group PLC inşaat hizmetleri vermektedir. Şirket eğitim, sağlık, miras, savunma, gözetim, karayolları, demiryolu, havacılık, endüstriyel, enerji sektörlerine yatırım yapar, inşa eder ve bakımını yapar. Kier Group, Avustralya, Birleşik Krallık ve Orta Doğu Bölgesi'ndeki müşterilere hizmet vermektedir.
Datron AG	Almanya	DAR GR	Datron AG, bilgisayarlı sayısal kontrollü işleme sistemleri üretmektedir. Şirket, alüminyum, plastik ve diğer malzemelerin frezelenmesi için makineler, gravür makineleri, protez üretimi için bilgisayar destekli makineler, yapıştırıcılar ve dolgu macunları için dağıtım sistemleri ve freze aletleri üretmektedir.
DMG Mori Aktiengesellschaft	Almanya	GIL GR	DMG Mori Aktiengesellschaft, takım tezgahları üretir ve pazarlar. Şirketin ürünleri arasında otomatik torna tezgahları, freze, torna, lazer ve ultrasonik makineler bulunmaktadır.
Husqvarna AB (publ)	İsveç	HUSQB SS	Husqvarna AB, dış mekan bakım ve eğlence ürünleri üretmektedir. Şirket, zincirli testere, düzelticiler, üfleçler, ticari çim biçme makineleri, yeke makineleri, jeneratörler, kar püskürtücüler, kütük öğütücüler ve ticari araçlar üretmektedir.

Shibaura Machine Co.,Ltd.	Japonya	6104 JP	Shibaura Machine Co., Ltd. ana hat olarak kalıplama makineleri ve takım tezgahları ile endüstriyel makineler üretmektedir. Şirket, yarı iletken üretim makineleri, baskı presleri, kontrol valfleri, hassas makineler, endüstri robotları ve işleme merkezleri (MC'ler) gibi ekipmanlarla çok çeşitli bir ürün yelpazesine sahiptir. Shibaura Makinesi yürütür.
AGCO Corporation	ABD	AGCO US	AGCO Corporation, tarım ekipmanları üretir ve dağıtır. Şirket, traktörler, biçerdöverler, saman araçları, püskürtücüler ve yem ekipmanları dahil olmak üzere çok çeşitli tarım ekipmanı ve ilgili yedek parça satmaktadır. AGCO, dünya çapındaki müşterilerine hizmet veriyor.
Kubota Corp	Japonya	6326 JP	KUBOTA CORPORATION, endüstriyel makineler, tarım makineleri ve akışkan boru sistemleri üretmektedir. Şirketin ürünleri arasında sfero döküm borular, motorlar, traktörler, biçerdöverler, orak bağlama makineleri, çeltik ekme makineleri ve ekskavatörler yer almaktadır. Kubota ayrıca dövme demir ürünleri, konut ekipmanları ve çevre kontrol tesisleri üretmektedir.
Comer Industries	İtalya	COM IM	Comer Industries S.p.A. mühendislik sistemleri ve makina çözümleri sunar. Şirket, arazi hazırlama makineleri, toprak işleme ve gübreleme makineleri ile sulama ve ürün işleme ekipmanları gibi çeşitli tarımsal uygulamalar için çözümler sunmaktadır. Comer Industries, dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
Alamo Group	ABD	ALG US	Alamo Group Inc., endüstriyel ve tarımsal son kullanıcılar için ağır hizmet tipi, traktöre monte biçme ve bitki bakım ekipmanı ve yedek parçalar tasarlar, üretir ve dağıtır. Şirket ürünlerini Avrupa ve Amerika Birleşik Devletleri'nde satmaktadır.
TYM Corp	G.Kore	0029000 KS	TYM Corporation, tarım makineleri ve ekipmanları tasarlar, üretir ve pazarlar. Şirket, toprak işleme makineleri, traktörler, çeltik ekme makineleri, bağlayıcılar, biçerdöverler ve kültivatörler üretmektedir. TYM ayrıca sigara filtreleri, Batı tarzı sofa takımları ve paslanmaz çelik sac üretilmektedir.
Gifore Agricultural Science & Tech	Çin	300022CH	Gifore Tarım Bilimi ve Teknolojisi Hizmet Ltd. Şti., tarım makineleri toptancısı olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, geleneksel tarım makineleri, sebze makineleri, meyve bahçesi makineleri, hayvancılık makineleri ve hayvancılık makineleri ürünlerinin dağıtımını yapmaktadır. Gifore Tarım Bilim ve Teknoloji Servisi, akıllı tarım çözümleri de sunmaktadır.
First Tractor Co Ltd	Hong K.	38 HK	First Tractor Company Limited, tarım makineleri ekipmanı üretir ve satar. Şirket traktörler, yol silindirleri, hasat makineleri ve diğer ekipmanları üretmektedir. First Tractor aynı zamanda elektrikli ekipman da üretiyor.
DAEDONG Corp	G.Kore	000490 KS	Daedong Corporation, tarım makineleri ve ekipmanları tasarlar, üretir ve pazarlar. Şirketin ana ürünleri arasında elektrikli yeke makineleri, traktörler, çeltik ekme makineleri, bağlayıcılar, biçerdöverler ve motorlar yer almaktadır. Daedong ürünlerini yurt içi ve yurt dışı pazarlara sunmaktadır.
Bucher Industry	İsviçre	BUCN SW	Bucher Industries AG, gıda işleme makineleri, araçlar ve hidrolik bileşenler üretmektedir. Şirket, meyve ve sebze suyu işleme makineleri, yem hasat makineleri, pulluklar, ekim makineleri, yem karma makineleri, bitki ilaçlama makineleri, serpme makineleri, yol süpürme makineleri ve kar küreme makineleri üretmektedir. Bucher dünya çapında faaliyet göstermektedir.
Titan International	ABD	TWI US	Titan International, Inc. tarımda, inşaat, madencilikte, askeriyede, rekreasyonda ve zemin bakımında kullanılan otoyol dışı ekipman için monte edilmiş lastik ve tekerlek sistemleri üretmektedir. Şirketin dünya çapında üretim ve dağıtım tesisleri bulunmaktadır.
Komax Holding AG	İsviçre	KOMN SW	Komax Holding AG, metal işleme makineleri üretmektedir. Şirket, yuvarlak ve yassı metalleri kesmek ve soymak için makineler ve ekipman üretmektedir.
AG Growth International, Inc.	Kanada	AFN CN	Şirket, taşınabilir ve sabit tahıl işleme, depolama ve şartlandırma ekipmanı üretmektedir. Şirketin ürünleri arasında helezonlar, banthı konveyörler, tahıl depolama kutuları, tahıl işleme aksesuarları ve tahıl havalandırma ekipmanı bulunur.

Kaynak : Bloomberg

Yurtdışı çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/Ciro, PD/DD ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Piyasa değeri yüksek olan firmalar çarpan analizine dahil edilmezken, söz konusu çarpanların en yüksek ve düşük değerleri ile ortalama değerden standart sapma rakamları belirlenerek eliminasyona tabi tutulmuştur. Bu şekilde, pazar yaklaşımının ihtiyatlılık ilkesi kuvvetlendirilmiştir. Tüm bu işlemlerin ardından, FD/FAVÖK, FD/Ciro, PD/DD ve F/K çarpanlarının medyan değerleri belirlenip eşit ağırlıklandırılarak Şirket'in hedef özsermaye değeri Tablo 37'deki gibi hesaplanmıştır.

Tablo 36

Yurtdışı Benzer Firma Çarpan Analizi

Benzer Firmalar	Ülkesi	Piyasa Değeri USD	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/Ciro
Buhler Industries Inc	Kanada	52,2	33,43	0,81	36,62	0,40
Homag Group AG	Almanya	829,9	a.d.	6,85	84,94	44,91
Maschinenfabrik Berthold Hermle AG	Almanya	1.289,2	16,20	4,05	36,55	3,54
GEA Group Aktiengesellschaft	Almanya	7.400,8	11,27	3,22	22,24	1,32
Einhell Germany AG	Almanya	741,4	8,49	2,17	12,08	0,88
Makita Corporation	Japonya	9.048,2	9,13	1,53	16,17	1,48
Mota - Engil, SGPS, S.A.	Portekiz	457,6	6,02	6,29	18,99	0,97
Koninklijke BAM Groep N.V.	Hollanda	846,7	a.d.	1,14	43,62	0,00
Heijmans N.V.	Hollanda	374,3	2,78	1,26	6,71	0,14
Kier Group PLC	İngiltere	500,0	6,74	0,75	9,90	0,22
Datron AG	Almanya	55,3	7,01	1,49	13,09	0,68
DMG Mori Aktiengesellschaft	Almanya	3.611,9	16,06	2,36	38,68	1,49
Husqvarna AB (publ)	İsveç	6.058,6	8,13	2,60	12,73	1,37
Shibaura Machine Co.,Ltd.	Japonya	825,1	12,37	1,01	25,18	0,64
AGCO Corporation	ABD	10.885,3	8,71	3,18	14,05	1,05
Kubota Corp	Japonya	22.627,8	11,83	1,65	15,86	1,71
Comer Industries	İtalya	946,2	12,62	3,79	17,58	1,41
Alamo Group	ABD	1.716,4	11,74	2,40	21,63	1,47
TYM Corp	G.Kore	277,7	9,98	1,30	11,25	0,61
Gifore Agricultural Science & Tech	Çin	349,6	29,84	35,66	a.d.	1,09
First Tractor	Hong K.	1.592,3	32,02	0,66	8,22	0,91
DAEDONG Corp	G.Kore	271,5	11,33	0,82	8,55	0,65
Bucher Industry	İsviçre	4.159,0	7,59	2,54	14,44	1,04
Titan International	ABD	919,5	9,97	4,27	14,96	0,75
Komax Holding AG	İsviçre	1.083,6	18,22	3,78	32,88	2,64
AG Growth International	Kanada	645,7	13,04	3,01	17,04	1,29
<b>Maksimum</b>		<b>22.627,8</b>	<b>33,43</b>	<b>35,66</b>	<b>84,94</b>	<b>44,91</b>
<b>Minimum</b>		<b>52,2</b>	<b>2,78</b>	<b>0,66</b>	<b>6,71</b>	<b>0,00</b>
<b>Medyan</b>		<b>829,9</b>	<b>11,27</b>	<b>2,40</b>	<b>17,04</b>	<b>0,97</b>

Kaynak : Bloomberg, 31.03.2022 tarihli piyasa kapanış verileri

Sonuç olarak, yurtdışı benzer firmaların FD/FAVÖK, FD/Ciro, PD/DD ve F/K çarpanları kullanılarak ulaşılan ortalama hedef piyasa değeri 549,8 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 18,33 TL olarak hesaplanmaktadır

Tablo 37 Yurtdışı Benzer Firma Çarpan Analizi								
Çarpan Tanımları	Çarpan Oranı*	Ciro	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Özsermaye	Net Finansal Borç	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye**
FD/FAVÖK	11,27		27.911.115			79.599.626	25,0%	234.958.635
FD/Ciro	0,97	272.797.110				79.599.626	25,0%	185.013.571
F/K	17,04			50.775.674			25,0%	865.217.485
PD/DD	2,40				380.848.082		25,0%	914.035.397
<b>Ağırlıklandırılmış İskontosuz Ortalama Özsermaye Değeri</b>								<b>549.806.272</b>
<b>İskontosuz Pay Değeri (TL)</b>								<b>18,33</b>

Kaynak :Bloomberg, AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

\*: 31.03.2022 tarihli piyasa kapanış verileri

\*\* : Ağırlıklandırma yapılmadan hesaplanmıştır

## 9. SONUÇ

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

Değerleme çalışmamızda indirgenmiş nakit akımı yöntemi ile çarpan analiz yöntemlerini incelemiş bulunuyoruz. İNA Yöntemine %55, Piyasa Çarpanları'na ise %45 ağırlık verdiğimiz değerlendirme çalışması sonucunda 551.708.708 TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Söz konusu hedef piyasa değerini, halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değerini 18,39 TL olarak hesaplamaktayız. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %18,44 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına 15,00 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.



Şirket'in 31.12.2021 tarihli bilanço verilerinden hesaplanan Hisse Başına Defter Değeri (Özsermaye / Ödenmiş Sermaye), FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz Vergi Öncesi Kar), FD/Net Satışlar (Firma Değeri / Net Satışlar), F/K (Fiyat Kazanç Oranı) ve PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri) çarpan değerleri ile halka arz sonrası hesaplanan bahsi geçen çarpan değerleri karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 38/1	Çarpan Analizi	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
Hisse Başına Defter Değeri (TL)	12,69	12,96
FD/Net Satışlar (x)	2,31	1,96
FD/FAVÖK (x)	13,42	11,39
F/K (x)	10,87	10,93
PD/DD (x)	1,45	1,16

Kaynak : A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

İndirgenmiş nakit akımları ile piyasa çarpan analiz yöntemlerini kullanarak gerçekleştirdiğimiz değerlendirme sonucu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 38/2	Değerleme Sonucu			
	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç	
1.İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	517.610.375	55,0%	284.685.706	
2.Piyasa Çarpan Analizi	593.384.448	45,0%	267.023.002	
	Yurtiçi	636.962.624	22,5%	143.316.590
	Yurtdışı	549.806.272	22,5%	123.706.411
<b>Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri</b>		<b>100,0%</b>	<b>551.708.708</b>	
Çıkarılmış Sermaye			30.000.000	
Pay Başına Değer			18,39	
İskonto Oranı			18,44%	
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri</b>			<b>450.000.000</b>	
<b>İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>			<b>15,00</b>	

Kaynak : A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Mevlânâ Sk. Gayri Sic. No: 27  
No:1 K:2 D:3-6 Maslak-Şişli  
Maslak V.D. 336 004 3521 Tic.Sic.No:276189  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100015

## 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, 04.04.2022

#### Konu : Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

“Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi” çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine 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 Sk. Beybi Giz Plaza  
No:1 Kat:2 D:5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak V.D. 388 004 3521 Tic.Sic.No:278189  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100017

**Ahmet Hulusi KONUK**  
Genel Müdür Yardımcısı

**Sertan KARGIN**  
Direktör

## Ek 2: Yetkinlik Beyanı

### SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156  
06530 Ankara



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

İstanbul, 04.04.2022

### Konu : Yetkinlik Beyanı

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

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

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

Saygılarımızla,

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



AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sok. Beybi Giz Plaza  
No:1 Kat:2 D:5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak V.D. 338 004 3521 Tic.Sic.No: 277000  
www.aicapital.com.tr  
Mersis No: 0385004352100015

Ahmet Hulusi KONUK  
Genel Müdür Yardımcısı

Sertan KARGIN  
Direktör

### Ek 3: Lisans Belgeleri

Sertan Kargın

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

A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Mevdan Sk. Etyüz Ç2 Katı  
No:1 K:2 D:5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak V.D. 388 004 3521 Tic.Sic.No:270189  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0386004352100015