



CEO Event Medya A.Ş. ("CEO Event")

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

22 Mayıs 2019

İŞ YATIRIM



İçindekiler

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3	Finansal Durum	7
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	9
5	Görüş	11

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") aracılık ettiği CEO Event Medya A.Ş. ("CEO Event" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım'ın hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Halka Arz Tarihi	23-24 Mayıs 2019
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış – Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış
Mevcut Ödenmiş Sermaye	12.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%36,17
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	6.800.000
Satmama Taahhüdü	1 yıl boyunca satmama
Fiyat	4,8 TL
Halka Arz Büyüklüğü	32.640.000 TL

Kaynak: Gedik Yatırım

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 2 Ortaklık Yapısı

Grup	Niteliği	Ortağın Ticari Ünvanı	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI		ARZ SONRASI*	
			Pay Sayısı (Adet)	Oran (%)	Pay Sayısı (Adet)	Oran (%)	Pay Sayısı (Adet)	Oran (%)
A	Nama	Yeni ve Eski Medya Reklam Ajansı A.Ş.	1,300,000	10.83%	1,300,000	6.91%	1,300,000	6.34%
B	Hamiline	Yeni ve Eski Medya Reklam Ajansı A.Ş.	10,640,000	88.67%	10,640,000	56.60%	10,640,000	51.90%
B	Hamiline	Fatih Olçok	30,000	0.25%	30,000	0.16%	30,000	0.15%
B	Hamiline	Cevat Olçok	15,000	0.13%	15,000	0.08%	15,000	0.07%
B	Hamiline	Yunus Emre Olçok	15,000	0.13%	15,000	0.08%	15,000	0.07%
B	Yeni	Halka Açık	-	-	6,800,000	36.17%	8,500,000	41.46%
TOPLAM			12,000,000		18,800,000		20,500,000	

Kaynak: Gedik Yatırım

*Ek talep gelmesi durumunda satışa hazır hale getirilen 1.700.000 TL nominal değerli payların da satılması durumunda

Şirket'in mevcut sermayesini temsil eden paylar A ve B grubu olarak ayrılmıştır. İmtiyazlı A grubu payların nominal tutarı 1.300.000 TL'dir.

Şirket esas sözleşmesine göre (A) grubu paylara tanınan imtiyazlar, yönetim kurulu üyesi seçiminde aday gösterme ve genel kurulda 15 oy hakkı şeklindedir.

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

CEO Event (“Şirket”) 2006 yılında faaliyetlerine başlamış olup, medya, etkinlik, organizasyon, tanıtım, iletişim, reklam, halkla ilişkiler, turizm, kamuoyu araştırması, medya planlama ve satış alanlarında faaliyet göstermektedir. CEO Event yurtiçi ve yurtdışı kamu ve özel kurumsal firmaların etkinlik faaliyetlerinin yönetilmesine yönelik, her türlü tanıtım ve reklam faaliyeti dahil, proje yönetimi hizmeti sağlamaktadır.

Şirket, etkinlik yönetiminde planlama, organizasyon, yürütme, koordinasyon ve kontrol süreçlerini gerçekleştirmektedir. Etkinlik yönetimi işlevlerini uzmanlaşmış olduğu Kongre, Eğlence, Spor, Fuar, Tasarım ve Kurumsal Etkinlik yönetimleri alanlarında sürdürmektedir.

Şirket’in uzmanlaşmış olduğu etkinlik yönetimi alanlarına örneklerden bazıları:

- 1- **Kongre:** Birleşmiş Milletler Dünya İnsani Zirvesi, Birleşmiş Milletler En Az Gelişmiş Ülkeler Konferansı, WEC Dünya Enerji Kongresi (2016), NATO Dışişleri Bakanları Toplantısı (2015), Dışişleri Bakanlığı 10. Büyükelçiler Konferansı (2018)
- 2- **Eğlence:** Andre Riu konserleri (2013,2014), Neşet Ertaş Anma Haftası (2017, 2018)
- 3- **Spor:** 52, 53, 54. Cumhurbaşkanlığı Türkiye Bisiklet Turu (2016, 2017, 2018), WTA, Uluslararası Kadınlar Tenis Turnuvası (2010, 2011, 2012), Trabzonspor Stadı Açılışı (2016)
- 4- **Fuar:** if TV – Uluslararası İstanbul Film TV Forum ve Fuarı (2017), EVF – 9 ve 10. Enerji Verimliliği Forumu ve Fuarı (2018, 2019)
- 5- **Tasarım:** Gerçekleştirilen etkinliklerin tamamına yakınında kreatif hizmeti verilmekte ve bazılarında uygulaması da gerçekleştirilmektedir.
- 6- **Kurumsal Etkinlik:** Teknofest (2018), THY Yönetim Zirvesi (2016), THY The Corporate Club (2017, 2018), Türk Telekom Vizyon Toplantıları (2016), Türk Telekom 175. Yıl (2015), Turkcell Elçiler Zirvesi 2017, Vakıf Emeklilik Vizyon Toplantısı (2017), Akkuyu Nükleer Güç Santrali Temel Atma Töreni (2018), 3. Köprü Temel Atma Töreni

Şirket faaliyetlerini, Morbasan Sokak, Koza İş Merkezi, B Blok Kat:9 Balmumcu, Beşiktaş İstanbul’da yürütmektedir.

Şirket’in halka arz edilecek paylarının tamamının sermaye artırımı yolu ile halka arz edilecek olması, halka arz gelirinin (halka arz masrafları düşüldükten sonra) tamamının Şirket’e aktarılacağı ve Şirket’in Fon Kullanım Raporunda belirtilmiş olduğu şekliyle aşağıdaki gibi kullanacağını planladığı belirtilmiştir:

- 1) **%65: Yeni Yatırımlar**
- 2) **%20: İşletme Sermayesi**
- 3) **%15: Şirket Merkezi ve/veya Depo Yatırımı**

Tablo 3 Satışların Kırılımı

FAALİYETLER	2016		2017		2018	
	NET HASILAT	ORAN	NET HASILAT	ORAN	NET HASILAT	ORAN
Spor Etkinliği	10,605,346	14%	18,999,006	36%	21,430,177	36%
Kurumsal Etkinlik	14,347,525	19%	17,775,525	34%	26,548,191	44%
Kongre	35,511,181	48%	12,726,347	24%	6,259,805	10%
Fuar	619,442	1%	2,036,599	4%	5,094,146	9%
Eğlence	9,529,978	13%	1,000,000	2%		0%
Tasarım		0%	476,426	1%	50,000	0%
Diğer	2,964,091	4%		0%	290,000	0%
TOPLAM	73,577,563	100%	53,013,903	100%	59,672,319	100%

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in faaliyetlerine göre satış sonuçlarına bakıldığında; 2018 yılında %44 ile Kurumsal Etkinliklerin ilk sırada yer aldığı görülmektedir. Kurumsal Etkinlikleri, %36 ile Spor Etkinlikleri ve sırasıyla %10 ve %9 ile Kongre ve Fuar takip etmektedir.

2016 yılına bakıldığında satışların kırılımının farklı bir kompozisyona sahip olduğu görülmektedir. 2016 yılında satışların %48'i Kongre, %19'u Kurumsal Etkinlik ve sırasıyla %14 ve %13 ile Spor Etkinlikleri ve Eğlence oluşturmaktadır.

Tablo 4 Satışların Kamu, Kamu Benzeri ve Özel Bazlı Kırılım

KATEGORİ	2016		2017		2018	
	HASILAT	ORAN	HASILAT	ORAN	HASILAT	ORAN
Kamu	35,934,909	49%	17,470,622	33%	9,635,980	16%
Kamu Benzeri	15,459,396	21%	21,109,988	40%	23,159,651	39%
Özel	22,183,257	30%	14,433,292	27%	26,876,689	45%
TOPLAM	73,577,563	100%	53,013,903	100%	59,672,319	100%

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in satışları hizmet verilen gruplara göre incelendiğinde Kamu ve Kamu Benzeri 2016 yılında satışların %70'ini oluştururken, 2018 yılında bu oranın %55 olduğu görülmektedir. Aynı dönemde toplam satışlar içerisinde Özel'in oranı %30'dan %45'e yükselmiştir.

Tablo 5 Satışların Maliyeti ve Brüt Kar

	2016	2017	2018
HASILAT	73,577,563	53,013,903	59,672,319
SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	57,520,844	47,401,463	46,427,760
Brüt Kar	16,056,719	5,612,440	13,244,559
Brüt Kar Marjı	21.8%	10.6%	22.2%

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Şirket, 2018 yılında 13,2 milyon TL Brüt Kar elde etmiş ve Brüt Kar Marjı %22,2 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 6 Genel Yönetim Giderleri ve Faaliyet Karı

	2016	2017	2018
GENEL YÖNETİM GİDERLERİ	2,933,008	2,986,389	4,182,585
DİĞER FAALİYET GELİRLERİ	3,160,173	4,067,579	4,588,252
DİĞER FAALİYET GİDERLERİ (-)	1,880,782	2,806,073	4,773,886
FAALİYET KARI	14,403,102	3,887,557	8,876,340
Faaliyet Kar Marjı	20%	7%	15%
DÖNEM KARI/ZARARI	12,742,111	5,343,726	10,565,231
Net Kar Marjı	17%	10%	18%

Kaynak: Gedik Yatırım

Şirket, 2018 yılında 8,9 milyon TL Faaliyet Karı elde etmiş ve Faaliyet Kar Marjı %15 olarak gerçekleşmiştir.

3 Finansal Durum

Tablo 7 CEO Event Bilanço

	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
VARLIKLAR	40,255,429	50,976,822	55,178,718
DÖNEN VARLIKLAR	35,336,909	45,410,396	44,742,414
Nakit ve Nakit Benzerleri	20,663,515	14,465,644	24,016,807
Ticari Alacaklar	7,000,104	26,986,732	15,563,268
İlişkili Taraflardan	-	2,411,022	771,424
İlişkili Olmayan Taraflardan	7,000,104	24,575,710	14,791,844
Diğer Alacaklar	5,327,265	2,654,483	1,094,040
İlişkili Taraflardan	5,094,196	348,141	596,305
İlişkili Olmayan Taraflardan	233,069	2,306,342	497,735
Peşin Ödenmiş Giderler	1,260,382	150,983	4,060,881
İlişkili Taraflara	1,226,825	69,857	3,682,543
İlişkili Olmayan Taraflara	33,557	81,126	378,338
Diğer Dönen Varlıklar	1,085,643	1,152,554	7,418
DURAN VARLIKLAR	4,918,520	5,566,426	10,436,304
Finansal Yatırımlar	75,000	449,928	9,874,928
Diğer Alacaklar	21,491	26,292	21,696
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,438,055	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1,850,000	1,810,000	-
Maddi Duran Varlıklar	571,396	458,228	375,416
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6,337	-	122
Ertelenmiş Vergi Varlığı	132,241	1,997,978	164,142
Diğer Duran Varlıklar	824,000	824,000	-
KAYNAKLAR	40,255,429	50,976,822	55,178,718
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	15,919,644	20,976,746	17,152,529
Ticari Borçlar	13,680,166	18,386,317	12,783,011
İlişkili Taraflara	-	2,179,537	1,652,000
İlişkili Olmayan Taraflara	13,680,166	16,206,780	11,131,011
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kaps. Borçlar	182,523	43,052	74,271
Diğer Borçlar	479,534	312,433	1,992,085
Ertelenmiş Gelirler	347,750	546,573	683,621
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1,162,440	1,603,025	1,502,092
Kısa Vadeli Karşılıklar	67,231	85,346	117,449
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2,267,315	2,567,852	1,321,431
Uzun Vadeli Karşılıklar	177,397	136,975	176,323
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2,089,918	2,430,877	1,145,108

ÖZKAYNAKLAR	22,068,470	27,432,224	36,704,758
Ödenmiş Sermaye	5,500,000	12,000,000	12,000,000
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-33,477	-13,449	-10,837
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	28,681	28,681	232,592
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	3,831,155	10,073,266	13,917,772
Net Dönem Karı/Zararı (-)	12,742,111	5,343,726	10,565,231
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	-

Kaynak: CEO Event denetlenmiş finansallar ve dipnotlar

Şirket'in finansal borcu bulunmamaktadır. 31.12.2018 itibariyle Nakit ve Nakit Benzerleri 24 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2018 yılında Ticari Alacakları 2017 yılına göre %42 gerileyerek 15,6 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2017 yılında Ticari Alacaklar artış göstermiş ve toplam satışlara oranı yaklaşık %50 olmuştur. 2018 yılında Ticari Alacaklar toplam satışlara oranı %26 seviyesine inmiştir.

Şirket'in Ticari Borçlarının satışlara oranı sırasıyla 2016, 2017 ve 2018 için %19, %35 ve %21 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket faaliyetlerinin doğası gereği stok tutmamaktadır.

Tablo 8 CEO Event Gelir Tablosu

ÖZET GELİR TABLOSU (TL)	2016	2017	2018
Hasılat	73,577,563	53,013,903	59,672,319
Hasılatın Maliyeti (-)	57,520,844	47,401,463	46,427,760
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	16,056,719	5,612,440	13,244,559
Genel Yönetim Giderleri (-)	2,933,008	2,986,389	4,182,585
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3,160,173	4,067,579	4,588,252
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	1,880,782	2,806,073	4,773,886
Faaliyet Karı	14,403,102	3,887,557	8,876,340
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler / Giderler	839,280	405,048	1,265,000
Finansman Gelir/(Gideri) Öncesi Faal. Karı	15,242,382	4,292,605	10,141,340
Finansal Gelirler	797,695	2,483,407	4,766,725
Finansal Giderler (-)	52,473	182,657	1,278,659
Vergi Öncesi Kar	15,987,604	6,593,355	13,629,406
NET DÖNEM KARI	12,742,111	5,343,726	10,565,231

Kaynak: CEO Event denetlenmiş finansallar ve dipnotlar

Şirket net nakit pozisyonunda olduğu için, finansman geliri yaratmaktadır. Şirket'in finansal borcu olmamakla beraber, finansal gider olarak gözüken değerler Fiyat Tespit Raporunda kur farkı gideri olarak belirtilmiştir.

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gedik Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında CEO Event Medya A.Ş. paylarının birim fiyat tespitinde;

- Çarpan Analizi
- İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

yöntemleri kullanılmıştır. Çarpan analizi yöntemi, Şirket’e benzer şirketlerin uygun piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu doğrultuda yurtiçi ve yurtdışında sektörel ve operasyonel olarak benzer olduğu düşünülen şirketler incelenmiştir. Yurtiçi çarpan analizinde Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlere bakılmış, en benzer Halka Açık şirket olarak Flap Kongre Toplantı Hizmetleri Otomotiv ve Turizm A.Ş.’nin olduğu anlaşılmıştır. Tek bir şirketin çarpan analizinde yeterli olmayacağı düşünülerek BIST-100 çarpanlarının kullanılmasına karar verilmiştir. Hesaplama banka çarpanları dışarıda tutularak, çarpan hesaplamasına geri kalan 87 şirket dahil edilmiştir. Baz alınan şirketlerin çarpana esas bilanço değerlerinin toplamı üzerinden çarpanlar hesaplanmıştır.

Yurtdışı benzer şirketler hesaplamasında 9 adet benzer şirket hesaplamaya dahil edilmiştir.

1. Çarpan Analizi

Çarpan analizinde baz alınan rasyolar aşağıdaki gibidir:

Tablo 9 Benzer Şirketler Çarpanları

Endeks ve Sektör Verileri	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
BIST 100	1,30	5,32	8,68
Yurtdışı Benzer Şirketler Ortalama 2018 Çarpanı	2,77	9,54	13,81
Yurtdışı Benzer Şirketler Ortalama 2019 Çarpanı	2,80	9,15	12,03

Kaynak: Finnet (04.04.2019), Bloomber (02.04.2019)

Piyasa çarpanları için kullanılan şirket verileri aşağıdaki gibidir:

Tablo 10 Kullanılan Şirket Verileri

Şirket Verileri (TL mn)	Net Kar	Özsermaye	FAVÖK	Net Nakit
31.12.2018	10,5	36,7	9,2	24,0

Kaynak: CEO Event denetlenmiş finansallar ve dipnotlar

CEO Event’in BİST 100 çarpanları için 2018 yılı 12 aylık dönem baz alınmıştır. Yurtdışı benzerlerinin hesaplanmasında ise 2018 yılı 12 aylık gerçekleşen rasyolar ile birlikte 2019 yılı beklentisi ile hesaplanmış çarpanların eşit şekilde ağırlıklandırılarak bir sonuç elde edilmiştir. Sonrasında yurtiçi ve yurtdışı çarpanlar ile bulunan değerler kendi arasında yine eşit şekilde ağırlıklandırılarak çarpan analizi sonuçları elde edilmiştir.

Yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket çarpanlarına göre hesaplanan özsermaye değerleri aşağıdaki gibidir:

Tablo 11 Çarpan Analizi Sonuçları

Çarpan Analizi Özeti	Yurtdışı (Özsermaye Değeri TL)	Yurtiçi (Özsermaye Değeri TL)	Ortalama Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)
FD/FAVÖK	112,458,671	73,229,371	92,844,021	50%
F/K	153,177,811	91,696,387	122,437,099	0%
PD/DD	120,990,999	47,778,286	84,384,643	50%
Çarpan Sonucu	116,724,835	60,503,829	88,614,332	

FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının incelenerek, F/K rasyosu marjinal değer olarak hesaplamaya dahil edilmemiş, bunun yerine FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarına %50 ağırlık verilerek ortalama özsermaye değeri **88,614,332** olarak hesaplanmıştır.

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- 1) Gelir yaklaşımında kullanılan projeksiyon süresi 5 yıl olarak belirlenmiştir.
- 2) Sermaye maliyeti hesaplanırken, risksiz faiz oranı %17,00, piyasa risk primi %5,50 ve Beta 1,00 kabul edilmiştir. %22,50 sermaye maliyeti ve %0,0 borçluluk oranı ile AOSM %22,50 olarak hesaplanmıştır.
- 3) Ciro Büyüme Oranı 2019'da %25, 2020'de %20, 2021'de %17, 2022'de %16 ve 2023 için %10 kabul edilmiştir.
- 4) Terminal Büyüme Oranı %5,5 kabul edilmiştir.
- 5) Brüt Kar Marjının projeksiyon dönemi boyunca %18,2 olacağı varsayılmıştır.
- 6) Faaliyet giderlerinin projeksiyon dönemi boyunca satışlara oranının %5,50'si olacağı varsayılmıştır.
- 7) Net İşletme Sermayesi projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in son 3 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiştir. Projeksiyon dönemi için Ortalama Tahsilat Süresi 100 gün, Ortalama Borç Ödeme Süresi 110 gün ve stok bulunmadığı için Ortalama Stokta Kalma Süresi 0 gün olarak varsayılmıştır.
- 8) Projeksiyon dönemi boyunca yıllık 100.000 TL sabit yatırım harcaması varsayılmıştır.

Bu varsayımlar sonucunda İNA Analizi ile **83.362.956** TL'lik özsermaye değerine ulaşılmıştır.

3. Sonuç

Gedik Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında;

- Çarpan Analizi
- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

sonucunda Özsermaye Değeri hesaplaması yapılmış ve bu yöntemler sonucu elde edilen değerlerin ortalaması alınarak Özsermaye Değeri bulunmuştur.

Tablo 12 Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu Halka Arz İskontosu Öncesi Değerleme Sonucu

TL	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Pay Başına Değer
Çarpan Analizi Yöntemi	88.614.332	%50	7,38
İNA Yöntemi	83.362.956	%50	6,95
Ortalama Özsermaye Değeri	85.988.644		7,17

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Tablo 13 Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu Halka Arz İskontosu ile Değerleme Sonucu

TL	%33 Halka Arz İskontosu
Halka Arz Öncesi Değer	85.988.644
Halka Arz İskontosu	%33,0
Halka Arz İskontolu Değer	57.612.392
Sermaye Artırımından Sağlanan Brüt Kaynak	32.640.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	90.252.392
Pay Başına Değer	4,80
Halka Açıklık Oranı	%36,17

Halka arz iskontosu (%33) sonrası fiyat **4,80 TL** olarak belirlenmiştir.

5 Görüş

Gedik Yatırım'ın hazırladığı Fiyat Tespit Raporu tarafımızca incelenmiştir. Kullanılan değerlendirme yaklaşımları, yöntemleri ve değerlemeye konu varsayımlar, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır. İncelemelerimiz neticesinde, Gedik Yatırım'ın Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki şekildedir:

1. Çarpan Analizi Yöntemi

- Piyasa Çarpanları Analizinde FD/FAVÖK, PD/DD ve F/K çarpanlarını değerlendirilmiştir. Yüksek sonuç veren F/K çarpanının marjinal olarak değerlendirilerek hesaplama harici tutulmasını, ihtiyatlılık açısından olumlu buluyoruz.
- Yurtiçi çarpan analizinde Borsa İstanbul'da benzer şirket olarak sadece Flap Kongre A.Ş. olması ve bu şirketin çarpanlarının tek başına değerlemeye baz oluşturulmaması sebebiyle farklı bir yaklaşım benimsenmesini makul buluyoruz.

- Öte yandan, BIST 100’de yer alan bankalar dışındaki 87 şirketin tamamının çarpanlarının kullanılması yerine, Şirket’in büyüklüğü, geçmiş yıllardaki finansal performansı ve büyümesi değerlendirilerek daha sınırlı bir benzer şirket listesi kullanılmasının daha makul olabileceği görüşündeyiz.
- Yurtdışı benzer Şirketlerin medyan ve ortalama çarpanları hesaplanarak, daha düşük olan ortalama çarpanların dikkate alınmasını ihtiyatlılık gereği olumlu buluyoruz. Ayrıca Ortalamaların hesaplanmasında FD/FAVÖK ve F/K için 1-15, PD/DD için ise 1-5 aralığı dışında kalan Şirketlerin çarpan değerlerinin hesaplama dışı tutulmasını makul buluyoruz.
- Yurtiçi ve yurtdışı çarpanların eşit oranda ağırlıklandırılmasını da makul buluyoruz.

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi, doğası gereği çeşitli varsayımlar kullanılarak hesaplanan gelecek projeksiyonlarına bağlıdır. Bu projeksiyonların gerçekleşmesi ise, varsayımların gerçekleşmesi ile doğrudan ilişkilidir. Şirket’in faaliyetlerinde, faaliyet gösterdiği sektörde veya makroekonomik koşullarda meydana gelebilecek gelişmelerin Şirket’in faaliyetlerini önemli bir biçimde etkileme potansiyeli bulunduğunu dolayısıyla değer üzerinde önemli etki yaratabileceğinin değerlendirilmesi gerekmektedir.
- Bu sebeplerden dolayı, Gedik Yatırım tarafından hazırlanan çalışmada, projeksiyonların sapmasını içeren senaryoların da kullanılmasının faydalı olabileceği ve ilave olarak, serbest nakit akımları indirgenirken kullanılan AOSM’nin farklı senaryolar altındaki etkisinin de sunulmasının daha faydalı olabileceği kanaatindeyiz.
- Öte yandan, İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde uygulanan metodolojiyi ve yaklaşımı makul buluyoruz.
- İndirgeme oranı belirlenirken kullanılan yöntemin ve varsayımların genel olarak makul olduğunu düşünmekle birlikte, Fiyat Tespit Raporu’nda belirtildiği üzere risksiz getiri oranı varsayımı olarak Gösterge Tahvil yerine, projeksiyon süresi ile uygun olan 5 yıllık devlet tahvilinin bugünkü getiri oranının kullanılmasının daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.

3. Sonuç

Sonuç olarak;

Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Değerleme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır. Projeksiyonlar için kullanılan varsayımlar genel olarak iyi açıklanmıştır. %33 Halka Arz iskontosu uygulanarak pay başına hesaplanmış olan **4,80 TL** halka arz fiyatının, İzahname’de yer alan riskler de saklı kalmak koşuluyla, makul olduğu görüşündeyiz.