

**HİDROPAR HAREKET KONTROL  
TEKNOLOJİLERİ MERKEZİ SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.**

**FİYAT TESPİT RAPORU**



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

**19.07.2022**

**A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
Meydan Sok. Baybi Göl Plaza  
No:1 Kat:5 A-2 İstanbul-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak V.D.: 388 001 521 Tic Sic No:270189  
[www.a1capital.com.tr](http://www.a1capital.com.tr)  
Mersis No: 038800530200011



## KISALTMALAR

Kısaltma:	Tanım:
AI Capital	AI 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
Ar-Ge	Araştırma ve Geliştirme
CNC	Bilgisayarlı Nümerik Kontrol / Computer Numerical Control
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
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KKO	Kapasite Kullanım Oranları
KVKK	6698 sayılı Kişisel Verileri Koruma Kanunu
MDV	Maddi Duran Varlıklar
OSD	Organize Sanayi Bölgesi
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
Rf	Risksiz Faiz Oranı
Rm	BIST100 Endeksinin Yıllık Ortalama Getirisi
Re	Sermaye Maliyeti
Rp	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
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
Tic.	Ticaret
TL	Türk Lirası
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
VFÖK	Vergi Faiz Öncesi Kar
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

## 1. YÖNETİCİ ÖZETİ ve HALKA ARZ BİLGİLERİ

Bu rapor, HİDROPAR HAREKET KONTROL TEKNOLOJİLERİ MERKEZİ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ (“Şirket” ya da “HKTM”) ile A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital”) arasında 31.05.2022 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 19.07.2022’dir.

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

HKTM, 08.09.1998 tarihinde bugünkü yönetim kurulu başkanı Atif Tunç ATIL ve bugünkü ortaklardan Nilüfer Tunç ATIL ve merhume Neşe CERİ tarafından Osman Yılmaz Mahallesi İstanbul Caddesi No:5 Gebze adresinde Hidropar Kocaeli Elektronik Hidrolik ve Otomasyon Pazarlama Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. unvanı ile kurulup ticari faaliyetlerine başlamıştır. HKTM 29.08.2013 tarihinde tür ve unvan değişikliğine giderek bugünkü unvanı olan Hidropar Hareket Kontrol Teknolojileri Merkezi Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak ticari faaliyetlerine devam etmektedir.

Şirket, ana merkezi olan İnönü Mah. Gebze Plastikçiler OSB. Cumhuriyet Cd. No:31 41400-Gebze / Kocaeli Türkiye adresinde 7.000 m<sup>2</sup> yeşil binasında<sup>2</sup> sürdürmektedir. HKTM’nin İzmir Teknopark ve Karadeniz Ereğli’de şubesi bulunmaktadır.

Şirket’in ana faaliyet konusu Hidrolik Güç Ünitesi, Valf Blok ve Stand, Aküpaj, Akü/Azot stand, Hidrolik Silindir, Filtreleme/Soğutma ünitesi, Otomatik Yağlama ünitesi, Pnömatik Panolar, Kartezyen/Konveyör/ sistemler, Profil Masaları/Koruma Bariyerleri, Robotlu Sistemler geliştirmek ve üretmek ve katma değer yaratmaktır.

HKTM, Gebze / Kocaeli’ndeki 7.000 m<sup>2</sup> kapalı alanı olan yenilikçi teknolojilerle donatılmış yeşil fabrikasında, hareket kontrol teknolojileri alanında 12 ayrı sektördeki müşterilerine ağır endüstri uygulamaları için hidromekanik, fabrika otomasyonu için elektromekanik ve robotik sistemler projelendiren ve bunların tasarım, talaşlı imalat, montaj ve devreye almasını gerçekleştiren, aynı zamanda ürün ve hizmet satışı yapan bir mühendislik şirketi ve AR-GE Merkezi olup, müşterilerine tüm hareket kontrol çözümlerini tek çatı altında sunan teknolojileri sağlamaktadır.

### 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, 343.856.027 TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Söz

<sup>1</sup> Kaynak: İzahname

<sup>2</sup> Şirket, 2017 yılında Amerikan Yeşil Binalar Derneği tarafından verilen dünyanın en prestijli enerji verimliliği ve çevre sertifikası LEED (Leadership in Energy & Environmental Design- Enerji Verimli ve Çevreci Tasarımda Liderlik) belgesini LEED GOLD seviyesinde alan, sektöründe ilk, Türkiye’deki 14 fabrika binasından biri olmuştur.

konusu hedef piyasa değerini, halka arz öncesi ödenmiş sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değerini 13,75 TL olarak hesaplamaktayız. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,00 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına 11,00 TL'lik halka arz fiyatına ulaşmaktayız.

Şirket'in 31.03.2022 tarihli bilanço verilerinden hesaplanan Hisse Başına Defter Değeri (Özsermaye / Ödenmiş Sermaye), FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar), FD/S (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**

**Çarpan Analizi**

	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
Hisse Başına Defter Değeri (TL)	4,05	5,79
FD/Net Satışlar (x)	2,02	1,70
FD/FAVÖK (x)	7,59	6,39
F/K (x)	9,11	10,20
PD/DD (x)	3,39	1,90

Kaynak :A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

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

**Tablo 2**

**Değerleme Sonucu**

	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç	
1.İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	318.838.271	70,0%	223.186.790	
2.Piyasa Çarpan Analizi	402.230.792	30,0%	120.669.237	
	<i>Yurtiçi</i>	<i>380.191.489</i>	<i>15,0%</i>	<i>57.028.723</i>
	<i>Yurtdışı</i>	<i>424.270.094</i>	<i>15,0%</i>	<i>63.640.514</i>
<b>Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri</b>			<b>343.856.027</b>	
Çıkarılmış Sermaye			25.000.000	
Pay Başına Değer			13,75	
İskonto Oranı			20,00%	
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri</b>			<b>275.084.822</b>	
<b>İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>			<b>11,00</b>	

Kaynak :A1 Capital Yatırım 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

19.07.2022 tarihli bu rapor, İnönü Mah. Gebze Plastikçiler OSB. Cumhuriyet Cd. No:31 41400 - Gebze / KOCAELİ adresinde mukim Hidropar Hareket Kontrol Teknolojileri Merkezi Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (“HKTM”, “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, 31.05.2022 tarihli Halka Arz Aracılık ve Satış Sözleşmesi ile aynı tarihli Değerleme Hizmet Sözleşmesi” kapsamında HKTM 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.

HKTM'nin 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 31.05.2022 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.
- Raporla kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Hidropar Hareket Kontrol Teknolojileri Merkezi Sanayi ve Ticaret 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 üç yıl içerisinde 31.05.2022 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:

- Raporla kullanılan bilgiler, kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır. Rapor içerisinde yer alan finansal bilgiler, halka açılma amacıyla hazırlanan özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda yer alan bilgileri içermektedir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu bilgi ve belgelerin güvenilirliği ve doğruluğu denetlenmemiştir. A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu konuda herhangi bir taahhütte bulunmamaktadır. Geçmiş dönemlere ait tüm finansal bilgiler bağımsız denetimden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerlemesi yapılan Şirket aktifleri için herhangi bir hukuki çalışma icra edilmemiştir. Değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı durum olmadığı varsayılmıştır.
- Değerleme raporunda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine

ihraççı Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden meydana gelmektedir.

- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin Şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemlerinin ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabileceği bilinmelidir.
- Değerleme çalışması esnasında Şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca incelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.
- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- AI 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 AI 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. AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak, Şirketin geçmiş performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca ihtiyatlı bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.
- Bu raporda ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından AI 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 itibari ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu raporda tahmin edilen Şirket değeri üzerinde etkili olabilecektir.

## 5. SORUMLULUK BEYANI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; "*Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi*" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir

eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

## 6. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

### 6.1 ŞİRKETİN GENEL BİLGİLERİ

#### 6.1.1 Şirket Hakkında Genel Bilgi

Hidropar Hareket Kontrol Teknolojileri Merkezi Sanayi ve Ticaret A.Ş. Gebze Ticaret Sicili Müdürlüğüne 8 Eylül 1998 tarihinde tescil edilmiş ve Gebze Plastikçiler OSB. İnönü Mah. Cumhuriyet Cd. No:31 41400- Gebze / KOCAELİ adresinde kurulmuştur. Şirket'in merkezi aynı adrestedir. Şirket süresizdir.

Tablo 3	Şirket Bilgi Kartı
Hukuki statüsü	: Anonim Şirket
Tabii olduğu mevzuat	: T.C. Kanunları
Kurulduğu ülke	: Türkiye
Bağlı olunan Ticaret Sicil Müdürlüğü	: Gebze Ticaret Sicili Müdürlüğü
Ticaret Sicil No	: 4934
Merkez adresi	: Gebze Plastikçiler OSB. İnönü Mah. Cumhuriyet Cd. No:31 41400- Gebze / KOCAELİ
Internet adresi	: <a href="http://www.hktm.com.tr">www.hktm.com.tr</a>
Telefon	: +90 444 45 80
Faks	: +90 (262) 643 84 14

Kaynak: İzahname

#### 6.1.2 Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in mevcut 25.000.000 TL çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibarıyla ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Ticaret Unvanı	Sermaye ve Ortaklık Yapısı					
	Grubu	Halka Arz Öncesi		Grubu	Halka Arz Sonrası	
Sermaye Payı (TL)		Sermaye Payı (%)	Sermaye Payı (TL)		Sermaye Payı (%)	
Atıf TUNÇ ATIL	A	5.600.000	22,40	A	5.600.000	16,00
	B	8.150.000	32,60	B	7.050.000	20,14
İlham ÇELEBİ	A	1.400.000	5,60	A	1.400.000	4,00
	B	3.600.000	14,40	B	3.200.000	9,14
Nilüfer ATIL	B	6.250.000	25,00	B	5.750.000	16,43
Halka Açık Kısım	-	-	-	B	12.000.000	34,29
Sermaye Artırımı				B	10.000.000	28,57
Ortak Satışı				B	2.000.000	5,71
<b>TOPLAM</b>		<b>25.000.000</b>	<b>100,00</b>		<b>35.000.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: İzahname

Halka arz, Şirket'in 25.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 35.000.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan toplam 10.000.000 TL nominal değerli 10.000.000 adet (B) grubu hamiline pay ile Şirket'in mevcut ortaklarından,



Atıf Tunç ATIL'ın sahip olduğu 1.100.000 TL nominal değerli 1.100.000 adet (B) grubu hamiline pay, Nilüfer ATIL'ın sahip olduğu 500.000 TL nominal değerli 500.000 adet (B) grubu hamiline pay ve İlham ÇELEBİ'nin sahip olduğu 400.000 TL nominal değerli 400.000 adet (B) grubu hamiline payın satışı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz edilecek toplam 12.000.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline yazılı payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (35.000.000 TL) oranı %34,29 olacaktır.

## 6.2 FAALİYET KONUSU<sup>3</sup>

Şirket'in esas sözleşmesinin 3'üncü maddesi uyarınca, başlıca faaliyet konuları şunlardır: Her nevi hidrolik pnömatik ve elektronik konularla ilgili, komple tesisleri, donanımları, malzemeleri, parça ve komponentleri ve bu konuların elektrik, elektronik ve mekanik aksamalarını, bağlantı ve birleştirme parçalarını ayrı ayrı kısmen veya komple imal etmek veya ettirmek, hidrolik güç üniteleri ve hidrolik silindirler pnömatik kumanda panoları ve pnömatik silindirler ve elektronik otomasyon sistemlerini kurmak, imalatını, dahili ticaretini, ithalat ve ihracatını yapmak veya yaptırmaktır.

HKTM, 7.000 m<sup>2</sup> alana sahip ve yeni teknolojileri bünyesinde barındıran çevreci fabrikasında faaliyet göstermektedir. Yeni fabrika alanıyla birlikte, tedarikçilerinden temin ederek satış ve servisini yapmakta olduğu hidrolik silindirlerin bünyesinde imalatı ve robotik otomasyon bölümü projelerine makine ve parça imalatı desteği sağlamak üzere 2 adet CNC ve 3 adet NC talaşlı imalat tezgâhı yatırımı yapmıştır. Bu şekilde, Şirket imalat yeteneklerini geliştirmiş ve genişletmiştir. Şirket, fabrika çatısına yerleştirdiği 90 kW kurulu güce sahip fotovoltaik panellerle, güneş enerjisinden yılda 100.000 kWh elektrik enerjisi üreterek toplam ihtiyacının üçte birini karşılamaya başlamıştır.

HKTM, ISO 9001:2015 Kalite Yönetim Sistemi standardı, ISO 10002:2018 Müşteri Geri Bildirim ve ISO 14001:2015 Çevre Yönetim Sistemi sertifikalarına sahiptir. 2018'de İngiltere merkezli Green World Organization tarafından düzenlenen çevre yarışmasında, "Karbon Salınımı Azalımı" konusunda gümüş ödüle layık görülerek, ilk uluslararası çevre ödülünü almıştır. Aynı yıl ÇEVKO (Çevre Koruma ve Ambalaj Atıkları Değerlendirme Vakfı) tarafından düzenlenen ve dünyada çoğunluğu AB üyesi 31 ülkede geçerli olan, 150.000'den fazla kuruluşun ambalajları üzerinde kullanılan Yeşil Nokta çevre ödülüne de layık görülmüştür. Ayrıca, Şirket, enerji ve çevreye olan duyarlılığını, enerji verimliliğini ve yenilenebilir enerji kaynaklarının en az oranda tüketimini esas alan "ISO 50001:2018 Enerji Yönetim Sistemi" standardı ile belgelendirilmiştir.

Şirket'in 2019 yılında hareketli kapak sistemleri, hidrolik asansör ihalelerini, inşaat ve montajı ile birlikte anahtar teslim olarak aldığı GALATAPORT projesinde bahsi geçen kısımları, kendi Ar-Ge çalışmaları sonucu, %94 yerlilik oranıyla tamamını fabrikasında imal ettiği 343 adet Rotary Aktüatör ürünlerini kullanarak 2021 sonu itibarıyla başarıyla tamamlamış ve teslim etmiştir.

Yine Ar-Ge projesi kapsamında geliştirilen "Plastik Enjeksiyon Kartezyen Mal Alma Robotu" ile projelere özel yapılmakta olan imalatlar, birer katalog ürünü haline getirilerek, büyüklüklerine göre değişmekle birlikte ortalama her biri 15 bin Euro bedelli standart

<sup>3</sup> Kaynak : İzahname

makinelere dönüştürülmüştür. Bu projeye Ticaret Bakanlığına 3 yıllık “Tasarım ve Ürün Geliştirme” projesi başvurusu yapılmış ve Aralık 2021 tarihi itibarıyla onaylanmıştır. Bu projeler kapsamında temin edilen yeni universal CNC tezgahlarla imalat olanakları da artmış olup talaşlı imalat makine parkı manuel tezgahlara ilave olarak toplamda 7 CNC ve 3 NC tezgâha ulaşmıştır.

2021 yılında HKTM, ISO 27001:2013 Bilgi Güvenliği Yönetim Sistemi belgesini alırken, daha önce sahip olduğu ISO 18001 belgesini, yenilenen ISO 45001:2018 İş Sağlığı ve Güvenliği Yönetim Sistemi belgesine dönüştürmüştür. Sektörde yaygın olarak kabul edilen, havacılık ve uzay endüstrisi için standartlaşmayı hedefleyen bir kalite yönetim sistemi olan AS 9100 Havacılık ve Uzay Kalite Yönetim Sistemleri belgesi için de çalışmalar devam etmektedir.

## 7. FİNANSAL BİLGİLER

### 7.1 Gelir Tablosu

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda yer almaktadır:

Tablo 5 (TL)	Gelir Tablosu				
	31.03.2022	31.03.2021	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Hasılat	43.598.560	36.792.561	181.765.004	128.877.245	90.970.270
Satışların Maliyeti	(34.583.820)	(29.582.877)	(122.230.110)	(95.453.163)	(71.225.815)
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	<b>9.014.740</b>	<b>7.209.684</b>	<b>59.534.894</b>	<b>33.424.082</b>	<b>19.744.455</b>
Genel Yönetim Giderleri	(5.451.464)	(2.601.882)	(12.279.237)	(6.735.321)	(5.035.176)
Pazarlama Giderleri	(2.595.649)	(1.527.227)	(8.322.127)	(3.839.535)	(3.877.121)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(1.017.422)	(1.091.433)	(3.032.682)	(2.461.910)	(1.141.036)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	10.314.199	3.920.061	27.503.470	9.420.152	5.185.191
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(5.222.345)	(1.886.665)	(16.270.202)	(8.232.380)	(5.208.570)
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>5.042.059</b>	<b>4.022.538</b>	<b>47.134.116</b>	<b>21.575.088</b>	<b>9.667.743</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-	43.767	16.239	163.898
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	(713.486)	-	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	(50.473)	(22.239)	318.673	104.164	102.493
<b>Finansman Öncesi Faaliyet K/Z</b>	<b>4.991.586</b>	<b>4.000.299</b>	<b>46.783.070</b>	<b>21.695.491</b>	<b>9.934.134</b>
Finansman Giderleri	(5.054.600)	(2.846.400)	(18.549.476)	(15.670.939)	(12.041.832)
Finansman Gelirleri	2.730.137	3.433.859	14.271.495	6.323.641	4.064.463
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>2.667.123</b>	<b>4.587.758</b>	<b>42.505.089</b>	<b>12.348.193</b>	<b>1.956.765</b>
Dönem Vergi Gideri/Geliri	(231.645)	(186.896)	(2.830.329)	-	-
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	(676.033)	1.203.851	1.923.267	(4.005.048)	2.369.251
<b>Net Dönem Karı/Zararı</b>	<b>1.759.445</b>	<b>5.604.713</b>	<b>41.598.027</b>	<b>8.343.145</b>	<b>4.326.016</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.

	31.03.2022	31.12.2021	31.03.2021	31.12.2020	31.12.2019
Brüt Kar Marjı	20,68%	32,75%	19,60%	25,93%	21,70%
Faaliyet Kar Marjı	11,56%	25,93%	10,93%	16,74%	10,63%
Net Kar Marjı	4,04%	22,89%	15,23%	6,47%	4,76%

Kaynak: İzahname, AI Capital Yatırım Harcamaları

### 7.3 Bilanço Varlık ve Yükümlülükleri

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço kalemleri aşağıda yer almaktadır:

#### 7.3.1 Bilanço Varlıklarındaki Gelişmeler

(TL)	31.03.2022	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>				
Nakit ve Nakit Benzerleri	24.703.293	22.045.155	9.002.665	10.775.523
Ticari Alacaklar	56.584.273	52.620.025	32.736.905	24.761.585
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	-	616.092
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	56.584.273	52.620.025	32.736.905	24.145.493
Diğer Alacaklar	14.073.348	11.390.676	2.880.290	2.533.399
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	2.948.663	2.392.565	-	899.908
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	11.124.685	8.998.111	2.880.290	1.633.491
Stoklar	68.252.988	50.986.213	38.505.947	34.516.171
Peşin Ödenmiş Giderler	15.441.175	9.425.340	4.594.021	4.198.559
-İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	1.547.578	1.519.295	1.289.987	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	13.893.597	7.906.045	3.304.034	4.198.559
Diğer Dönen Varlıklar	10.860.715	8.649.458	5.963.681	1.898.371
<b>TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>189.915.792</b>	<b>155.116.867</b>	<b>93.683.509</b>	<b>78.683.608</b>
<b>DURAN VARLIKLAR</b>				
Finansal Yatırımlar	200.000	200.000	200.000	200.000
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	3.259.857	635.330	316.657	204.993
Maddi Duran Varlıklar	66.384.111	65.560.328	19.099.477	19.037.275
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19.423.619	17.696.786	11.485.315	6.325.776
<b>TOPLAM DURAN VARLIKLAR</b>	<b>89.842.127</b>	<b>84.657.544</b>	<b>32.660.726</b>	<b>31.223.994</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>279.757.919</b>	<b>239.774.411</b>	<b>126.344.235</b>	<b>109.907.602</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	18.987.751	2.057.482	13.180.000	2.063.810
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	33.280.797	44.493.226	24.175.354	28.229.074

DİĞER Finansal Yükümlülükler	511.080	1.445.002	1.597.115	1.427.528
Ticari Borçlar	70.920.072	50.505.444	32.412.711	35.673.142
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	5.784.568	1.199.996	727.494	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	65.135.504	49.305.448	31.685.217	35.673.142
Ertelenmiş Gelirler	30.479.741	19.914.324	7.173.769	11.474.140
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	30.479.741	19.914.324	7.173.769	11.474.140
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.082.957	2.221.504	1.965.999	1.552.527
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	2.082.595	2.221.142	1.965.637	1.552.165
DİĞER Kısa Vadeli Yükümlülükler	548.302	2.836.145	144.061	104.677
<b>TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>159.061.063</b>	<b>124.025.241</b>	<b>80.914.583</b>	<b>80.736.258</b>
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	9.789.801	8.993.047	19.204.110	11.191.117
DİĞER Finansal Yükümlülükler	141.528	208.330	1.067.691	2.254.133
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.188.861	2.731.251	1.708.837	1.301.897
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	3.188.861	2.731.251	1.708.837	1.301.897
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	6.281.376	5.300.674	-	-
<b>TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>19.401.566</b>	<b>17.233.302</b>	<b>21.980.638</b>	<b>14.747.147</b>
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>178.462.629</b>	<b>141.258.543</b>	<b>102.895.221</b>	<b>95.483.405</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>				
Ödenmiş Sermaye	25.000.000	25.000.000	12.000.000	8.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	34.848.056	33.828.079	359.252	177.347
-Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	33.626.609	33.626.609	-	-
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	1.221.447	201.470	359.252	177.347
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	3.192.782	1.393.391	715.610	515.119
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	36.495.007	(3.303.629)	2.031.007	1.405.715
Net Dönem Karı	1.759.445	41.598.027	8.343.145	4.326.016
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>101.295.290</b>	<b>98.515.868</b>	<b>23.449.014</b>	<b>14.424.197</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>279.757.919</b>	<b>239.774.411</b>	<b>126.344.235</b>	<b>109.907.602</b>

Kaynak: İzahname

### 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.

a) Cari Oran: İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemesinde bir zorluğun olup olmadığını gösterir.

b) 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 8		Likidite Oranları			
		31.03.22	2021	2020	2019
<b>Cari Oran</b>	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,19	1,25	1,16	0,97
<b>Asit Test Oran</b>	Dönen Varlıklar- Stoklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,76	0,84	0,68	0,55
<b>Stok Oranı</b>	Stoklar / Toplam Varlıklar	0,24	0,21	0,30	0,31

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.

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 itibarıyla mali oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 9		Mali Yapı Oranları			
		31.03.2022	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)		0,64	0,59	0,81	0,87
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar		0,57	0,52	0,64	0,73
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar		0,07	0,07	0,17	0,13
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar		0,36	0,41	0,19	0,13

Kaynak : İzahname

A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Mecidiyeköy Sk. Etiler Giz Plaza  
No: 10 Kat: 5-6 Maslak Sarıyer/İSTANBUL  
Mersis V.D.: 388 004 3521 Tic. Sic. No: 272000  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100015



## 8. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

### 8.1 DEĞERLEME ÇALIŞMASINA İLİŞKİN BEYAN

Şirket'in değerleme çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı dikkate alınarak işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 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>4</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, özkaynak toplamının pay sayısına (ödenmiş sermaye) bölünmesiyle elde edilmektedir. 31.03.2022 dönemi itibariyle ana ortaklığa ait özkaynakları 101.295.290 TL olup, 25.000.000 TL'lik sermayesi dikkate alındığında pay başına defter değeri 4,05 TL'ye karşılık gelmektedir.

<sup>4</sup> <https://www.ispb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>

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, Şirket ürünlerinin Ar-Ge faaliyetleri sonucu ortaya çıkan ve özellikli faaliyet alanlarında kullanılan ürünler olması nedeniyle eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olduğu düşünüldüğü için Maliyet (Defter Değeri) yaklaşımı işbu fiyat tespit raporunda değerlendirilmiş ancak kullanılmamıştır. Aşağıda yer alan Tablo'da gerek bilanço ve gerekse gelir tablosu rakamlarından izlenebileceği gibi Şirket uzun vadeli büyüme trendi içerisinde. Bu nedenle, Gelir Yaklaşımı ile Pazar yaklaşımının nihai değer tespitinde esas alınması uygun görülmüştür.

Tablo 10 (000 TL)	Seçilmiş Finansal Tablo Verileri										
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dönen Varlıklar	11.472	15.782	23.430	23.356	23.596	24.311	30.163	48.667	81.312	96.305	176.358
Duran Varlıklar	2.265	3.951	6.943	9.697	14.897	15.510	15.214	17.575	20.983	25.069	33.321
Aktif Toplamı	13.737	19.733	30.373	33.053	38.493	39.822	45.378	66.242	102.295	121.374	209.678
K.V. Yabancı Kaynaklar*	6.149	11.315	9.312	10.344	21.972	23.979	13.628	27.125	54.426	75.220	119.341
U.V. Yabancı Kaynaklar*	1.150	1.386	13.473	12.904	9.039	7.741	23.637	30.176	34.813	19.113	8.993
Özkaynaklar	6.438	7.031	7.588	9.806	7.482	8.102	8.113	8.942	13.056	27.041	81.344
Sermaye	2.000	4.000	4.000	4.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	12.000	25.000
Net Dönem Karı	900	990	243	2.218	-2.323	620	10	434	4.010	13.556	35.988
Pasif Toplamı	13.737	19.733	30.373	33.053	38.493	39.822	45.378	66.242	102.295	121.374	209.678
Hasılat	21.951	23.170	12.285	37.727	31.936	38.562	51.458	78.331	93.855	133.217	188.222
Satışların Maliyeti	17.261	17.795	9.073	29.113	23.519	28.910	39.113	59.435	71.476	98.091	126.944
Brüt Kar	4.690	5.374	3.212	8.614	8.417	9.653	12.345	18.896	22.378	35.126	61.278
Faaliyet Karı	1.356	1.604	1.359	2.326	2.579	3.281	5.223	10.899	12.258	22.832	38.497

Kaynak : Şirket, Kurumlar Vergisi Beyannameleri

\*: KV, Kısa Vadeli; UV, Uzun Vadeli

### 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 akımlarını indirgeme faktörü ile bugüne indirgeyerek şirket değerinin tespit edilmesinde uygulanan bir değerlendirme yöntemidir. UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde 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 (İndirgenmiş Nakit Akımları veya İNA) yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma anlamlı ağırlık verilmesi gereklilik arz etmektedir. Öte yandan, madde 60.2 uyarınca, gelecekteki nakit akışlarının sabit sözleşme tutarlarına dayanmadığı hallerde, gerekli girdileri sağlamak amacıyla beklenen nakit akışlarına dair tahminlerde bulunulması gereklidir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.3 uyarınca değerlendirme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması durumunda bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştiren uzmanının takdirine bırakılmıştır.

İşbu raporda yer alan İNA değerlemesinde, Şirket'in halihazırda geliştirmekte olduğu projelerden gerçekleşmesini beklediği nakit akımlarının miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olup, söz konusu tahminler şüphecilikten taviz verilmeden muhafazakar varsayımlar üzerinden İNA değerlemesine yansıtılmıştır. Sonuç olarak, Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin değeri en çok etkileyen bir unsur olmasından dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünülerek, Gelir (İNA) Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında 2022 - 2026 yılları arasındaki HKTM'ye ilişkin nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.4. madde (d) bendi uyarınca, tahmin süresinin sonunda devam eden değerler değerlendirme konusu varlık için uygunluğu sorgulanmıştır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değerler 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 ürün, proje ve satış sonrası hizmet ve ticari ürün satışları bazında elde ettiği hasılat gelirleri ile satışların maliyeti, amortisman, faaliyet giderleri, işletme sermayesi ve yatırım giderleri dikkate alınarak serbest nakit akımları hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi (2022 - 2026) boyunca tahmin edilen serbest nakit akımları bugünkü değere indirgenerek, indirgenmiş serbest nakit akımlarının toplam tutarı belirlenmiştir. Bu değere, sabit (uç) değer ile büyütülerek hesaplanan uç değer nakit akımlarının bugünkü değeri eklenerek Firma Değeri hesaplanmıştır. Ardından, Firma Değeri'nden net finansal borç (Kısa Vadeli Finansal Borçlar + Uzun Vadeli Finansal Borçlar - Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar]) rakamı düşülerek, İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi kapsamında, Şirket'in 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 uygulanmıştır.

### 8.3.2.1 Hasılat Projeksiyonlarında Kullanılan Yöntem Hakkında Bilgi

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, HKTM'nin 2019, 2020 ve 2021 yılları ile 31.03.2022 ara dönemine ait Özel Bağımsız Denetim'den geçmiş finansal tabloları esas alınmıştır. İlgili dönemlere ilişkin bağımsız denetim raporlarına Şirketin "www.hktm.com.tr" ve "www.kap.org.tr" adreslerinden ulaşılabilir. Ayrıca, Şirket yönetimi tarafından sağlanan satış geliri, üretim ve maliyet bilgileri değerlendirilmiş ve ana ürün segmentleri bazında gelir-gider kırılımları ile bağımsız denetim raporlarındaki verilerden faydalanılmıştır. 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 birikimin etkileyecek türden önemli bir değişimin yaşanmayacağı varsayılmıştır.

INA projeksiyonu yapılırken, İzahnamenin 5, 6 ve 7. Bölümlerinde detaylıca incelenmiş olan Şirket'in geçmişi, içinde bulunduğu sektörün yapısı, risk unsurları, işletmenin mali durumu, karlılık durumu, sabit ve dönen varlıklarının değeri dikkate alınmıştır. Şirket Yönetimi'nin paylaştığı üretim, satış sonrası hizmet ve yedek parça, hidromekanik sistemler ve mekanik otomasyon robotik sistem kurulumu, ticari satış gelirleri, satışların maliyeti, amortisman, yatırım ve faaliyet giderlerine dair öngörüler tarafımızca, işbu Fiyat Tespit Raporu'nda değerlendirilmiştir.

Şirket'in üretim, kapasite kullanım ve gelir tablosu projeksiyonları yapılırken "tüme varım" yaklaşımı benimsenmiştir. Bu bağlamda, Şirket'in stratejik hedefleri doğrultusunda, projeksiyon dönemi boyunca, satışları gerçekleştirilecek olan ana ürün grupları ve sistem kurulumları (segment) bazında hasılat tutarları tahmin edilmiştir. Şirket'in faaliyet ve üretim süreçleri gözden geçirildikten sonra detayları 8.3.2.6 ve 8.3.2.7 numaralı bölümlerde yer alan satış hacmi ve fiyat varsayımlarına dayandırılarak hasılat tahminleri yapılmıştır.

### 8.3.2.2 Faaliyet ve Üretim Süreci

Halihazırda müşteri beklentileri doğrultusunda özel olarak tasarlanıp geliştirilen proje bazlı

sistemler ile robotik ve hidrolik ürünler imal eden Şirket'in gelecekteki temel üretim odağı, Ar-Ge Merkezi olmanın getirdiği bilgi birikimi ve deneyimle, katma değerli üretimi ve orta-yüksek teknoloji ürün çeşitliliğini artırmaktır. Bu hedef doğrultusunda, ticari mal faaliyetleri dışarıda tutulduğunda, üretimden satışlar kapsamına "mekanik, otomasyon ve robotik sistemler" ile "hidromekanik sistemlerden" oluşan birden fazla ve kompleks yapıda ürün içeren, bazı ürünleri dış firmalara yaptırılan, üretimden sonraki süreci (tamir-bakım ve yedek parça tedariki) devam eden ve proje yöneticisi atanmasını gerektiren sistem boyutundaki siparişleri içeren "Sistemler" ile "Robotik ve Hidrolik Ürünler" girmektedir. Kategorik olarak detaylandırıldığında, HKTM'nin faaliyetleri iki ana grupta sınıflandırılmaktadır:

1. ÜRÜNLER: Daha önceden tasarımı yapılmış ya da mevcut tasarımda küçük değişikliklerin olduğu, üretimden sonra doğrudan sevkiyat yapılarak sürecin sonlandığı, proje yöneticisi atanmasının gerekmediği ve en az bir adet imalat süreci olan yarı mamulleri içeren ürünler olarak tanımlanmaktadır.
  - a. Robotik ürünler kapsamında; Kartezyen Robot Sistemler, Robotlu Sistemler ve Otomatik Yağlama Üniteleri
  - b. Hidrolik ürünler kapsamında; Hidrolik Rotary Aktüatörler, Güç Üniteleri, Valf Blok ve Standları, Akuplaj, Akü/Azot Standları, Hidrolik Silindirler ile Filtreleme/Soğutma Üniteleriürün kategorisinde sınıflandırılmaktadır.
2. SİSTEMLER: Birden fazla görece kompleks yapıda ürün içeren, bazı ürünleri üretim sürecini hızlandırmak ve işgücü maliyetlerini düşürmek için dış firmalara yaptırılan, üretimden sonra da süreci devam eden ve proje yöneticisi atanmasını gerektiren sistem boyutundaki siparişleri içeren, aynı üretim parkında üretilen anahtar teslim sistemler olarak tanımlanmaktadır:
  - a. Mekanik Otomasyon & Robotik Bölümü
  - b. Hidromekanik Sistemler Bölümüolarak sistemler kategorisinde iki ana grupta sınıflandırılmaktadır.

Şirket, Robotik ve Hidrolik ürünler imalatında sahip olduğu üretim kapasitesini anahtar teslim Mekanik Otomasyon Robotik Sistemler ile Hidromekanik Sistemler geliştirip aynı üretim parkında imal ederek müşterilerine sunmaktadır. Yukarıda izah edilen üretim sürecinde, Şirket, söz konusu sistemlerin imalatını Robotik ve Hidrolik üretim kapasitesiyle gerçekleştirdiğinden, Sistemler segmenti için ayrı üretim kapasiteleri mevcut değildir. Bu nedenle, Mekanik Otomasyon Robotik Sistemler ile Hidromekanik Sistemler için kapasite kullanım oranı hesaplanamayıp, Robotik ve Hidrolik üretim kapasitesi içerisinde yer almaktadır.

Proje bazlı üretim yapan Şirket, özel olarak biçimlendirilmiş müşteri taleplerini karşılayabilmek ve bu şekilde müşteri sadakatini koruyabilmek için orta-ileri teknoloji

ürünlerine dayalı mühendislik tasarımlarını uygulayabilecek düzeyde yüksek deneyim ve bilgi birikimine sahip mevcut mavi yakalı eleman kadrosunda istikrarı sürdürmek gayretindedir. Bu amaçla, ekonomide ve sektörde yaşanan ve yaşanabilecek dalgalanmaların işgücü kalitesini ve verimliliğini etkilememesi ve dolayısıyla üretim kalitesine zarar vermemesi için mavi yakalı eleman kadrosunda konjonktürel işe alımlar/işten çıkarmalardan kaçınılmaktadır. Bu şekilde Şirket, müşteri siparişlerinin azaldığı dönemlerde mavi yakalı kadrosunda kısıntıya gitmek durumunda kalmazken ve dolayısıyla işgücü kalitesini korumaya devam ederken, müşteri siparişlerinin arttığı dönemlerde ise teknik eleman yetersizliği ile karşılaşmaktadır. Dolayısıyla, mevcut makina parkı yeterli kapasiteye sahip olsa da konjonktürel işe alımlar yapmayı vardiya sayısını artırmadığından, mevcut teknik eleman kaynağı siparişlerin arttığı dönemlerde yetersiz kalabilmektedir. Bu durumda, Şirket, dışarıda üretim yoluna giderek tedarik ettiği komponentleri, mühendislik tasarımı tamamen kendine ait olan kompleks yapıda ve büyük boyutta olan Mekanik Otomasyon Robotik Sistemler ve Hidromekanik Sistemler imalatında kullanıp müşteri siparişlerinin anahtar teslimini gerçekleştirmektedir. Outsourcing veya dış kaynak kullanımı<sup>5</sup> olarak adlandırılan bu durum, müşteri taleplerinin arttığı dönemlerde bir taraftan ürün ve sistemlerin üretim sürecinin hızlanmasını ve ayrıca işgücü maliyetinin azalmasını sağlayıp verimliliği artırırken, diğer yandan dış firmalara yaptırılan üretim kapasite kullanımının düşük kalmasına yol açan faktörlerden biri olarak dikkat çekmektedir.

Şirket aynı zamanda üretimini gerçekleştirdiği Robotik ve Hidrolik ürünler için satış sonrası tamir-bakım ve yedek parça hizmeti sağlamaktadır. Satış Sonrası & Yedek Parça Hizmetleri için ürün tedariki yine Robotik ve Hidrolik üretim parkından sağlandığından, bu segment için de ayrı bir kapasite kullanımı hesaplanmamaktadır.

Seri imalat yapan şirketlerle kıyaslandığında, gerek “sistemler” segmenti ve gerekse “robotik ve hidrolik ürünler” segmenti boyut olarak daha büyük ve fonksiyon açısından da daha karmaşık yapıda olup birden fazla ürün içerdiğinden, HKTM’nin üretim süreci görece daha uzun zaman alabilmektedir. Ayrıca, ürün ve sistemler, müşteri siparişleri doğrultusunda proje bazlı olarak orta-yüksek teknoloji mühendislik tasarım süreçlerinden geçerek imal edildiğinden, üretim ve teslim sürelerinde önemli farklılaşmalar yaşanmaktadır. Şirket, üretimde teslimat süresinde gecikme yaşanmaması ve işgücünde ek vardiya maliyetlerinin oluşmaması için yukarı da etraflıca açıklandığı gibi, mühendislik tasarımı tamamen kendine ait olmak üzere, dış firmalara üretim yoluna gitmektedir. Bu nedenle, seri imalat şirketlerinden farklı olarak, ürün imalatı ve sistem kurulumlarında yıllık bazda trend teşkil edecek bir üretim süreci HKTM için bulunmamaktadır. Öte yandan, Şirket dışarıda üretim yoluyla sektördeki istihdama katkıda bulunmakta ve bir diğer ifade ile sektör için de katma değer yaratmaktadır.

<sup>5</sup> Dış Kaynak Kullanımı (outsourcing)- Şirket kendi iş alanlarındaki verimliliği artırmak için kendi tasarlayıp geliştirdiği ürün ve sistemlerin imalatında kullandığı bazı aksam ve parçaların üretimini o işlerde daha önce çalıştığı uzman firmalara devrederek gerek üretim süresinde ve gerekse maliyet yönetiminde avantaj sağlamaktadır.

2019 yılında ürün ve sistem imalatının %7,2'si dış firmalara yaptırılırken, GALATAPORT projesi ile daha büyük boyutlu ve daha kompleks düzeyde bileşenler içeren ürün ve sistemlerin imalatı - projenin taahhüt edilen sürede ve maliyette tamamlanabilmesi amacıyla - dış firmalara kaydırılan üretimin de artırılmasını gerektirdi. Bu nedenle, Şirket tarafından sağlanan verilere göre, outsourcing yöntemiyle dış firmalara yaptırılan üretimin, toplam üretim içindeki payı 2020 yılında %14,5'e, 2021 yılında ise %22,1'e yükseldi. Halihazırda gizlilik sözleşmesi bulunan iki büyük ölçekli proje nedeniyle, dış firmalara yaptırılan üretimin payı 2022 yılının ilk çeyreğinde %28,4'e yükselmiş olup; söz konusu oranın planlanan yeni üretim tesisleri yatırımları neticesinde 2022 yılı sonu / 2023 yılı itibarıyla düşüşe geçmesi öngörülmektedir. Şirket'in, 2019-1Ç. 2022 dönemleri arasında dışarıda üretim yaptırdığı firma sayısı 44'dür.

Özetle, proje temelli "Sistem" ve "Robotik ve Hidrolik Ürün" siparişleri ile faaliyetini sürdüren HKTM'nin kapasite kullanımı seri imalat yapan şirketlerden ciddi ölçüde farklılaşmaktadır. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB) tarafından 11.03.2022 tarihinde hazırlanan Makine Değerleme Raporu'nun 3. Bölümünde yer alan üretim kapasiteleri<sup>6</sup>, adetsel baza dayandırılmış olup, gerek sistem ve ürünlerin büyük boyutlu olması ve gerekse karmaşık fonksiyonlar içermesi nedeniyle üretim süreçlerinin uzun olması ve dışarıya üretim durumunu dikkate almamış ve 300 gün / 8 saat çalışma (tek vardiya) varsayımı altında hesaplanmıştır. Üretim Kapasitesine ilişkin veriler ana ürün segmentleri bazında aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 11		Üretim Kapasitesi	
Ürün ve Sistemler	Birim	Kapasite	
Hidrolik Rotary Aktüatör	Adet	500	
Kartezyen Robot Sistemler	Adet	75	
Konveyör Sistemler	Adet	20	
Profil Masaları/Koruma Bariyerleri	Adet	20	
Robotlu Sistemler	Adet	30	
Hidrolik Güç Üniteleri	Adet	720	
Hidrolik Valf Blok ve Standları	Adet	400	
Hidrolik Aküplaj	Adet	200	
Hidrolik Akü/Azot Standları	Adet	100	
Hidrolik Silindirler	Adet	2.000	
Hidrolik Filtreleme/Soğutma Üniteleri	Adet	100	
Otomatik Yağlama Üniteleri	Adet	60	
Servomotor	Adet	40	
Hız Regülatörü	Adet	20	
<b>Toplam</b>	<b>Adet</b>	<b>4.285</b>	

Kaynak : Şirket

<sup>6</sup> Kocaeli Sanayi Odası'ndan alınan 12.08.2020 tarihli, 2020-709 sayılı kapasite raporundan

Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'nca onaylı Ar-Ge Merkezi olan Şirket, müşteri bazında özel olarak tasarlanan ve geliştirilen orta-yüksek teknoloji ürün ve sistemler üzerine odaklandığından, yukarıda da belirtildiği üzere, görece büyük boyutlu ve karmaşık mekanik/otomasyon sistem ve ürün siparişlerini içeren projeleri devreye almaktadır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak, üretim süreci uzun zamana yayıldığından, kapasite raporunda yer alan ürün adetleri ile kıyaslandığında üretim adetsel bazda görece düşük düzeyde gerçekleşebilmekte ve dolayısıyla kapasite kullanım oranı da seri imalat şirketlerine göre düşük seviyede seyredabilmektedir. Ancak, bu durum, Şirket'in hasılatına yansımamaktadır; zira müşterilerin talebi doğrultusunda tasarlanan büyük boyutlu ve orta-yüksek teknoloji aksam ve parçalardan oluşan mekanik/otomasyon sistem ve ürünlerin satışı daha yüksek fiyatla gerçekleşmektedir. Bu şekilde, Şirket'in üretim faaliyetleri daha katma değerli hale gelmiştir. Tüm bu gelişmelerin sonucunda, Şirket'in hasılatı 8.3.1'de yer alan Tablo 10'da da izlendiği gibi son 10 yılda Yıllık Bileşik Büyüme Oranı (YBBO) olarak %24, son beş yılda ise %37 oranında büyüme göstermiştir.

### 8.3.2.3 Üretim ve Kapasite Kullanım Gelişmeleri

Şirket'in ana üretim, satış sonrası bakım & yedek parça tedariki ve otomasyon sistem kurulumu altında gerçekleştirdiği üretim hacmi ve kapasite kullanım oranları (KKO) aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Kapasite rakamları ilgili yılda geçerli bulunan kapasite raporlarından temin edilmiştir<sup>7</sup>. Kocaeli Sanayi Odası'ndan alınan 12.08.2020 tarihli, 2020-709 sayılı kapasite raporunda, üretim kapasitesi 2020 yılı için 4.285 adet olarak hesaplanmıştır.

	2019			2020			2021			Ocak-Mart 2022		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
<b>Toplam</b>	1.901	3.637	52,3%	2.785	4.285	65,0%	2.250	4.285	52,5%	330	4.285	7,7%
<b>Ürün &amp; Hizmetler</b>	1.746	3.637	48,0%	2.103	4.285	49,1%	1.860	4.285	43,4%	303	4.285	7,1%
-Robotik Ürünler	7	86	8,1%	25	205	12,2%	38	205	18,5%	0	205	0,0%
-Hidrolik Ürünler	872	3.551	24,6%	1.179	4.080	28,9%	931	4.080	22,8%	137	4.080	3,4%
-Satış Sonrası Hizm.	867			899			891			166		
<b>Sistemler</b>	155			682			390			27		
-Hidromekanik	125			669			265			25		
-Otomasyon Robotik	30			13			125			2		

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirket'in toplam üretim hacmi adetsel bazda 2020 yılında 2019 yılına göre %46,5 oranında artış gösterirken, söz konusu artışa en büyük katkının, toplam üretim kapasitesinin %95'inden fazlasını oluşturan Hidrolik ürünler grubundan geldiği gözlenmiştir. 2020 yılında Hidrolik ürünler grubunda üretim hacmi adetsel bazda 2019 yılına göre %35,2 oranında artarken, üretim kapasitesinin %5'ine yakın kısmı oluşturan Robotik ürünler grubunun üretim hacminde ise 2020 yılında bir önceki yıla göre %257,1 oranında adetsel bazda artış kaydedilmiştir. Ürün tedarikini Robotik ve Hidrolik ürün segmentlerinden sağlayan "Satış

<sup>7</sup> Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB) Değerleme Raporu, 11.03.2022

Sonrası Tamir, Bakım ve Yedek Parça” hizmetlerinde ise 2020 yılında %3,7 oranında adetsel bazda yıllık artış yaşanmıştır. Aynı şekilde, Robotik ve Hidrolik üretim parkından ürün tedariki sağlayan Hidromekanik Sistemler segmentinde 2020 yılında yıllık %435,2 oranında adetsel artış gerçekleşirken, Mekanik Otomasyon Sistemler segmentinde ise 2020 yılında 2019 yılına göre adetsel bazda %56,7 oranında düşüş kaydedilmiştir.

2021 yılında üretim kapasitesinin büyük kısmını oluşturan Hidrolik ürünler segmentinde 2020 yılına göre adetsel bazda %21,0’lik bir düşüş gerçekleşmiştir. Robotik ve Hidrolik üretim parkurundan ürün tedariki sağlayan Satış Sonrası & Yedek Parça Hizmetleri ile Hidromekanik Sistemler segmentinde sırasıyla yıllık %0,9 ve %60,4 oranlarında küçülme olurken, Mekanik Otomasyon Sistemlerinde ise %861,5 gibi oldukça büyük bir oranda artış gerçekleşmiştir. Bu gelişmelerin ardından 2021 yılında HKTM’nin toplam üretim hacmi adetsel bazda 2020 yılına göre %19,2 oranında azalmıştır.

İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.2 numaralı bölümünde yer alan Faaliyet ve Üretim Süreci başlığı altında yapılan açıklamalar, hasılatın YBBO %34 oranında arttığı 2019-2021 yılları arasında üretim hacmi ve kapasite kullanımlarında gözlenen dalgalanmaların ana nedeni olmuştur.

2022 yılı Ocak – Mart döneminde Satış Sonrası & Yedek Parça Hizmetleri hariç diğer tüm segmentlerde adetsel olarak üretim düşüşü yaşanmıştır. 2022 yılın ilk çeyreğinde, 2021 yılının aynı döneminde göre Satış Sonrası & Yedek Parça Hizmetlerde %55,1 oranında adetsel bazda artış gerçekleşirken, Hidromekanik Sistemler segmentinde %39,0 oranında düşüş yaşanmıştır. 2022’nin ilk çeyreğinde Robotik üretim gerçekleşmezken, Mekanik Otomasyon Robotik Sistemler segmentinde sadece 2 adet sistem üretimi olmuş ve bir önceki yılın aynı döneminde göre %93,3 oranında düşüş kaydedilmiştir. Ana segmentlerdeki bu düşüşlerin ardından Şirket’in toplam üretiminde 2022 yılının ilk çeyreği itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre %15,4 oranında adetsel bazda düşüş kaydedilmiştir. Söz konusu segmentlerde gerçekleşen dalgalanmalarda, 8.3.2.2 numaralı bölümde yer alan Faaliyet ve Üretim Süreci başlığı altında yapılan açıklamalar ana etken olmuştur. Ayrıca dönemsel bazda bakıldığında, 1.Ç ve 2.Ç’de sözleşme ve sipariş görüşmeleri yapan Şirket, 2.Ç sonlarına doğru mühendislik tasarımlarını geliştirip 3.Ç’de projelerin imalatlarını tamamlayarak faturaya dönüştürmekte ve siparişlerin anahtar teslimlerini gerçekleştirmeye başlamaktadır. 4.Ç itibarıyla da üretim süreçleri tamamlanıp faturaya dönüşüm en üst seviyeye çıkmaktadır. Dolayısıyla, ilk yarıda hem üretim hem de kapasite kullanımı görece düşük gerçekleşmektedir.

İşbu Fiyat Tespit Raporu’nun 8.3.2.2 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, Şirket, Robotik ve Hidrolik ürünlere sağladığı Satış Sonrası Tamir-Bakım ve Yedek Parça hizmeti için gereken ürün ve bileşenlerinin tedarikini aynı üretim parkından gerçekleştirdiği; benzer şekilde anahtar teslim Hidromekanik ve Mekanik Otomasyon Robotik Sistemleri de aynı

üretim parkında geliştirildiği için söz konusu segmentlerde ayrı kapasite kullanım oranı hesaplanmamıştır. Yukarıda değindiğimiz ana segmentlere ilişkin adetsel üretim hacimlerine karşılık gelen Kapasite kullanım oranları, Şirket'in tarafımıza sağladığı 11.03.2022 tarihli Makine Değerleme Raporunda yer alana Kapasite Hesapları baz alınarak hesaplanmıştır.

Buna göre, Robotik Ürünlerde Kapasite Kullanım Oranı (KKO) 2019 yılında %8,1, 2020 yılında %12,2, 2021 yılında %18,5 seviyesinde hesaplanırken; henüz bu segmentte üretimin gerçekleşmediği 2022 1.Çeyrek için KKO hesaplanmamıştır. Hidrolik ürünlerde KKO 2019'da %24,6, 2020'de %28,9, 2021 yılında %22,8 seviyesinde hesaplanırken; 2022 yılının ilk üç ayında sadece %3,4 olmuştur. Şirket'in Hidrolik ve Robotik ürün segmentindeki üretim kapasitesini kullanan Satış Sonrası Tamir-Bakım ve Yedek Parça hizmeti ile Hidromekanik ve Mekanik Otomasyon Sistemleri segmentlerindeki faaliyetlerini eklediğimizde HKTm'nin 2019, 2020 ve 2021 yıl sonları ile 2022 1. Çeyrek için üretim parkının tamamında kapasite kullanım oranları sırasıyla %52,3, %65,0, %52,5 ve %7,7 olarak hesaplanmaktadır.

Netice itibarıyla, Şirket'in Robotik ve Hidrolik üretim parkını boyut olarak daha büyük ve fonksiyon açısından daha kompleks yapıya sahip orta-ileri teknoloji bileşenlerden oluşan Sistem üretiminde de kullanması ve bu segmentteki üretimin görece daha uzun zaman alması nedeniyle kapasite kullanımında yukarıda anlatılan dalgalanmalar ortaya çıkmıştır.

(000 TL)	Hasılat* Gelişimi								
	2019			2020			2021		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
<b>Toplam</b>	<b>88.456</b>	<b>2.515</b>	<b>90.970</b>	<b>119.713</b>	<b>9.164</b>	<b>128.877</b>	<b>156.452</b>	<b>25.313</b>	<b>181.765</b>
<b>Ürün&amp;Hizmetler</b>	<b>23.584</b>	<b>876</b>	<b>24.460</b>	<b>22.957</b>	<b>6.514</b>	<b>29.471</b>	<b>45.372</b>	<b>6.325</b>	<b>51.698</b>
<b>Ürünler</b>	<b>17.615</b>	<b>850</b>	<b>18.465</b>	<b>17.803</b>	<b>6.250</b>	<b>24.054</b>	<b>36.754</b>	<b>5.781</b>	<b>42.535</b>
-Robotik Ürünler	582	0	582	1.779	1.551	3.330	2.751	1.846	4.597
-Hidrolik Ürünler	17.033	850	17.882	16.024	4.699	20.723	34.003	3.935	37.938
-Satış Sonrası Hiz	5.969	26	5.995	5.153	264	5.417	8.618	545	9.162
<b>Sistemler</b>	<b>24.101</b>	<b>513</b>	<b>24.614</b>	<b>53.250</b>	<b>430</b>	<b>53.680</b>	<b>60.944</b>	<b>16.435</b>	<b>77.379</b>
-Hidromekanik	20.927	0	20.927	50.971	380	51.351	41.214	16.358	57.572
-Otomasyon	3.174	513	3.687	2.279	49	2.328	19.731	77	19.807
<b>Ticari Mal</b>	<b>40.770</b>	<b>1.127</b>	<b>41.897</b>	<b>43.506</b>	<b>2.221</b>	<b>45.727</b>	<b>50.136</b>	<b>2.552</b>	<b>52.688</b>

Kaynak : Şirket

\* : İskonto ve iadeler düşüldükten sonra kalan net hasılat tutarı

A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sok. B Blok Giz Plaza  
No:1 Kat:2 D:5 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak Tel: 388 004 3521 Tic. Sic.No: 270900  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100015

**Tablo 13/B**

(000 TL)	Hasılat* Gelişimi					
	Ocak – Mart 2021			Ocak – Mart 2022		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
<b>Toplam</b>	<b>33.661</b>	<b>3.132</b>	<b>36.793</b>	<b>40.912</b>	<b>2.686</b>	<b>43.599</b>
<b>Ürün &amp; Hizmetler</b>	<b>6.351</b>	<b>1.759</b>	<b>8.110</b>	<b>7.829</b>	<b>1.150</b>	<b>8.979</b>
<b>Ürünler</b>	<b>5.099</b>	<b>1.662</b>	<b>6.761</b>	<b>5.624</b>	<b>1.081</b>	<b>6.705</b>
-Robotik Ürünler	321	1.597	1.918	0	0	0
-Hidrolik Ürünler	4.778	65	4.843	5.624	1.081	6.705
-Satış Sonrası Hizmetler	1.252	97	1.350	2.205	70	2.275
<b>Sistemler</b>	<b>16.645</b>	<b>772</b>	<b>17.417</b>	<b>17.906</b>	<b>1.287</b>	<b>19.193</b>
-Hidromekanik	10.659	772	11.431	14.639	1.287	15.926
-Otomasyon	5.986	0	5.986	3.267	0	3.267
<b>Ticari Mal</b>	<b>10.665</b>	<b>600</b>	<b>11.265</b>	<b>15.177</b>	<b>249</b>	<b>15.426</b>

Kaynak : Şirket

\* : İskonto ve iadeler düşüldükten sonra kalan net hasılat tutarı

**Tablo 14 / A**

(Yıllık % Değişim, TL)	Hasılat* Gelişimi								
	2020			2021			Ocak-Mart 2022		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
<b>Toplam</b>	<b>35,3%</b>	<b>264,4%</b>	<b>41,7%</b>	<b>30,7%</b>	<b>176,2%</b>	<b>41,0%</b>	<b>21,5%</b>	<b>-14,2%</b>	<b>18,5%</b>
<b>Ürün &amp; Hizmetler</b>	<b>-2,7%</b>	<b>643,9%</b>	<b>20,5%</b>	<b>97,6%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>75,4%</b>	<b>23,3%</b>	<b>-34,6%</b>	<b>10,7%</b>
<b>Ürünler</b>	<b>1,1%</b>	<b>635,4%</b>	<b>30,3%</b>	<b>106,4%</b>	<b>-7,5%</b>	<b>76,8%</b>	<b>10,3%</b>	<b>-35,0%</b>	<b>-0,8%</b>
-Robotik Ürünler	205,4%	0,0%	471,8%	54,7%	19,0%	38,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-Hidrolik Ürünler	-5,9%	452,9%	15,9%	112,2%	-16,3%	83,1%	17,7%	1565,0%	38,4%
-Satış Sonrası Hizmetler	-13,7%	925,8%	-9,6%	67,2%	106,4%	69,1%	76,1%	-28,7%	68,5%
<b>Sistemler</b>	<b>120,9%</b>	<b>-16,2%</b>	<b>118,1%</b>	<b>14,4%</b>	<b>3725,8%</b>	<b>44,1%</b>	<b>7,6%</b>	<b>66,7%</b>	<b>10,2%</b>
-Hidromekanik	143,6%	0,0%	145,4%	-19,1%	4199,3%	12,1%	37,3%	66,7%	39,3%
-Otomasyon	-28,2%	-90,4%	-36,8%	765,6%	56,0%	750,7%	-45,4%	0,0%	-45,4%
<b>Ticari Mal</b>	<b>6,7%</b>	<b>97,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>15,2%</b>	<b>14,9%</b>	<b>15,2%</b>	<b>42,3%</b>	<b>-58,4%</b>	<b>36,9%</b>

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

\* : İskonto ve iadeler düşüldükten sonra kalan net hasılat tutarı

Galataport projesi ile ilgili olarak yıllar itibarı ile cirolar aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Söz konusu projede hidromekanik sistemler kapsamında kapak ve asansör sistemlerinin anahtar teslim imalatı gerçekleştirilmiştir.

**Tablo 14/B Galataport Projesi Hasılat Tutarı (TL)**

2019	2.675.708
2020	33.456.184
2021	16.943.166
<b>Toplam</b>	<b>53.075.058</b>

Kaynak: Şirket

### 8.3.2.4 Hasılat Gelişimi

Şirket'in üretim ve kapasite kullanımında ortaya koyduğu inişli çıkışlı performans, 8.3.2.2 numaralı bölümde ifade edildiği üzere, satış gelirlerinde gözlenmemektedir. 2020 yılında Robotik Ürün Satış tutarı TL bazında yıllık %471,8 oranında artış gösterirken, Hidrolik



Ürünlerde satış tutarı TL bazında yurtdışı satışların katkısıyla %15,9 oranında artış göstermiştir. Satış Sonrası Hizmet ve Yedek Parça gelirleri aynı dönemde %9,6 oranına azalırken, Hidromekanik ve Mekanik Otomasyon Robotik Sistemler toplam satış gelirleri 2020 yılında bir önceki yıla göre %118,1 oranında yükselmiştir. Alt segmentlerde satış tutarı Hidromekanik Sistemler’de %145,4 artarken, Mekanik Otomasyon Sistemleri satış geliri 2020’de yıllık bazda %36,8 oranında azalmıştır. Satış hasılatında yaşanan daralma, Şirket’in bu segmentte bakiye ve yeni alınan siparişlerin büyüklüklerinin ve tamamlanma sürelerinin yıldan yıla farklılık göstermesinden ve söz konusu sipariş projelerin hak edişlerinin yıllara yayılmasından kaynaklanmaktadır. Tüm bu gelişmelerin ardından HKT M’nin toplam satış gelirleri 2020 yılında %41,7 oranında artış göstermiştir.

2021 yılında, 2020 yılından gelen yüksek baz etkisine rağmen Robotik ürün hasılatında %38,0 oranında artış yaşanırken, 2022 yılının ilk çeyreğinde ise, sözleşme süreci ve sipariş aşamaları zaman aldığından ve üretim sürecine geçilemediğinden, hasılat elde edilememiştir. Hidrolik ürünlerin satış gelirleri 2021 yılında 2020 yılına göre %83,1 oranında artış gösterirken, 2022’nin ilk çeyreğinde yıllık bazda %38,4 oranında artarak katma değerli performansını sürdürmüştür.

Satış Sonrası Hizmet ve Yedek Parça Servis faaliyetlerinden elde edilen hasılat 2020 yılında %9,6 oranında azalırken, 2021 yılına %69,1, 2022 yılının ilk çeyreğinde de %68,5 oranında artmıştır. Adetsel bazda gelişmelerle kıyaslandığında, bu segmentteki faaliyetin 2021 ve 2022 yılında görece katma değerli hale geldiği gözlenmektedir. Zira, 2021 yılında adetsel olarak %0,9’luk bir düşüş olurken, 2022 yılının ilk çeyreğinde adetsel bazdaki artışı %55,1 ile hasılat artışının gerisinde kaldığı gözlenmektedir. Bu noktada, müşteri beklentileri doğrultusunda özel olarak tasarlanan ve orta-yüksek teknolojili kompleks yapıda bileşenler içeren dolayısıyla adet olarak görece az fakat fiyat olarak yüksek tutarda olan ürün ve sistemlerin satış sonrası hizmetleri Şirket’in hasılatına daha fazla katkı sağlamıştır.

2020 yılında ekseriyetle Hidromekanik Sistemlerde yurtiçine yapılan satışlardaki artışla (%143,6) %118,1 oranında büyüme gösteren Hidromekanik ve Mekanik Otomasyon Robotik Sistemler toplam hasılat tutarı, 2021 yılında bu defa Mekanik Otomasyon segmentindeki yurtiçi satış büyümesiyle toplamda %44,1 oranında artış göstermiştir. 2022 yılının ilk çeyreğinde ise Hidromekanik ve Mekanik Otomasyon Sistemler hasılat tutarı, bir miktar ivme kaybetse de bir önceki yılın aynı dönemine göre %10,2 oranında artmıştır. Adetsel olarak bakıldığında 2021 ve 2022 1.çeyrekte sırasıyla %42,8 ve %62,0 oranında yaşanan düşüslere rağmen bu segmentin satış tutarında süre gelen hasılat büyümesi, Şirket’in Hidromekanik ve Otomasyon sistemlerinin üretim sürecinin detaylandırıldığı 8.3.2.2 numaralı bölümde yer alan faktörlerden ileri gelmiştir.

Ticari ürün satışlarında Şirket’in istikrarlı bir büyüme trendinde olduğu gözlenmektedir. 2020 yılında yurtdışına yapılan satışların etkisiyle %9,1’lik bir hasılat artışına ulaşan HKT M,

2021 yılında yurtiçi ve yurtdışında gösterdiği dengeli büyüme performansı ile %15,2 oranında büyüme oranına ulaşırken, 2022 1. Çeyrekte yurtdışı satışlarının daralmasına rağmen toplam ticari ürün satış hasılatında %36,9 oranında bir büyüme oranı yakalamıştır. İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.3 bölümünde ifade edilen faaliyetlerdeki dönemsellik etkisinden dolayı yıl içinde ciro dağılımı dengeli olmayıp ağırlıklı olarak yılın ikinci yarısında, ekseriyetle de 4. Çeyrekte, hasılatına dönüşmektedir.

### 8.3.2.5 Sipariş gelişimi ve projeksiyonlar

İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.1 numaralı bölümünde vurguladığımız gibi Şirket'in satış projeksiyonları "tüme varım" yaklaşımıyla dört ana grupta detaylandırılmıştır. Buna göre,

- 2021 ve önceki yıllardan devralınan ve halihazırda devam etmekte olan işler (bakiye siparişler)
- 2022 yılında sözleşmesi imzalanmış kesinleşmiş projeler
- Şirket'in teklif verdiği ve kısa listede olduğu, Şirket yönetiminin proje ihalesini kazanma olasılığını yüksek değerlendirdiği işler
- Şirket'in İş Geliştirme / Ar-Ge ekibinin takip ettiği potansiyel projelerden alınacak yeni işler

Şirket'in önümüzdeki döneme ilişkin üretim, kapasite kullanımı ve satış hasılatına ilişkin yapılacak varsayım ve projeksiyonlara temel teşkil edecektir. 2020 yılında devralınan ve halihazırda devam etmekte olan projelerin tutarı 1,27 Milyon Avro olup, sözleşmeleri 2021 yılında imzalanan ve üretim süreci henüz devam eden projelerin toplam tutarı ise 5,74 Milyon Avro'dur. Özetle 2021 ve öncesinden gelen bakiye siparişlerin toplam tutarı 7,01 Milyon Avro'dur. Söz konusu bakiye siparişler, 2022 yılı içinde ve takip eden dönemlerde faturalandırılacaktır. 2021 ve önceki yıllardan devralınan ve halihazırda devam etmekte olan projelerden (bakiye siparişlerden) %90'nın (yaklaşık 6,31 Milyon Avro) 2022 yılında faturalandırılması beklenmektedir. Kalan %10'luk kısmın ise (yaklaşık 701 Bin Avro) 2023 yılının sonuna kadar faturalandırılıp hasılatına dönüşmesi beklenmektedir.

Öte yandan, Şirket Haziran 2022 ortası itibarıyla 5,01 Milyon Avro tutarında sözleşme imzalamış olup, söz konusu projelerin %75'inin (3,76 Milyon Avro) tutarındaki kısmının 2022 yılı içinde faturalandırılması beklenmektedir. Kalan 1,25 Milyon Avro tutarındaki projenin ise 2023 yılı sonuna kadar faturalandırılacağı öngörülmektedir.

Özetle, 2021 ve öncesinden gelen bakiye siparişler ile 2022 yılında sözleşmesi imzalanmış kesinleşmiş projelerden 2022 yılında toplam 10 Milyon Avro tutarında hasılat beklenmektedir. Bu sözleşmelerin tamamı sevk tarihindeki EUR/TL kuru üzerinden hesaplanarak satışa dönecektir.

Hizmet verilen sektörlerin yatırım bütçelerinin genelde yılın başında belirlenmesi sebebiyle

sözleşme görüşmeleri ve sipariş aşamaları 1.Ç ve 2.Ç döneminde yoğunlaşmakta olup, 3.Ç ve 4.Ç dönemlerinde ise siparişi alınan projelerin, imalatlarının tamamlanarak faturaya dönüşmesi mümkün olabilmektedir. Söz konusu dönemsellik etkisi nedeniyle, ilk iki çeyrekte hasılat yılın ikinci yarısına göre düşük kalabilmektedir. 2021 yılındaki artış oranı (%41,0) ile kıyaslandığında, 2022 yılının ilk çeyreğinde 43.598.560 TL'lik hasılat tutarı ile %18,5 seviyesinde gerçekleşen hasılat büyüme oranında ivme kaybı yaşanmış gibi görünmektedir. Ancak bu durumun dönemsellik etkisi nedeniyle olduğu not edilmelidir.

Şirket 2022 mali yılı içerisinde 36,2 Milyon Avro tutarında teklif vermiş, kısa listeye kalan teklif toplamı 8,94 Milyon Avro olarak gerçekleşmiştir. Şirket, tarafından yapılan projeksiyonlara göre siparişe dönmesi muhtemel teklif tutarı 7.97 Milyon Avro olarak öngörülmektedir. Söz konusu siparişlerin %75'inin (5,98 Milyon Avro) 2022 mali yılı içinde, kalan %25'lik (1,99 Milyon Avro) kısmının ise 2023 yılında fatura edilmesi öngörülmektedir.

Tablo 15	Açık Siparişler		
	Sipariş Tutarı	Hasılatla Dönmesi Beklenen Tutar	
(Milyon Avro)	Mevcut	2022	2023
<b>Açık Siparişler</b>	<b>19,99</b>	<b>16,04</b>	<b>3,95</b>
- Bakiye Siparişler	7,01	6,31	0,70
- Sözleşmesi 2022 imzalanmış Siparişler	5,01	3,76	1,25
- Teklif verilen ve kısa listede olan Siparişler	7,97	5,98	1,99

Kaynak : Şirket

Sonuç olarak, Şirket'in açık siparişlerinin toplamı işbu Fiyat Tespit Raporunun hazırlandığı tarih itibarı ile 20 Milyon Avro'ya ulaşmış olup, projelerin olgunluk seviyesi ve takvimine göre yapılan projeksiyonlara göre 2022 yılı içinde 16,04 Milyon Avro'luk kısmının hasılatla dönmesi beklenmektedir. 2022 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen 43,6 Milyon TL'lik hasılatın içinde söz konusu siparişler yer almamaktadır.

Ayrıca, yukarıda bahsi geçen rakamlara yansımayan ancak Şirket'in iş geliştirme Ar-Ge ekibinin halihazırda geliştirmekte olduğu 11 proje bulunmaktadır. Bu projelerden 7'sinin 2022 yılı içerisinde, 4'ünün ise 2023 yılı ve sonrasında ticarileşme potansiyelinin olduğu değerlendirilmektedir. Yakın zamanda ticarileşme potansiyeli yüksek olan 6 proje kapsamında; i) Elektromekanik Silindir Sistemlerinin Geliştirilmesi, ii) Otonom Taşıma Sistemlerinin Geliştirilmesi, iii) Dikey Dengeleme Sistemi Geliştirilmesi, iv) Yenilikçi Yalpa Sönümleme Sistemlerinin Geliştirilmesi, v) Hidrostatik Yatak ve Fren Sistemli Yenilikçi Hidrolik Döner Aktuatör Geliştirilmesi ve vi) Plazma Tabanlı Yüzey Hazırlama Sistemlerinin Geliştirilmesi planlanmaktadır.

Ticari faaliyet segmentinde ticari ürün satışlarından elde edilen gelirin 2021 yıl sonu hasılatı

içinde %29,0 düzeyinde olan payının projeksiyon dönemi boyunca aynı seviyede sabit kalacağı varsayılmıştır. Bu şekilde, ticari ürün satışları projeksiyonlara, mevcut toplam hasılat içindeki payı ölçüsünde 2026 yılının sonuna kadar hasılat projeksiyonlarına yansıtılmıştır.

### 8.3.2.6 Üretim ve kapasite kullanım varsayım ve projeksiyonları

Boyut olarak görece büyük ve kompleks fonksiyonlar içeren bileşenlerden oluşan orta-yüksek teknoloji Robotik/Hidrolik ürün ve otomasyon sistemler üzerine odaklan HKTm, bu ürün ve sistem segmentlerine satış sonrası bakım ve yedek parça desteği sağlayan hizmet alanındaki faaliyetlerde katma değerli büyümenin devam edeceği öngörülmektedir. Ancak, işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, gerek miktar ve gerekse fiyatlamaya yönelik öngörü ve projeksiyonlar, yurtiçi ve yurtdışı piyasa ve makroekonomik koşullar doğrultusunda değişiklik gösterebileceğinden, tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda üretim ve gelir projeksiyonu yapılmıştır.

Buna göre, %46,5 oranına büyümenin gerçekleştiği 2020 ve %19,2'lik küçülmenin yaşandığı 2021 yılları arasında üretimde adetsel olarak ortalama %13,6 oranında büyüme gösteren Şirket'in 2022 yılında toplam üretim adedinin 2021 yılından gelen negatif baz etkisiyle %8,5 oranında artacağı varsayılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesi ile uyumlu olarak, 2023 yılında toplam üretimde adetsel büyüme oranının %8,0 düzeyine yavaşladıktan sonra 2024 yılında %7,5' gerileyip, 2025 ve 2026 yıllarında ise ortalama %5,0 oranında seyredeceği varsayılmıştır. Bu şekilde, 2022-2026 yılları arasında Şirket'in toplam üretimin adetsel bazda yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) %6,8'lik artışla, 2020-2021 ortalaması olan %13,6'lık büyüme oranının yarısı düzeyinde kalacağı yönünde ihtiyatlı bir öngöründe bulunulmuştur.

**Tablo 16** Üretim Hacmi ve Ciro Projeksiyonlarında Kullanılan Temel Varsayımları

	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Üretim Hacmi (Yıllık Artış Oranı)	46,5%	-19,2%	8,5%	8,0%	7,5%	5,0%	5,0%
TÜFE (Yıllık)*	14,60%	36,08%	57,92%	24,39%	18,10%	13,43%	9,96%
USD/TRY (Yılsonu)**	7,42	13,33	17,57	18,47	21,81	24,74	27,20
USD/TRY (Ortalama)***	7,01	8,91	15,45	18,02	20,14	23,27	25,97

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

T : Tahmin

\*: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketi

\*\* : 2022 sonu ve 12 ay sonraki USD/TRY TCMB EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketi'nden alınmıştır. Sonraki yıllar aynı ankette yer alan TÜFE beklentileri oranında artırılmıştır.

\*\*\* : Yıl sonu USD/TRY kurlarının aritmetik ortalamasıdır

2021 yılı sonu itibarıyla %52,5 kapasite kullanım oranıyla (KKO) çalışan Şirket için 2022-2026 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde kapasite artırımı öngörülmemiştir. Detayları işbu raporun 8.3.2.9 numaralı bölümünde yer alan Aktifleştirilen Ar-Ge giderleri, yatırım harcaması olarak öngörülmüştür. 2023 yılı için öngörülen ve izahnamenin 28.2. numaralı bölümünde yer alan halka arz gelirinin %25'i tutarında Manisa Organize Sanayi Bölgesi'nde yapılması planlanan yeni üretim tesisi yatırımının ilerleyen yıllarda hasılatı sağlayacağı katkı

işbu fiyat tespit raporundaki değerlendirme çalışmasına yansıtılmamıştır. Yukarıda belirtilen üretim varsayımları altında, KKO 2022 yılında %57,0, 2023 yılında %61,5, 2024 yılında %66,1, 2025 yılında %69,4 ve 2026 yılında %72,9 olarak hesaplanmış olup halka arz geliri ile finanse edilmesi planlanan yatırımların etkisini yansıtmamaktadır.

Tablo 17

Üretim (Adet) ve Kapasite Kullanım Oranı (KKO; %) Projeksiyonları

	2021			2022T			2023T		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
<b>Toplam</b>	<b>2.250</b>	<b>4.285</b>	<b>52,5%</b>	<b>2.441</b>	<b>4.285</b>	<b>57,0%</b>	<b>2.637</b>	<b>4.285</b>	<b>61,5%</b>
<b>Ürün&amp;Hizmetler</b>	<b>1.860</b>	<b>4.285</b>	<b>43,4%</b>	<b>2.018</b>	<b>4.285</b>	<b>47,1%</b>	<b>2.180</b>	<b>4.285</b>	<b>50,9%</b>
<b>Ürünler</b>	<b>969</b>	<b>4.285</b>	<b>22,6%</b>	<b>1.051</b>	<b>4.285</b>	<b>24,5%</b>	<b>1.135</b>	<b>4.285</b>	<b>26,5%</b>
-Robotik Ürünler	38	205	18,5%	41	205	20,1%	45	205	21,7%
-Hidrolik Ürünler	931	4.080	22,8%	1.010	4.080	24,8%	1.091	4.080	26,7%
-Satış Sonrası Hizmetler	891			967			1.044		
<b>Sistemler</b>	<b>390</b>			<b>423</b>			<b>457</b>		
-Hidromekanik	265			288			311		
-Otomasyon	125			136			146		

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirket ürün ve sistem fiyatlarını işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.5 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, sözleşmelerin sevk tarihindeki EUR/TL kuru üzerinden satışlarını faturalandırmaktadır. Öte yandan, döviz kurlarına ilişkin tahmin zorluğu ve uluslararası piyasalarda hammadde ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalardan ötürü projeksiyon dönemi boyunca Euro üzerinden ürün birim fiyatlarına yönelik sağlıklı bir tahmin yapılması mümkün görünmemektedir. Bu nedenle, tüm ürün ve hizmet segmentlerinde aynı yaklaşım kullanılarak 2022-2026 projeksiyon dönemi için Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS veri dağıtım sisteminde aylık olarak yayınlanan Piyasa Katılımcıları Anketinde yer alan enflasyon beklentileri dikkate alınmıştır.

Tablo 18

Üretim (Adet) ve Kapasite Kullanım Oranı (KKO; %) Projeksiyonları

	2024T			2025T			2026T		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
<b>Toplam</b>	<b>2.834</b>	<b>4.285</b>	<b>66,1%</b>	<b>2.975</b>	<b>4.285</b>	<b>69,4%</b>	<b>3.122</b>	<b>4.285</b>	<b>72,9%</b>
<b>Ürün&amp;Hizmetler</b>	<b>2.343</b>	<b>4.285</b>	<b>54,7%</b>	<b>2.459</b>	<b>4.285</b>	<b>57,4%</b>	<b>2.581</b>	<b>4.285</b>	<b>60,2%</b>
<b>Ürünler</b>	<b>1.221</b>	<b>4.285</b>	<b>28,5%</b>	<b>1.281</b>	<b>4.285</b>	<b>29,9%</b>	<b>1.344</b>	<b>4.285</b>	<b>31,4%</b>
-Robotik Ürünler	48	205	23,4%	50	205	24,5%	53	205	25,7%
-Hidrolik Ürünler	1.173	4.080	28,7%	1.231	4.080	30,2%	1.292	4.080	31,7%
-Satış Sonrası Hizmetler	1.122			1.178			1.236		
<b>Sistemler</b>	<b>491</b>			<b>516</b>			<b>541</b>		
-Hidromekanik	334			350			368		
-Otomasyon	157			165			173		

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Tüm segmentlerde yurtiçi birim fiyatlar Piyasa Katılımcıları Anketinde yer alan enflasyon beklentileri oranında artırılırken (Bölüm 8.3.2.6; Tablo 17), yurtdışı satışlarda 2022 ve 2023 yılları için yurtdışı birim fiyatlar aynı ankette yer alan 2022 yılsonu ve 12 ay sonraki ABD/TL kuru ölçüsünde değerlendirilmiştir. Bu bağlamda, Mayıs 2022 tarihli söz konusu ankette yıl sonu için 17,5682 TL olarak belirlenen ABD Dolar kuru 2022 yılı, anket

tarihinden 12 ay sonrası (Mayıs 2023) için 18,4684 olarak açıklanan ABD Dolar kuru ise 2023 yılının tümü için yurtdışına satılan ürünlerin birim fiyatlarının projeksiyonlarında kullanılmıştır. Söz konusu yıllarda ABD dolar kurundaki artış ölçüsünde yurtdışına satılan ürün ve hizmetlerin ortalama birim TL fiyatlarında <sup>8</sup> artış yapılarak birim fiyatlar belirlenmiştir. 2024, 2025 ve 2026 yıllarında ise ABD Dolar kuru, Piyasa Katılımcıları Anketinde yer alan enflasyon beklentileri ölçüsünde artırılarak yurtdışı satış tutarları TL olarak projekte edilmiştir. Euro kuru yerine ABD Dolar kuru kullanılarak, EUR/USD paritesindeki dalgalanma riskinin değerlendirilmesine etki etmemesi sağlanmıştır.

### 8.3.2.7 Ana Ürün ve Hizmet Grupları Bazında Hasılat Dağılımı

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.03.2022 finansal tablo dönemleri itibarıyla satış gelirlerinin ana kategoriler bazında ve "yurt içi, yurt dışı" şeklinde sınıflandırılmış hali işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.3. numaralı yer alan Tablo 14'te sunulmuştur. Bağımsız Denetim Kurumu tarafından indirim ve iadeler düşüldükten sonra ana ürün ve hizmet gruplarındaki net satış tutarları tarafımıza sağlanmış ve söz konusu tabloda yer alan hasılat tutarı netleştirilerek sunulmuştur.

Tablo 19

(000 TL)	Hasılat Projeksiyonu								
	2021			2022T			2023T		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
<b>Toplam</b>	<b>156.452</b>	<b>25.313</b>	<b>181.765</b>	<b>235.780</b>	<b>27.205</b>	<b>262.985</b>	<b>316.760</b>	<b>34.269</b>	<b>351.029</b>
<b>Ürün &amp; Hizmetler</b>	<b>45.372</b>	<b>6.325</b>	<b>51.698</b>	<b>59.745</b>	<b>10.908</b>	<b>70.653</b>	<b>80.265</b>	<b>13.740</b>	<b>94.005</b>
<b>Ürünler</b>	<b>36.754</b>	<b>5.781</b>	<b>42.535</b>	<b>48.411</b>	<b>9.884</b>	<b>58.295</b>	<b>65.039</b>	<b>12.450</b>	<b>77.488</b>
-Robotik Ürünler	2.751	1.846	4.597	6.927	3.091	10.019	9.306	3.894	13.200
-Hidrolik Ürünler	34.003	3.935	37.938	41.484	6.792	48.277	55.732	8.556	64.288
-Satış Sonrası Hizmetler	8.618	545	9.162	11.334	1.025	12.358	15.226	1.291	16.517
<b>Sistemler</b>	<b>60.944</b>	<b>16.435</b>	<b>77.379</b>	<b>90.130</b>	<b>13.028</b>	<b>103.158</b>	<b>121.085</b>	<b>16.411</b>	<b>137.496</b>
-Hidromekanik	41.214	16.358	57.572	57.380	12.884	70.264	77.088	16.229	93.317
-Otomasyon	19.731	77	19.807	32.750	144	32.894	43.997	182	44.179
<b>Ticari Mal</b>	<b>50.136</b>	<b>2.552</b>	<b>52.688</b>	<b>85.905</b>	<b>3.269</b>	<b>89.174</b>	<b>115.410</b>	<b>4.118</b>	<b>119.527</b>

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sok. Etiler Çiz Plaza  
No 1/2 D. Kat: Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak M.D. 388 004 3521 Tic Sic No: 274188  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100015

<sup>8</sup> Sevki tarihlerinde EUR üzerinden gerçekleşen satışların TL karşılıkları firma tarafından sağlanmıştır.

Tablo 20

Hasılat Projeksiyonu

(000 TL)	2024T			2025T			2026T		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
<b>Toplam</b>	<b>402.140</b>	<b>41.176</b>	<b>443.316</b>	<b>478.708</b>	<b>49.942</b>	<b>528.650</b>	<b>552.444</b>	<b>58.485</b>	<b>610.929</b>
<b>Ürün &amp; Hizmetler</b>	<b>101.900</b>	<b>16.510</b>	<b>118.410</b>	<b>121.302</b>	<b>20.025</b>	<b>141.326</b>	<b>139.986</b>	<b>23.450</b>	<b>163.436</b>
<b>Ürünler</b>	<b>82.569</b>	<b>14.959</b>	<b>97.528</b>	<b>98.291</b>	<b>18.144</b>	<b>116.434</b>	<b>113.430</b>	<b>21.248</b>	<b>134.678</b>
-Robotik Ürünler	11.815	4.679	16.494	14.064	5.675	19.739	16.231	6.646	22.876
-Hidrolik Ürünler	70.754	10.280	81.035	84.226	12.469	96.695	97.199	14.602	111.801
-Satış Sonrası Hizmetler	19.331	1.551	20.881	23.011	1.881	24.892	26.556	2.203	28.758
<b>Sistemler</b>	<b>153.723</b>	<b>19.718</b>	<b>173.441</b>	<b>182.992</b>	<b>23.916</b>	<b>206.908</b>	<b>211.179</b>	<b>28.007</b>	<b>239.186</b>
-Hidromekanik	97.866	19.500	117.366	116.500	23.651	140.151	134.445	27.697	162.142
-Otomasyon	55.857	218	56.075	66.492	265	66.757	76.734	310	77.044
<b>Ticari Mal</b>	<b>146.517</b>	<b>4.948</b>	<b>151.465</b>	<b>174.415</b>	<b>6.001</b>	<b>180.416</b>	<b>201.280</b>	<b>7.028</b>	<b>208.308</b>

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

Üretim hacmi, kapasite kullanımı, döviz kuru ve enflasyona yönelik olarak yaptığımız varsayım ve öngörüler altında, Şirketin 2022 - 2026 yılları arasındaki hasılat projeksiyonları ana ürün ve hizmet kategorileri bazında Tablo 20 ve Tablo 21'deki gibi tahmin edilmiştir. Buna göre, Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tablolarda 2019-2021 yılları arasında yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) olarak %33,8 oranında büyüme gösteren toplam net hasılatı 2022 yılında %44,7 ve 2023 yılında %33,5 oranlarında büyüdükten sonra UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir seyir izleyerek 2024 yılında %26,3, 2025 yılında %19,2 ve 2026 yılında da %15,6 oranında artış göstermesi beklenmektedir. Bu rakamlar doğrultusunda 2022 – 2026 projeksiyon yılında net hasılatın YBBO %27,4 büyüme ile projeksiyon dönemi öncesi 2017 – 2021 yılları arasında kaydedilen YBBO %37,3'lük büyüme oranının yaklaşık 10 puan kadar altında kalmaktadır. Bu noktada, Şirket'in halihazırda mevcut bakiye siparişleri, sözleşmesi yapılan projeler ile potansiyel projelerden elde etmesi beklenen hak edişlere dair muhafazakar varsayımlar, projeksiyon dönemine ilişkin yapılan net hasılat büyüme tahmin ortalamasının önceki 5 yıllık döneme göre düşük kalmasını sağlamıştır.

Tablo 21

Hasılat Artış Projeksiyonları

(Yıllık % Değişim)	2020	2021	1Ç 2022	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
<b>Toplam</b>	<b>41,7%</b>	<b>41,0%</b>	<b>18,5%</b>	<b>44,7%</b>	<b>33,5%</b>	<b>26,3%</b>	<b>19,2%</b>	<b>15,6%</b>
<b>Ürün &amp; Hizmetler</b>	<b>20,5%</b>	<b>75,4%</b>	<b>10,7%</b>	<b>36,7%</b>	<b>33,1%</b>	<b>26,0%</b>	<b>19,4%</b>	<b>15,6%</b>
<b>Ürünler</b>	<b>30,3%</b>	<b>76,8%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>37,1%</b>	<b>32,9%</b>	<b>25,9%</b>	<b>19,4%</b>	<b>15,7%</b>
-Robotik Ürünler	471,8%	38,0%	0,0%	117,9%	31,8%	24,9%	19,7%	15,9%
-Hidrolik Ürünler	15,9%	83,1%	38,4%	27,3%	33,2%	26,0%	19,3%	15,6%
-Satış Sonrası Hizmetler	-9,6%	69,1%	68,5%	34,9%	33,7%	26,4%	19,2%	15,5%
<b>Sistemler</b>	<b>118,1%</b>	<b>44,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>33,3%</b>	<b>33,3%</b>	<b>26,1%</b>	<b>19,3%</b>	<b>15,6%</b>
-Hidromekanik	145,4%	12,1%	39,3%	22,0%	32,8%	25,8%	19,4%	15,7%
-Otomasyon	-36,8%	750,7%	-45,4%	66,1%	34,3%	26,9%	19,0%	15,4%
<b>Ticari Mal</b>	<b>9,1%</b>	<b>15,2%</b>	<b>36,9%</b>	<b>69,2%</b>	<b>34,0%</b>	<b>26,7%</b>	<b>19,1%</b>	<b>15,5%</b>

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

### 8.3.2.8 SGK Teşvik gelirleri

Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) teşvik gelirlerden 2021 yılında 2,0 Milyon TL gelir elde edilirken, bu tutarın 775bin TL tutarındaki kısmı 5746 Sayılı Ar-Ge Faaliyetleri Desteklenmesi Hakkında Kanunda Düzenlenen teşviklerden oluşmuştur. SGK teşvik

programının Şirket'in finansallarına etkisi tarafımızca değerlendirilmiş ve Bağımsız Denetim Raporlarında "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler" kalemi altında izlenen Ar-Ge teşvik gelir kaleminin, Şirket'in bir Ar-Ge Merkezine sahip olması nedeniyle, değerlendirilmesine dahil edilmesi kararlaştırılmıştır. Bu kapsamda, 2022 – 2026 yılları arasındaki değerlendirilme çalışmalarında kullanılan FAVÖK projeksiyonlarına net hasılatın %0,4'ü oranında Ar-Ge Teşvik Geliri eklenmiştir.

Tablo 22 (TL)	Teşvik Gelirleri					
	2017	2018	2019	2020	2021	1Ç 2022
5510 Sayılı Sosyal Sigortalar Ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu Doğrultusunda Sigorta Primi İşveren Hissesi Teşviği	184.836	238.958	310.926	428.704	772.142	305.086
5746 Sayılı Ar-ge Faaliyetleri Desteklenmesi Hakkında Kanunda Düzenlenen Sigorta Primi Desteği	17.152	119.077	148.265	281.566	245.300	83.160
5746 Sayılı Ar-ge Faaliyetleri Desteklenmesi Hakkında Kanunda Düzenlenen Gelir Vergisi Desteği	46.812	242.972	261.095	538.146	503.530	95.942
5746 Sayılı Ar-ge Faaliyetleri Desteklenmesi Hakkında Kanunda Düzenlenen Damga Vergisi Desteği	0	12.162	15.996	30.681	26.635	7.020
6661 Sayılı Kanun Kapsamında İşveren Teşviği	2.478	14.162	13.056	9.787	21.180	150
6764 Sayılı Kanun Kapsamında Stajyer Öğrenci Desteği	0	0	0	0	0	0
Pazar Araştırması ve Pazara Giriş Tebliği Kapsamındaki Destek	66.297	870	143.332	6.007	6.029	0
7103 Sayılı Vergi kanunları İle Bazı Kanun Ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun Doğrultusunda Yeni Nesil İmalat Desteği	0	0	0	27.806	98.255	53.466
16322 Yatırımlarda Devlet Yardımları Hakkında Kararlar Uyarınca Uygulanan Teşvik	54.643	93.752	116.995	42.149	0	0
Diğer (kosgeb-stajer-fuar desteği)	264.901	330.328	187.866	325.191	325.169	55.864
<b>Toplam</b>	<b>637.119</b>	<b>1.052.281</b>	<b>1.197.532</b>	<b>1.690.038</b>	<b>1.998.240</b>	<b>600.688</b>

Kaynak: İzahname

### 8.3.2.9 Gider Varsayımları ve Projeksiyonlar

**Satışların Maliyeti:** İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.1 numaralı bölümünde belirtilen "tüme varım" yaklaşımıyla hazırlanan projeksiyonlarda, her bir grubun maliyetleri gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentiler ile uyumlu olacak şekilde tahmin edilmiştir. Satışların maliyeti ağırlıklı olarak satılan mal ve hizmet maliyetlerinden oluşmaktadır. Satışlarının Maliyetinin (SMM) hasılatı oranı 2019 yılını %78,3, 2020 yılını %74,1, 2021 yılını ise %67,2 seviyesinde kapatmıştır. 2021 yılının ilk çeyreğinde %80,4 oranında gerçekleşen SMM/Net Hasılat oranı, 2022 yılının ilk çeyreğinde %79,3 seviyesine gerilemiştir. SMM'deki düşüşün ana nedeni Ticari Mal Maliyetindeki süregelen düşüştür. SMM içindeki payı 2019 yılında %47,2 iken 2021 yılında %32,0'ye düşen Ticari Mal Maliyetinin projeksiyon döneminde bu seviyede stabil kalacağı varsayılmıştır.



**Tablo 23**

(000 TL)	Satışların Maliyeti											
	2019			2020			2021			Ocak-Mart 2022		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
<b>Toplam</b>	<b>69.476</b>	<b>1.750</b>	<b>71.226</b>	<b>91.070</b>	<b>4.383</b>	<b>95.453</b>	<b>105.819</b>	<b>16.411</b>	<b>122.230</b>	<b>32.807</b>	<b>1.777</b>	<b>34.584</b>
<b>Ürün&amp;Hizmetler</b>	<b>16.005</b>	<b>662</b>	<b>16.668</b>	<b>15.234</b>	<b>2.443</b>	<b>17.677</b>	<b>28.139</b>	<b>3.516</b>	<b>31.655</b>	<b>4.641</b>	<b>667</b>	<b>5.308</b>
<b>Ürünler</b>	<b>11.879</b>	<b>662</b>	<b>12.541</b>	<b>13.037</b>	<b>2.367</b>	<b>15.405</b>	<b>24.246</b>	<b>3.202</b>	<b>27.448</b>	<b>2.996</b>	<b>639</b>	<b>3.635</b>
-Robotik Ürünler	390	0	390	975	1.695	2.670	1.897	904	2.800	0	0	0
-Hidrolik Ürünler	11.489	662	12.151	12.062	673	12.735	22.349	2.298	24.648	2.996	639	3.635
-Satış Sonrası Hiz	4.126	0	4.127	2.197	75	2.272	3.893	314	4.207	1.645	29	1.673
<b>Sistemler</b>	<b>20.723</b>	<b>213</b>	<b>20.936</b>	<b>41.703</b>	<b>244</b>	<b>41.946</b>	<b>40.212</b>	<b>11.263</b>	<b>51.474</b>	<b>14.746</b>	<b>944</b>	<b>15.690</b>
-Hidromekanik	18.483	0	18.483	39.746	196	39.942	28.358	11.238	39.595	12.963	944	13.907
-Otomasyon	2.240	213	2.453	1.957	47	2.004	11.854	25	11.879	1.783	0	1.783
<b>Ticari Mal</b>	<b>32.747</b>	<b>875</b>	<b>33.622</b>	<b>34.133</b>	<b>1.697</b>	<b>35.830</b>	<b>37.469</b>	<b>1.632</b>	<b>39.101</b>	<b>13.421</b>	<b>165</b>	<b>13.586</b>

Kaynak : Şirket,

Şirketin 2017-2021 yılları arasında net satışlarında gerçekleşen YBBO %37,3'lük artışın sağladığı ölçek ekonomisi ve yukarıda ifade edildiği gibi ticari mal maliyetinde süregelen nisbi düşüş yıllık satış maliyetlerinin net hasıllara oranının %78-79 bandından %67'ler düzeyine kadar gerilemesini sağlamıştır. Takip eden projeksiyon döneminde, ölçek ekonomisinin SMM/Net Hasılat oranında ilave bir iyileşme yaratmayacağı varsayılarak, 2022-2026 döneminde ortalama %67,5 oranında gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Bu varsayım ve öngörüler altında 2021 yılında %28,1'lik artışla 122,2 Milyon TL düzeyine ulaşan SMM'nin ürün grubu bazında 2022-2026 dönemi projeksiyonları TL ve hasıllara oranları olarak aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

**Tablo 24**
**Satışların Maliyeti Projeksiyonu**

(000 TL)	2022			2023			2024		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
<b>Toplam</b>	<b>161.830</b>	<b>15.763</b>	<b>177.592</b>	<b>216.150</b>	<b>20.877</b>	<b>237.027</b>	<b>274.260</b>	<b>24.852</b>	<b>299.112</b>
<b>Ürün &amp; Hizmetler</b>	<b>34.243</b>	<b>5.878</b>	<b>40.121</b>	<b>47.584</b>	<b>7.691</b>	<b>55.276</b>	<b>60.258</b>	<b>9.040</b>	<b>69.299</b>
<b>Ürünler</b>	<b>29.267</b>	<b>5.578</b>	<b>34.846</b>	<b>40.900</b>	<b>6.948</b>	<b>47.847</b>	<b>51.690</b>	<b>8.293</b>	<b>59.983</b>
-Robotik Ürünler	4.287	1.514	5.801	5.759	1.907	7.666	7.589	2.291	9.881
-Hidrolik Ürünler	24.980	4.065	29.045	35.140	5.041	40.181	44.100	6.002	50.103
-Satış Sonrası Hizmetler	4.976	299	5.275	6.685	744	7.429	8.569	747	9.316
<b>Sistemler</b>	<b>61.788</b>	<b>7.794</b>	<b>69.582</b>	<b>81.242</b>	<b>10.552</b>	<b>91.794</b>	<b>103.141</b>	<b>12.647</b>	<b>115.788</b>
-Hidromekanik	42.113	7.747	49.860	54.809	10.454	65.263	69.582	12.561	82.143
-Otomasyon	19.676	47	19.723	26.433	98	26.531	33.558	87	33.645
<b>Ticari Mal</b>	<b>65.798</b>	<b>2.091</b>	<b>67.889</b>	<b>87.323</b>	<b>2.633</b>	<b>89.957</b>	<b>110.861</b>	<b>3.164</b>	<b>114.025</b>

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamaları

(000 TL)	2025			2026		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
<b>Toplam</b>	<b>326.867</b>	<b>29.834</b>	<b>356.701</b>	<b>376.863</b>	<b>35.347</b>	<b>412.209</b>
<b>Ürün &amp; Hizmetler</b>	<b>70.688</b>	<b>10.988</b>	<b>81.676</b>	<b>81.640</b>	<b>13.003</b>	<b>94.643</b>
<b>Ürünler</b>	<b>60.553</b>	<b>10.142</b>	<b>70.694</b>	<b>69.944</b>	<b>11.838</b>	<b>81.782</b>
-Robotik Ürünler	8.814	2.779	11.593	9.917	3.254	13.171
-Hidrolik Ürünler	51.739	7.363	59.101	60.027	8.584	68.611
-Satış Sonrası Hizmetler	10.135	846	10.982	11.696	1.165	12.861
<b>Sistemler</b>	<b>123.669</b>	<b>15.008</b>	<b>138.678</b>	<b>142.718</b>	<b>17.849</b>	<b>160.567</b>
-Hidromekanik	83.721	14.897	98.618	96.617	17.709	114.326
-Otomasyon	39.948	112	40.059	46.101	140	46.241
<b>Ticari Mal</b>	<b>132.510</b>	<b>3.838</b>	<b>136.348</b>	<b>152.504</b>	<b>4.494</b>	<b>156.999</b>

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamaları

(Yıllık % Değişim)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Toplam</b>	<b>78,3%</b>	<b>74,1%</b>	<b>67,2%</b>	<b>67,5%</b>	<b>67,5%</b>	<b>67,5%</b>	<b>67,5%</b>	<b>67,5%</b>
<b>Ürün &amp; Hizmetler</b>	<b>68,1%</b>	<b>60,0%</b>	<b>61,2%</b>	<b>56,8%</b>	<b>58,8%</b>	<b>58,5%</b>	<b>57,8%</b>	<b>57,9%</b>
<b>Ürünler</b>	<b>67,9%</b>	<b>64,0%</b>	<b>64,5%</b>	<b>59,8%</b>	<b>61,7%</b>	<b>61,5%</b>	<b>60,7%</b>	<b>60,7%</b>
-Robotik Ürünler	67,0%	80,2%	60,9%	57,9%	58,1%	59,9%	58,7%	57,6%
-Hidrolik Ürünler	68,0%	61,5%	65,0%	60,2%	62,5%	61,8%	61,1%	61,4%
-Satış Sonrası Hizmetler	68,8%	41,9%	45,9%	42,7%	45,0%	44,6%	44,1%	44,7%
<b>Sistemler</b>	<b>85,1%</b>	<b>78,1%</b>	<b>66,5%</b>	<b>67,5%</b>	<b>66,8%</b>	<b>66,8%</b>	<b>67,0%</b>	<b>67,1%</b>
-Hidromekanik	88,3%	77,8%	68,8%	71,0%	69,9%	70,0%	70,4%	70,5%
-Otomasyon	66,5%	86,1%	60,0%	60,0%	60,1%	60,0%	60,0%	60,0%
<b>Ticari Mal</b>	<b>80,3%</b>	<b>78,4%</b>	<b>74,2%</b>	<b>76,1%</b>	<b>75,3%</b>	<b>75,3%</b>	<b>75,6%</b>	<b>75,4%</b>

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamaları

**Faaliyet Giderleri:** Faaliyet gideri içindeki en büyük payı genel yönetim giderleri almaktadır. Özellikle personel giderleri, genel yönetim giderlerinin ana kalemini oluşturmaktadır. 2020'de %33,8 oranında artarak 6,7 Milyon TL olan genel yönetim giderleri 2021 yılında %82,3 oranında artarak 12,3 Milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Pazarlama giderleri 2021'de 2020'ye göre %116,7 oranında artarak 8,3 Milyon TL seviyesine yükselirken, Ar-Ge harcamaları aynı dönemde %23,2 oranında artarak 3,0 Milyon TL'ye yükselmiştir. Genel yönetim giderlerinin hasıllata oranı 2021'de 2020'ye göre 1,6 puan artarak %6,8'e yükselirken, Ar-Ge harcamalarının hasıllata oranı %1,9'dan %1,7'ye gerilemiştir. Pazarlama giderlerinin, net hasıllata oranı ise 2020'de %3,0 düzeyinden 2021'de %4,6 düzeyine yükselmiştir. Bu şekilde, 2021 sonu itibarı ile toplam faaliyet giderleri 2021'e göre %81,3 oranında artarak 23,6 Milyon TL'ye net hasıllata oranı da %13,0'e yükselmiştir.

AI CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydanı, Beykoz Plaza  
No:1, Maslak-Şişli, İstanbul  
Maslak Y.D. : 388 004 3521 T.C. Sİ. NO: 270185  
www.aicapital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100015

Tablo 27 (000 TL)	Amortisman Dahil Faaliyet Giderleri							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Faaliyet Giderleri / BDR</b>	<b>10.053</b>	<b>13.037</b>	<b>23.634</b>	<b>34.188</b>	<b>42.262</b>	<b>56.215</b>	<b>66.469</b>	<b>75.945</b>
/ Hasılat	11,1%	10,1%	13,0%	13,0%	12,0%	12,7%	12,6%	12,4%
Büyüme		29,7%	81,3%	44,7%	23,6%	33,0%	18,2%	14,3%
Genel Yönetim Giderleri	5.035	6.735	12.279	17.355	20.953	25.439	28.553	31.790
/ Hasılat	5,5%	5,2%	6,8%	6,6%	6,0%	5,7%	5,4%	5,2%
Büyüme		33,8%	82,3%	41,3%	20,7%	21,4%	12,2%	11,3%
Pazarlama Giderleri	3.877	3.840	8.322	11.082	13.039	15.906	17.991	19.607
/ Hasılat	4,3%	3,0%	4,6%	4,2%	3,7%	3,6%	3,4%	3,2%
Büyüme		-1,0%	116,7%	33,2%	17,7%	22,0%	13,1%	9,0%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	1.141	2.462	3.033	5.751	8.269	14.871	19.925	24.548
/ Hasılat	1,3%	1,9%	1,7%	2,2%	2,4%	3,4%	3,8%	4,0%
Büyüme		115,8%	23,2%	89,6%	43,8%	79,8%	34,0%	23,2%

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

2022 yılında faaliyet giderlerinin hasıllata oranının %13,0 seviyesinde kalacağı öngörüsüyle %44,7 oranında artış olacağı varsayılmıştır. Takip eden dönemde ise adetsel bazda artan satış hacmi ve cironun etkisiyle sağlanacak ölçek ekonomisi sayesinde faaliyet giderlerinin hasıllata oranının son üç yıllık ortalamalara gerileyip 2023 yılında %12,0 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. İlerleyen yıllar için ihtiyatlı bir öngöründe bulunularak, ölçek ekonomisi yoluyla sağlayacak katkının azalacağı varsayılarak, faaliyet giderlerinin hasıllata oranının 2024 yılında %12,7, 2025 yılında %12,6 ve 2026 yılında %12,4 seviyelerinde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Faaliyet giderlerinin kompozisyonunda ise Ar-Ge harcamalarının lehine gelişme öngörülmektedir. Bu öngörü doğrultusunda, Ar-Ge giderlerinin hasıllata oranının 2021 yılındaki %1,7 seviyesinden 2026'daki %4,0 seviyesine kademeli yükselmesi tahmin edilmektedir. Buna paralel, pazarlama giderleri ile genel yönetim giderlerinin 2021 yılında hasıllata oranının sırasıyla %4,6 ve %6,8'den 2026 yılında kademeli olarak %3,2 ve %5,2'ye gerilemesi beklenmektedir.

**Yatırım harcamaları:** 2021 yılı sonu itibarıyla %52,5 gibi düşük bir oranda kapasite kullanım oranı (KKO) altında çalışan Şirket'in Projeksiyon dönemi boyunca varsayılan satış büyüme projeksiyonlarına denk gelen üretim miktarının tam kapasiteye ulaşmaması ve ayrıca Şirket'in dış firmalara üretim yaptırma kabiliyeti nedeniyle işbu fiyat tespit raporu tarihi itibarıyla mevcut üretim tesisinde ilave yatırım harcamasına gerek duyulmayacağı öngörülmektedir. Bu nedenle, 2022-2026 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde kapasite artırımını öngörülmemiştir. 2023 yılı için öngörülen ve izahnamenin 28.2 numaralı bölümünde yer alan yatırım harcamasının ise halka arzdan elde edilecek gelirden finanse edilmesi öngörülmüş olup işbu fiyat tespit raporundaki değerlendirme çalışmasına yansıtılmamıştır. Ayrıca, 2022-2026 yılları arasındaki projeksiyon döneminde, Şirket'in demirbaş ve taşıt envanterinde yenileme yatırımları yapacağı varsayılmıştır. Bu konuda Şirket tarafından sağlanan yenileme yatırım projeksiyonları tarafımızca değerlendirilmiş ve 2022-2026 yılları arasında demirbaş ve taşıt envanterinde yıllık ortalama net hasıllatın %0,4'ü oranında yenileme yatırımı öngörülmüştür. Söz konusu yenileme yatırımlarının üretim kapasitesini artırıcı yönde etkisi olmayıp, değerlendirme çalışmasına dahil edilerek özsermaye değerini düşürücü yönde etkilememiştir.

Tablo 28 (000 TL)	Yatırım Harcamaları							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Yatırım Harcamaları	6.168	6.902	12.333	11.002	13.787	17.524	21.442	23.848
/ Net Satışlar	6,8%	5,4%	6,8%	4,2%	3,9%	4,0%	4,1%	3,9%
Kapasite Yatırımı	2.209	820	5.280	0	0	0	0	0
/ Net Satışlar	2,4%	0,6%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yenileme Yatırımı	235	842	1.934	943	1.259	2.436	2.415	2.320
/ Net Satışlar	0,3%	0,7%	1,1%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,4%
Aktifleştirilen Ar-Ge Maliyetleri	3.723	5.239	5.120	10.059	12.528	15.088	19.027	21.528
/ Net Satışlar	4,1%	4,1%	2,8%	3,8%	3,6%	3,4%	3,6%	3,5%

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamalar

Aktifleştirilerek her sene amorti edilen Ar-Ge harcamaları yatırım harcaması olarak dikkate alınmıştır. Aktifleştirilen Ar-Ge Harcamaları 2019-2021 yılları arasında net satışlarının ortalama %3,7'si düzeyinde gerçekleşmiştir. 31.03.2022 tarihli finansal tablolarda ise Aktifleştirilen Ar-Ge Harcamalarının hasıllata oranı %3,8 olarak hesaplanmış olup, 2022 süresince Ar-Ge harcamalarında bu oranda aktifleştirme öngörülmüştür. Takip eden yıllarda son üç yılın hareketleri ortalamaları ölçüsünde Ar-Ge Harcamalarında aktifleştirme varsayılmıştır. Ayrıca, söz konusu aktifleştirme işlemlerinden yıllık bazda net satışların %0,3'ü oranında projeksiyon dönemi boyunca amortisman ayrılmıştır. İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.10 numaralı bölümünde yer alan FAVÖK projeksiyonlarına dahil edilerek İNA ve çarpan analizleri üzerinden şirket özsermaye değerine yansıtılmıştır.

Tablo 29 (TL)	Aktifleştirilen Ar-Ge Harcamaları			
	2019	2020	2021	1Ç 2022
Aktifleştirilen Ar-Ge	3.723.146	5.239.473	5.119.895	1.667.553
/ Net Satışlar	4,1%	4,1%	2,8%	3,8%
Amortisman	266.299	267.029	541.475	140.198
/ Net Satışlar	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%
<b>Aktifleştirilen Ar-Ge (Net)</b>	<b>3.456.847</b>	<b>4.972.444</b>	<b>4.578.420</b>	<b>1.527.355</b>
/ Net Satışlar	3,8%	3,9%	2,5%	3,5%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

**Amortisman Giderleri:** 31.03.2022 hesap dönemine ait Bağımsız Denetçi Raporu'nun 12 numaralı dip notlarında belirtilen amortisman politikası uygulanmıştır. Bu yaklaşım altında amortisman giderinin hasıllata oranı 2019'da %1,8 ve 2020 yılında %1,5 düzeyinde gerçekleştikten sonra 2021 yılında hasıllata oranı %1,2 ile 2,2 Milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022-2026 yıllarını kapsayan 5 yıllık projeksiyon döneminde önceki yıllardan edinimi gerçekleşen maddi duran varlıklardan kaynaklanan amortismanları da içeren toplam amortisman giderlerinin hasıllata oranının, aktifleştirilen Ar-Ge harcamaları öngörülen amortisman gideri de dahil olmak üzere, %1,5 düzeyinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Ayrıca, projeksiyon döneminde demirbaş ve taşıt yenileme yatırımları da yukarıda bahsedildiği üzere dikkate alınmıştır. 2022-2026 yılları arasında yılda ortalama net

hasılataın %0,4'ü oranında varsayılan yenileme yatırımları, o yıl ilk amortisman yılı olarak kabul edilerek 5 yıllık faydalı ömür üzerinden amortismanına tabi tutulmuştur. Bu şekilde, projeksiyon dönemi boyunca her yıl %0,1 oranında yenileme yatırımlarına yönelik amortisman ayrılarak FAVÖK hesapları üzerinden değerlendirilmesine dahil edilmiştir. Neticede, 2022-2026 yılları arasında Şirket'in yıllık ortalama amortisman giderlerinin hasılata oranı %1,6 seviyesinde hesaplanarak değerlendirilmesine dahil edilmiştir. Bu varsayımlar altında amortisman giderlerinin projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 30 (000 TL)	Amortisman Giderleri							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Amortisman Gideri	1.625	1.885	2.218	4.107	5.481	7.092	8.359	9.566
/ Net Satışlar	1,8%	1,5%	1,2%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
- Üretim Maliyeti	302	263	496	1.037	2.163	2.623	2.893	3.119
- Ar-GE	428	505	620	1.105	1.154	1.611	2.052	2.551
- Pazarlama ve Satış	357	595	435	854	1.017	1.315	1.497	1.589
- Genel Yönetim	538	522	668	1.111	1.148	1.542	1.916	2.307

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamalar

### 8.3.2.10 FAVÖK Gelişimi

HKTM'nin 2021 yılında FAVÖK tutarı 49,3 Milyon TL olup, net satışlara oranı %27,2 olarak hesaplanmaktadır. İşbu fiyat tespit raporunda, ticari kur farkı gelir ve giderlerinin kaydedildiği "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider" kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK düzeltilmiştir. Düzeltilmiş FAVÖK rakamına Ar-Ge Teşvik gelirleri eklenerek, değerlendirilmesine baz teşkil eden FAVÖK tutarına ulaşılmıştır. Yukarıda anlatılan yöntem altında 10,5 Milyon TL kadar eliminasyonun yapıldığı "düzeltilmiş" FAVÖK tutarı Ar-Ge Teşvik Gelirlerinin eklenmesiyle 38,8 Milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu tutarın net satışlara oranı ise %21,3 seviyesinde gerçekleşmektedir. Özetle, değerlemeye baz teşkil eden FAVÖK tutarında net satışların %6'sına yakın bir oranda bir eliminasyon yapılmıştır. Bu şekilde hesaplanan "düzeltilmiş" düzeltilmiş FAVÖK<sup>9</sup> tutarının 2022 – 2026 yıllarına ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Nispetiye Sk. Beyoğlu Plaza  
No: K 2 D: 5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Mersis No: 388 004 3521 Tic Sic No: 272103  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100015

<sup>9</sup> Ticari kur farklarının kaydedildiği "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider" kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK düzeltilmiştir. Ar-Ge Teşvik Gelirleri "düzeltilmiş FAVÖK" rakamına eklenmiştir.

Tablo 31		FAVÖK Gelişimi ve Projeksiyonlar							
(000 TL)		2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
<b>Hasılat</b>		<b>90.970</b>	<b>128.877</b>	<b>181.765</b>	<b>262.985</b>	<b>351.029</b>	<b>443.316</b>	<b>528.650</b>	<b>610.929</b>
	<i>Büyüme</i>		41,7%	41,0%	44,7%	33,5%	26,3%	19,2%	15,6%
<b>-Ürünler</b>		<b>24.460</b>	<b>29.471</b>	<b>51.698</b>	<b>70.653</b>	<b>94.005</b>	<b>118.410</b>	<b>141.326</b>	<b>163.436</b>
	<i>Robotik Ürünler</i>	582	3.330	4.597	10.019	13.200	16.494	19.739	22.876
	<i>Hidrolik Ürünler</i>	17.882	20.723	37.938	48.277	64.288	81.035	96.695	111.801
	<i>Satış Sonrası Hizmetler</i>	5.995	5.417	9.162	12.358	16.517	20.881	24.892	28.758
<b>-Sistemler</b>		<b>24.614</b>	<b>53.680</b>	<b>77.379</b>	<b>103.158</b>	<b>137.496</b>	<b>173.441</b>	<b>206.908</b>	<b>239.186</b>
	<i>Hidromekanik</i>	20.927	51.351	57.572	70.264	93.317	117.366	140.151	162.142
	<i>Mekanik Otomasyon</i>	3.687	2.328	19.807	32.894	44.179	56.075	66.757	77.044
<b>-Ticari Mal</b>		<b>41.897</b>	<b>45.727</b>	<b>52.688</b>	<b>89.174</b>	<b>119.527</b>	<b>151.465</b>	<b>180.416</b>	<b>208.308</b>
<b>Satışların Maliyeti</b>		<b>71.226</b>	<b>95.453</b>	<b>122.230</b>	<b>177.592</b>	<b>237.027</b>	<b>299.112</b>	<b>356.701</b>	<b>412.209</b>
	<i>Büyüme</i>		34,0%	28,1%	45,3%	33,5%	26,2%	19,3%	15,6%
	<i>/ Hasılat</i>	78,3%	74,1%	67,2%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%
<b>-Ürünler</b>		<b>16.668</b>	<b>17.677</b>	<b>31.655</b>	<b>40.121</b>	<b>55.276</b>	<b>69.299</b>	<b>81.676</b>	<b>94.643</b>
	<i>Robotik Ürünler</i>	390	2.670	2.800	5.801	7.666	9.881	11.593	13.171
	<i>Hidrolik Ürünler</i>	12.151	12.735	24.648	29.045	40.181	50.103	59.101	68.611
	<i>Satış Sonrası Hizmetler</i>	4.127	2.272	4.207	5.275	7.429	9.316	10.982	12.861
<b>-Sistemler</b>		<b>20.936</b>	<b>41.946</b>	<b>51.474</b>	<b>69.582</b>	<b>91.794</b>	<b>115.788</b>	<b>138.678</b>	<b>160.567</b>
	<i>Hidromekanik</i>	18.483	39.942	39.595	49.860	65.263	82.143	98.618	114.326
	<i>Mekanik Otomasyon</i>	2.453	2.004	11.879	19.723	26.531	33.645	40.059	46.241
<b>-Ticari Mal</b>		<b>33.622</b>	<b>35.830</b>	<b>39.101</b>	<b>67.889</b>	<b>89.957</b>	<b>114.025</b>	<b>136.348</b>	<b>156.999</b>
<b>Brüt Kar</b>		<b>19.744</b>	<b>33.424</b>	<b>59.535</b>	<b>85.393</b>	<b>114.002</b>	<b>144.204</b>	<b>171.949</b>	<b>198.720</b>
	<i>Büyüme</i>		69,3%	78,1%	43,4%	33,5%	26,5%	19,2%	15,6%
	<i>Brüt Kar Marjı</i>	21,7%	25,9%	32,8%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%
<b>Faaliyet Gideri</b>		<b>10.053</b>	<b>13.037</b>	<b>23.634</b>	<b>34.188</b>	<b>42.262</b>	<b>56.215</b>	<b>66.469</b>	<b>75.945</b>
	<i>/Hasılat</i>	11,1%	10,1%	13,0%	13,0%	12,0%	12,7%	12,6%	12,4%
	<i>-Genel Yönetim Giderleri</i>	5.035	6.735	12.279	17.355	20.953	25.439	28.553	31.790
	<i>-Pazarlama Giderleri</i>	3.877	3.840	8.322	11.082	13.039	15.906	17.991	19.607
	<i>-Ar-Ge Giderleri</i>	1.141	2.462	3.033	5.751	8.269	14.871	19.925	24.548
<b>Faaliyet Karı</b>		<b>9.691</b>	<b>20.387</b>	<b>35.901</b>	<b>51.205</b>	<b>71.740</b>	<b>87.989</b>	<b>105.480</b>	<b>122.775</b>
	<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	10,7%	15,8%	19,8%	19,5%	20,4%	19,8%	20,0%	20,1%
<b>Ar-Ge Teşvik Gelirleri</b>		<b>105</b>	<b>0</b>	<b>685</b>	<b>991</b>	<b>1.323</b>	<b>1.671</b>	<b>1.993</b>	<b>2.303</b>
	<i>/Hasılat</i>	0,1%	0,0%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
<b>Amortisman</b>		<b>1.625</b>	<b>1.885</b>	<b>2.218</b>	<b>4.107</b>	<b>5.481</b>	<b>7.092</b>	<b>8.359</b>	<b>9.566</b>
	<i>/Hasılat</i>	1,8%	1,5%	1,2%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
<b>FAVÖK*</b>		<b>11.421</b>	<b>22.272</b>	<b>38.804</b>	<b>56.303</b>	<b>78.545</b>	<b>96.752</b>	<b>115.832</b>	<b>134.643</b>
	<i>Büyüme</i>		95,0%	74,2%	45,1%	39,5%	23,2%	19,7%	16,2%
	<b>FAVÖK Marjı*</b>	<b>12,6%</b>	<b>17,3%</b>	<b>21,3%</b>	<b>21,4%</b>	<b>22,4%</b>	<b>21,8%</b>	<b>21,9%</b>	<b>22,0%</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, İzahname, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

T : Tahmin

\* : Ticari kur farklarının kaydedildiği "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider" kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK düzeltilmiştir. Ar-Ge Teşvik Gelirleri "düzeltilmiş FAVÖK" rakamına eklenmiştir.

FAVÖK projeksiyonları işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.13. bölümünde yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları Projeksiyonuna baz teşkil etmiştir.

A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Nispetiye Sok. Beşiktaş/İstanbul  
Nispetiye Sok. No: 5-6 Maslak Kat: 5 Beşiktaş/İstanbul  
Maliye V.D. : 388 004 3521 Tic. Sic. No: 270799  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100015

### 8.3.2.11 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 yılları ile 31.03.2022 ara döneme ait finansallarında gerçekleşen ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma, ortalama borç ödeme süreleri, tedarikçilere verilen sipariş avansları ve müşterilerden alınan sipariş avansları incelenmiştir.

Tablo 32 (TL)	Ticari İşletme Sermayesi		
	2019	2020	2021
<b>Net Satışlar</b>	<b>90.970.270</b>	<b>128.877.245</b>	<b>181.765.004</b>
<b>Satışların Maliyeti (SMM)</b>	<b>71.225.815</b>	<b>95.453.163</b>	<b>122.230.110</b>
<b>Ticari İşletme Sermayesi</b>	<b>16.079.591</b>	<b>34.558.268</b>	<b>40.676.362</b>
<i>Ticari İşletme Sermayesi Değişim</i>	<i>-2.693.746</i>	<i>18.478.677</i>	<i>6.118.094</i>
<i>Ticari İşletme Sermayesi/Satışlar</i>	<i>17,7%</i>	<i>26,8%</i>	<i>22,4%</i>
<b>Ticari Alacaklar</b>	<b>24.761.585</b>	<b>32.736.905</b>	<b>52.620.025</b>
Ortalama Ticari Alacaklar Tahsil Süresi (Gün)	102	81	86
Ortalama Ticari Alacak Devir Hızı	3,57	4,48	4,26
Ticari Alacaklar / Net Satışlar	27,2%	25,4%	28,9%
<b>Ticari Borçlar</b>	<b>35.673.142</b>	<b>32.412.711</b>	<b>50.505.444</b>
Ortalama Borç Ödeme Süresi (Gün)	120	125	112
Ortalama Borç Devir Hızı	3,03	2,92	3,25
Ticari Borçlar / SMM	50,1%	34,0%	41,3%
<b>Stoklar</b>	<b>34.516.171</b>	<b>38.505.947</b>	<b>50.986.213</b>
Ortalama Stok Tutma Süresi (Gün)	140	140	134
Ortalama Stok Devir Hızı	2,60	2,61	2,73
Stoklar / SMM	48,5%	40,3%	41,7%
<b>Müşterilerden Alınan Avanslar</b>	<b>11.474.140</b>	<b>7.173.769</b>	<b>19.914.324</b>
Ortalama Alınan Avans Süresi (Gün)	39	26	27
Alınan Avans / Net Satışlar	12,6%	5,6%	11,0%
<b>Tedarikçilere Verilen Avanslar</b>	<b>3.949.117</b>	<b>2.901.896</b>	<b>7.489.892</b>
Ortalama Verilen Avans Süresi (Gün)	13	13	16
Verilen Avans / SMM	5,5%	3,0%	6,1%
<b>Nakit Çevirme Süresi (Gün)</b>	<b>96</b>	<b>83</b>	<b>95</b>

Kaynak : Bağımsız Denetim Raporu, Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirket'in alacak tahsil gün süresi 2019'da 102 gün, 2020'de 81 gün, 2021'de ise 86 gün olarak hesaplanırken, 2022-2026 projeksiyon dönemi boyunca son üç yıllık hareketli ortalamalar seviyesinde gerçekleşeceği ve bu şekilde 2022 yılında 90 gün, 2023 yılında 86 gün 2024-2026 yıllarında ise 87 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in stok tutma gün süresi 2019 ve 2020 yıllarında 140'ar gün, 2021 yılında 134 gün olarak hesaplanmıştır. 2022-2026 projeksiyon dönemi boyunca son üç yıllık hareketli ortalamalar seviyesinde gerçekleşeceği ve bu şekilde 2022 yılında 138 gün, 2023 yılında 137 gün 2024'de 136 gün, 2025-2026 yıllarında ise 137 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in ticari borç ödeme süresi 2019'da 120 gün, 2020'de 125 gün, 2021'de 112 gün olarak belirlenmiştir. 2022-2026 projeksiyon dönemi boyunca son üç yıllık hareketli ortalamalar seviyesinde gerçekleşeceği ve bu şekilde 2022 ve 2023 yıllarında 119 gün, 2024 yılında 117 gün 2025 ve 2026 yıllarında ise 118 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirketin müşterilerden aldığı avans gün süresi 2019'da 39 gün, 2020'de ortalama 26 gün hesaplanmış olup, 2021'de 27 gün olarak belirlenmiştir. Müşteri avansları süresinin 2022-2026 projeksiyon dönemi boyunca son üç yıllık hareketli ortalamalar seviyesinde gerçekleşeceği ve bu şekilde 2022'de 31 gün, 2023'de 28 gün, 2024-2026 yılları arasında ise 29 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Tedarikçilere verilen avans gün süresi 2019 ve 2020'de 13 gün, 2021'de ortalama 16 gün hesaplanmış olup, 2022-2026 projeksiyon dönemi boyunca son üç yıllık hareketli ortalamalar seviyesinde gerçekleşeceği ve bu şekilde 2022 ve 2023'de 14'er gün, 2024'de 15 gün, 2025-2026 yılları arasında da 14 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Bu varsayımlar altında Net İşletme Sermayesi projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 33 (000 TL)	Ticari İşletme Sermayesi Gelişimi ve Projeksiyonlar							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ticari İşletme Sermayesi	16.080	34.558	40.676	49.218	66.528	88.305	107.069	125.330
/Hasılat	17,7%	26,8%	22,4%	18,7%	19,0%	19,9%	20,3%	20,5%
<b>Ticari İşletme Sermayesi Değişimi</b>	<b>18.479</b>	<b>6.118</b>	<b>8.542</b>	<b>17.310</b>	<b>21.777</b>	<b>18.764</b>	<b>18.261</b>	
/Hasılat	14,3%	3,4%	3,2%	4,9%	4,9%	3,5%	3,0%	
Ticari Alacaklar	24.762	32.737	52.620	54.697	71.831	94.710	116.481	135.373
Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	102	81	86	90	86	87	87	87
Ticari Borçlar	35.673	32.413	50.505	48.973	67.314	85.786	106.273	124.269
Ort. Ödeme Süresi (Gün)	120	125	112	119	119	117	118	118
Stoklar	34.516	38.506	50.986	56.595	77.605	99.987	123.061	143.998
Stok Çevirme (Gün)	140	140	134	138	137	136	137	137
Müşteri Avansları	11.474	7.174	19.914	18.823	23.627	31.288	38.974	44.850
Alınan Avans Süresi (Gün)	39	26	27	31	28	29	29	29
Tedarikçi Avansları	3.949	2.902	7.490	5.722	8.033	10.681	12.774	15.078
Verilen Avans Süresi (Gün)	13	13	16	14	14	15	14	14

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

### 8.3.2.12 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 indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaması 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.



$AOSM = \text{Özsermaye Maliyeti} * (1 - \text{Finansal Borçluluk Oranı}) + \text{Vergi sonrası borçlanma maliyeti} * \text{Finansal Borçluluk Oranı}$

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 ( $R_m - R_f$ )

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

Bağımsız Denetim Raporu'nun 2.1 numaralı dip notunda belirtildiği üzere, Şirket'in fonksiyonel para birimi Türk lirasıdır ("TL"). Şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları, geçerli para birimi olan TL cinsinden sunulmuştur. Bu nedenle, Şirket'in siparişleri döviz üzerinden faturalandırmasına rağmen, değerlendirme çalışması TL olarak yapılmıştır. İndirgeme Oranı olarak kullanılan Özsermaye Maliyeti'nin hesaplanmasında;

**Risksiz Getiri Oranı ( $R_f$ ):** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.31 maddesi e bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın ömrü ile en tutarlı risksiz getiri oranı olarak 5 yıllık Türkiye Devleti tahvili (TRT020926T17) seçilmiştir. İşbu Fiyat Tespit Rapor'unda rapor tarihi olan 19.07.2022'den bir iş günü öncesinde (18.07.2022) TRT020926T17 ISIN kodlu 5 yıllık tahvilin yıllık bileşik faizi %21,31 seviyesinde kapanış gerçekleştirmiştir. Bu şekilde, AOSM'ye baz teşkil eden risksiz faiz oranı olarak 2022 yılı için %21,31 seviyesinde hesaplara dahil edilmiştir. Öte yandan, 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 üç yılın (2019-2021) ortalaması olan %15,9 düzeyine yakınsayacağı varsayılmıştır. Bu varsayım altında, 5 yıllık tahvil faizinin kademeli düşüşle, 2023'te %21,0'e, 2024'te %20,2'ye, 2025'te %17,1'e ve projeksiyon döneminin beşinci yılı olan 2026'da ise %16,0'a gerileyeceği öngörülmüştür.

**Risk Primi ( $R_m - R_f$ ):** 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 ilaveten Şirket riski olarak 2022 yılına 1,5 puanlık bir spesifik prim eklenmiştir. 2023-2026 yılları içinse Spesifik Risk Primi 1 puan olarak varsayılmıştır. Bu

şekilde, Tablo 37’de belirlenen risksiz faiz oranına 2022 yılı için 7,0 puan, 2023-2026 yılları arasında ise 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

$$R_e = R_f + (\beta * \text{Risk Primi}) = 21,31\% + 1 * 7,00\% = 28,31\% \text{ olarak hesaplanmıştır.}$$

**Borçluluk Oranı:** HKTM’nin 31.03.2022 tarihli bağımsız denetimden geçmiş bilançosuna göre Şirket’in net finansal borcu 37,4 Milyon TL olarak hesaplanmıştır. İşbu Rapor itibariyle Şirket’in 31.03.2022 tarihli finansal tabloları bazında finansman yapısı ve borçluluk durumu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 34 (TL)	Borçluluk Durumu			
	2019	2020	2021	1Ç 2022
+Kısa Vadeli (KV) Finansal Borçlar	2.208.040	13.342.209	2.287.083	19.183.564
<i>KV Kullanım Hakkı Varlıklarına İlişkin Yükümlülükler</i>	1.283.298	1.434.906	1.215.401	315.267
+Uzun Vadeli (UV) Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	28.229.074	24.175.354	44.493.226	33.280.797
<i>UV Kullanım Hakkı Varlıklarına İlişkin Yükümlülükler</i>	0	0	0	0
+Uzun Vadeli (UV) Finansal Borçlar	11.191.117	19.204.110	8.993.047	9.789.801
<i>UV Kullanım Hakkı Varlıklarına İlişkin Yükümlülükler</i>	2.254.133	1.067.691	208.330	141.528
<b>= Toplam Finansal Borçlar*</b>	<b>41.628.231</b>	<b>56.721.673</b>	<b>55.773.356</b>	<b>62.254.162</b>
+ <i>Kullanım Hakkı Varlıklarına İlişkin Yükümlülükler</i>	3.537.431	2.502.597	1.423.731	456.795
= Finansal Borçlar ve Kullanım Hakkı Yükümlülükleri	45.165.662	59.224.270	57.197.087	62.710.957
Özkaynaklar, KV ve UV Finansal Borçlar Toplamı	56.052.428	80.170.687	154.289.224	163.549.452
<b>Finansal Borçluluk Oranı**</b>	<b>74,3%</b>	<b>70,8%</b>	<b>36,1%</b>	<b>38,1%</b>
<i>Özkaynaklar / (KV + UV Yükümlülükler)</i>	15,1%	22,8%	69,7%	56,8%
<i>Toplam Finansal ve Kullanım Hakkı Borçları/Kaynaklar</i>	41,1%	46,9%	23,9%	22,4%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

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

\*\* : Sadece Banka Kredilerinden oluşan Finansal Borçlar toplamı, Özkaynaklar, KV ve UV Finansal Borçlar Toplamına bölünerek hesaplanmıştır.

Şirketin Net Finansal Borçluluk durumu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 35 (TL)	Borçluluk Durumu			
	2019	2020	2021	1Ç 2022
+Kısa Vadeli Finansal Borçlar	2.208.040	13.342.209	2.287.083	19.183.564
+Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	28.229.074	24.175.354	44.493.226	33.280.797
+Uzun Vadeli Finansal Borçlar	11.191.117	19.204.110	8.993.047	9.789.797
<b>= Toplam Finansal Borçlar*</b>	<b>41.628.231</b>	<b>56.721.673</b>	<b>55.773.356</b>	<b>62.254.162</b>
Eksi: Nakit ve nakit benzerler	10.975.523	9.202.665	22.245.155	24.903.293
<b>Net Finansal Borç* / Varlık</b>	<b>30.652.708</b>	<b>47.519.008</b>	<b>33.528.201</b>	<b>37.350.869</b>
Toplam özkaynaklar	14.424.197	23.449.014	98.515.868	101.295.290
<b>Net Finansal Borç* / Özsermaye oranı</b>	<b>2,13</b>	<b>2,03</b>	<b>0,34</b>	<b>0,37</b>
Yıllıklandırılmış Raporlanan FAVÖK (x)	11.292.882	23.459.893	49.352.613	50.254.596
Yıllıklandırılmış Düzeltilmiş FAVÖK (x)	11.316.261	22.272.121	38.119.345	35.962.870
<b>Net Finansal Borç* / Raporlanan FAVÖK (x)</b>	<b>2,71</b>	<b>2,03</b>	<b>0,68</b>	<b>0,74</b>
<b>Net Finansal Borç* / Düzeltilmiş FAVÖK (x)</b>	<b>2,71</b>	<b>2,13</b>	<b>0,88</b>	<b>1,04</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

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

\*\* : Sadece Banka Kredilerinden oluşan Finansal Borçlar toplamı, Özkaynaklar, KV ve UV Finansal Borçlar Toplamına bölünerek hesaplanmıştır.

31.03.2022 tarihi itibarıyla Şirket'in net finansal borcu 37,4 Milyon TL'dir. Aynı tarih itibarıyla net finansal borcun "Raporlanan" FAVÖK'e oranı 0,74, "Düzeltilmiş" FAVÖK'e oranı ise 1,04 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 36 (TL)	Net Finansal Borç (Nakit) Durumu 31.03.2022
Finansal Borçlar	62.254.162
Eksi: Nakit Pozisyon	24.903.293
	Nakit ve Nakit Değerler
	24.703.293
	Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar
	200.000
<b>=Net Finansal Borç / (Varlık)</b>	<b>37.350.869</b>

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

**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 indirimde gidilmiştir. Yurtdışına yapılan satışların toplam satış gelirlerine oranının %13,9 gibi nispeten düşük seviyede kalması nedeniyle 2022 yılında uygulamaya konan 1 puanlık kurumlar vergisinden sağlayacağı katkı İNA projeksiyonlarında dikkate alınmamıştır.

**Borçlanma Maliyeti:** 31.03.2022 tarihli Bağımsız Denetim Raporu'nun 5 numaralı dip notunda yer alan Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanmalara ilişkin detay bölümünde, Şirket'in kısa vadeli banka kredi tutarı 19,0 Milyon TL'dir. 196 bin TL tutarında kredi kartı borcu bulunan Şirket'in, uzun vadeli kredilerinin kısa vadeli kısımlarından oluşan finansal borç tutarı 33,3 Milyon TL olup, 9,8 Milyon TL tutarında da uzun vadeli kredi borcu bulunmamaktadır. Şirket'in finansal borçlarının 62,3 Milyon TL'ye karşılık gelen kısım %21,0 faiz ile TL cinsinden açılmış banka kredisidir. Toplam finansal borcun geri kalan kısmını oluşturan ise ortalama %3,0 faizli Avro kredisidir. Bu durumda, 31.03.2022 itibarı ile Şirket'in banka kredileri üzerindeki ağırlıklı ortalama etkin faiz oranı %19,7 olarak hesaplanmaktadır.

İhtiyatlılık ilkesi gereği, Şirket'in borçlanma maliyeti 5 yıllık tahvil faizinin projeksiyon dönemi boyunca 1,5 puan üzerinde varsayılmış ve AOSM'ye yansıtılmıştır. Bu şekilde, Şirket'in borçlanma maliyeti, 2022'de %22,81 seviyesinde gerçekleşip, 2023'de %22,54'e, 2024'te %21,66'ya, 2025'te %18,61'e ve 2026'da ise %17,51'e gerileyeceği öngörülmüştür. Projeksiyon dönemi sonunda borçlanma faizi oranı, Şirket'in 2019-2020 yılları arasında %11,2 olan etkin borçlanma faizinin 6 puan kadar üzerinde olup 2019-2021 ortalaması olan %14,1'in de 3,4 puan üzerinde hesaplanmıştır. Tüm bu varsayımların ışığında, 2022 yılı için

$$\begin{aligned} \text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} &= 22,81\% * (1-0,23) \\ &= 17,56\% \end{aligned}$$

olarak hesaplanmaktadır. Netice itibarıyla, 2022 yılı için

AOSM = Özsermaye Maliyeti \* (1 – Borçluluk oranı) + Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti \* Borçluluk Oranı

$$\begin{aligned} &= 28,31\% * (1 - 0,3806) + 17,56\% * 0,3806 \\ &= 0,1754 + 0,0668 \\ &= 24,22\% \end{aligned}$$

olarak hesaplanmıştır.

İNA Projeksiyonlarında kullanılan AOSM yıllar itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır:



A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
No: 1/100 Sok. Beybi Çiz Plaza  
Maslak V.D. 388 004 3521 Tic.Sic.No 270189  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100015

AOSM Bileşenleri	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Projeksiyonu					
	Hesaplama Yöntemi	2022	2023	2024	2025	2026
Risksiz Faiz Oranı	F	21,31%	21,04%	20,16%	17,11%	16,01%
Spesifik Risk Primi	S	1,50%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Türkiye Risk Primi	R	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta (β)	B	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kurumlar Vergisi Oranı	V	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Borçlanma Maliyeti	BM	22,81%	22,54%	21,66%	18,61%	17,51%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	VSBM = BM * (1-V)	17,56%	18,03%	17,33%	14,89%	14,01%
Sermaye Maliyeti	SM = F + (S+R) * B	28,31%	27,54%	26,66%	23,61%	22,51%
Finansal Borçluluk Oranı <sup>1</sup>	FBO = [D / (D + E)]	38,06%	38,06%	38,06%	38,06%	38,06%
<b>AOSM</b>	<b>= SM*(1-FBO)+VSBM*FBO</b>	<b>24,22%</b>	<b>23,92%</b>	<b>23,11%</b>	<b>20,29%</b>	<b>19,27%</b>

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

1: D, sadece banka kredilerinden oluşan toplam finansal borcu; E ise özkaynak toplamını göstermektedir.

Tabloya göre, mevcut varsayımlar altında, İNA projeksiyon döneminde (2022 – 2026) AOSM ortalama %22,2 oranında tahmin edilmiştir.

### 8.3.2.13 İNA Projeksiyonları

HKTM'nin 2022 – 2026 yılları arasında elde edeceği serbest nakit akımlarının toplam değeri Şirket'in Firma Değerini ifade etmektedir. Firma Değerine 31.03.2022 tarihi itibarıyla Şirket bilançosunda yer alan 37,4 Milyon TL seviyesindeki net finansal borcun düşülmesi suretiyle Şirket Değerine ulaşılmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değerler 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 %5 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 öngörütleri 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 - 2026 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 - 2026 dönemine ilişkin İNA projeksiyonumuz Tablo 40'da gösterilmektedir. Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarının 31.03.2022 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.

$$\text{İndirgeme Faktörü} = 1/[(1+\text{AOSM})^{((\text{Değerleme Rapor Tarihi} - \text{Projeksiyon Yıl Sonu})/\text{Takvim Yılı Gün Sayısı})]$$

Projeksiyon dönemleri itibarı ile indirgeme faktörü aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 38		İndirgeme Faktörü Hesabı		
Projeksiyon Dönemi	Gün Sayısı	AOSM	Hesaplama Yöntemi	İndirgeme Faktörü
19.07-31.12.2022	165	24,22%	$1/[(1+0,2422)^{(165)/365}]$	0,91
01.01-31.12.2023	530	23,92%	$1/[(1+0,2392)^{(530)/365}]$	0,73
01.01-31.12.2024	896	23,11%	$1/[(1+0,2311)^{(896)/366}]$	0,60
01.01-31.12.2025	1.261	20,29%	$1/[(1+0,2029)^{(1.261)/365}]$	0,53
01.01-31.12.2026	1.626	19,27%	$1/[(1+0,1927)^{(1.626)/365}]$	0,46

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 39’da yer alan İNA projeksiyonunda serbest nakit akımlarının (S.N.A) bugünkü değeri hesaplanmıştır. Net bugünkü değer hesabı, şirketin projeksiyon dönemi boyunca yıllar itibarı ile elde edeceği “Serbest Nakit Akışlarının” ilgili projeksiyon yılına ait “indirgeme oranı” ile çarpılması sonucunda elde edilen indirgenmiş serbest nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır. Gelecekteki nakit akışları hesaplanırken, Şirketin Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

Faaliyet Karı \* (1-Vergi) + Amortisman – İşletme Sermayesindeki Değişim – Yatırım Harcamaları

Bu yöntemle hesaplanan operasyonel Serbest Nakit Akımlarının AOSM oranı ile bugüne indirgediğimiz değerlerinin 2022-2026 projeksiyon dönemindeki toplamına (129,6 Milyon TL), 2026 yılı sonrası için %5,0 seviyesinde varsaydığımız uç büyüme değeri ile hesapladığımız terminal nakit akımlarının bugüne indirgenen değeri (226,6 Milyon TL) eklenerek Firma Değerine (356,2 Milyon TL) ulaşmaktayız. Firma değerinden Şirket’in 37,4 Milyon TL olan net borç pozisyonunu düştüğümüzde Şirketin Hedef Özsermaye Değeri 318,8 Milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket’in 25 Milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan halka arz öncesi, pay başına değeri 12,75 TL’dir.

AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
 No: 12 D: 5-6 Maslak-Sarıyer-İSTANBUL  
 Maslak V.D. : 388 004 3521 T  
 www.aicapital.com.tr  
 Mersis No: 0368004352100015

Tablo 39 İndirgenmiş Nakit Akımları Projeksiyonu

(000 TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
<b>Net Satışlar</b>	<b>90.970</b>	<b>128.877</b>	<b>181.765</b>	<b>262.985</b>	<b>351.029</b>	<b>443.316</b>	<b>528.650</b>	<b>610.929</b>
<i>Yıllık Büyüme</i>		41,7%	41,0%	44,7%	33,5%	26,3%	19,2%	15,6%
<b>SMM</b>	<b>71.226</b>	<b>95.453</b>	<b>122.230</b>	<b>177.592</b>	<b>237.027</b>	<b>299.112</b>	<b>356.701</b>	<b>412.209</b>
<i>SMM / Net Satışlar</i>	<b>78,3%</b>	<b>74,1%</b>	<b>67,2%</b>	<b>67,5%</b>	<b>67,5%</b>	<b>67,5%</b>	<b>67,5%</b>	<b>67,5%</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>19.744</b>	<b>33.424</b>	<b>59.535</b>	<b>85.393</b>	<b>114.002</b>	<b>144.204</b>	<b>171.949</b>	<b>198.720</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<b>21,7%</b>	<b>25,9%</b>	<b>32,8%</b>	<b>32,5%</b>	<b>32,5%</b>	<b>32,5%</b>	<b>32,5%</b>	<b>32,5%</b>
<b>Esas Faaliyet Giderleri</b>	<b>10.053</b>	<b>13.037</b>	<b>23.634</b>	<b>34.188</b>	<b>42.262</b>	<b>56.215</b>	<b>66.469</b>	<b>75.945</b>
<i>/ Net Satışlar</i>	<b>11,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,4%</b>
<i>Yıllık Büyüme</i>		29,7%	81,3%	44,7%	23,6%	33,0%	18,2%	14,3%
<b>Ar-Ge Teşvik Geliri</b>	<b>105</b>	<b>0</b>	<b>685</b>	<b>991</b>	<b>1.323</b>	<b>1.671</b>	<b>1.993</b>	<b>2.303</b>
<i>/ Net Satışlar</i>	<b>0,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,4%</b>
<b>Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)</b>	<b>9.796</b>	<b>20.387</b>	<b>36.586</b>	<b>52.196</b>	<b>73.063</b>	<b>89.660</b>	<b>107.473</b>	<b>125.078</b>
<i>VFÖK Marjı</i>	<b>10,8%</b>	<b>15,8%</b>	<b>20,1%</b>	<b>19,8%</b>	<b>20,8%</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,3%</b>	<b>20,5%</b>
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>11.421</b>	<b>22.272</b>	<b>38.804</b>	<b>56.303</b>	<b>78.545</b>	<b>96.752</b>	<b>115.832</b>	<b>134.643</b>
<i>Yıllık Büyüme</i>		95,0%	74,2%	45,1%	39,5%	23,2%	19,7%	16,2%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<b>12,6%</b>	<b>17,3%</b>	<b>21,3%</b>	<b>21,4%</b>	<b>22,4%</b>	<b>21,8%</b>	<b>21,9%</b>	<b>22,0%</b>
<b>Amortisman Gideri</b>	<b>1.625</b>	<b>1.885</b>	<b>2.218</b>	<b>4.107</b>	<b>5.481</b>	<b>7.092</b>	<b>8.359</b>	<b>9.566</b>
<i>/ Net Satışlar</i>	<b>1,8%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>
<b>Ticari İşletme Sermayesi</b>	<b>16.080</b>	<b>34.558</b>	<b>40.676</b>	<b>49.218</b>	<b>66.528</b>	<b>88.305</b>	<b>107.069</b>	<b>125.330</b>
<i>/ Net Satışlar</i>	<b>17,7%</b>	<b>26,8%</b>	<b>22,4%</b>	<b>18,7%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,9%</b>	<b>20,3%</b>	<b>20,5%</b>
<b>Kısa Vadeli Ticari Alacaklar</b>	<b>24.762</b>	<b>32.737</b>	<b>52.620</b>	<b>54.697</b>	<b>71.831</b>	<b>94.710</b>	<b>116.481</b>	<b>135.373</b>
<i>Ort. Tahsilat Süresi (Gün)</i>	<b>102</b>	<b>81</b>	<b>86</b>	<b>90</b>	<b>86</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>87</b>
<b>Kısa Vadeli Ticari Borçlar</b>	<b>35.673</b>	<b>32.413</b>	<b>50.505</b>	<b>48.973</b>	<b>67.314</b>	<b>85.786</b>	<b>106.273</b>	<b>124.269</b>
<i>Ort. Ödeme Süresi (Gün)*</i>	<b>120</b>	<b>125</b>	<b>112</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>117</b>	<b>118</b>	<b>118</b>
<b>Stoklar</b>	<b>34.516</b>	<b>38.506</b>	<b>50.986</b>	<b>56.595</b>	<b>77.605</b>	<b>99.987</b>	<b>123.061</b>	<b>143.998</b>
<i>Stok Çevirme (Gün)</i>	<b>140</b>	<b>140</b>	<b>134</b>	<b>138</b>	<b>137</b>	<b>136</b>	<b>137</b>	<b>137</b>
<b>Müşterilerden Alınan Avanslar</b>	<b>11.474</b>	<b>7.174</b>	<b>19.914</b>	<b>18.823</b>	<b>23.627</b>	<b>31.288</b>	<b>38.974</b>	<b>44.850</b>
<i>Alınan Avans Süresi (Gün)</i>	<b>39</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>31</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>
<b>Tedarikçilere Verilen Avanslar</b>	<b>3.949</b>	<b>2.902</b>	<b>7.490</b>	<b>5.722</b>	<b>8.033</b>	<b>10.681</b>	<b>12.774</b>	<b>15.078</b>
<i>Verilen Avans Süresi (Gün)</i>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
<b>İşletme Sermayesi Değişim</b>	<b>-2.694</b>	<b>18.479</b>	<b>6.118</b>	<b>8.542</b>	<b>17.310</b>	<b>21.777</b>	<b>18.764</b>	<b>18.261</b>
<i>/ Net Satışlar</i>	<b>-3,0%</b>	<b>14,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,0%</b>
<b>Yatırım Harcamaları</b>	<b>6.168</b>	<b>6.902</b>	<b>12.333</b>	<b>11.002</b>	<b>13.787</b>	<b>17.524</b>	<b>21.442</b>	<b>23.848</b>
<i>Yatırımlar / Net Satışlar</i>	<b>6,8%</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,9%</b>
<b>-Kapasite Yatırımları</b>	<b>2.209</b>	<b>820</b>	<b>5.280</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>-Yenileme Yatırımları</b>	<b>235</b>	<b>842</b>	<b>1.934</b>	<b>943</b>	<b>1.259</b>	<b>2.436</b>	<b>2.415</b>	<b>2.320</b>
<b>-Aktifleştirilen Ar-Ge Maliyetleri</b>	<b>3.723</b>	<b>5.239</b>	<b>5.120</b>	<b>10.059</b>	<b>12.528</b>	<b>15.088</b>	<b>19.027</b>	<b>21.528</b>
<i>/ Net Satışlar</i>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,5%</b>
<b>Vergi</b>	<b>2.155</b>	<b>4.485</b>	<b>9.146</b>	<b>12.005</b>	<b>14.613</b>	<b>17.932</b>	<b>21.495</b>	<b>25.016</b>
<b>Serbest Nakit Akımları (S.N.A.)</b>	<b>5.792</b>	<b>-7.594</b>	<b>11.206</b>	<b>24.754</b>	<b>32.835</b>	<b>39.519</b>	<b>54.131</b>	<b>67.518</b>
<b>AOSM</b>				<b>24,22%</b>	<b>23,92%</b>	<b>23,11%</b>	<b>20,29%</b>	<b>19,27%</b>
<b>İndirgeme Oranı</b>				<b>0,91</b>	<b>0,73</b>	<b>0,60</b>	<b>0,53</b>	<b>0,46</b>
<b>İndirgenmiş S.N.A</b>				<b>22.442</b>	<b>24.050</b>	<b>23.755</b>	<b>28.592</b>	<b>30.794</b>
<b>Toplam İndirgenmiş S.N.A</b>	<b>129.633</b>							

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

\*:Stoklardaki değişim SMM'ye eklenmiştir

**Tablo 40 İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı (Milyon TL)**

Özsermaye Değerleme Hesabı	Referans	Hesaplama Yöntemi	Tutar
Vergi Sonrası Terminal Yıl FAVÖK Tutarı	A	134,6-25,0	109,6
Projeksiyon Dönemi Sonrası FAVÖK	B	109,6 * (1+ 5,0%)	115,1
Projeksiyon Dönemi Sonrası Yatırım Harcamaları	C	23,8 * (1+ 5,0%)	25,0
Projeksiyon Dönemi Sonrası ΔNet İşletme Sermayesi	D	18,3 * (1+ 5,0%)	19,2
Projeksiyon Dönemi Sonrası Nakit Akımı	E	B – C – D	70,9
<i>AOSM @2026</i>	F	<i>AOSM Formülü</i>	19,27%
<i>Terminal Büyüme Oranı</i>	G	<i>Varsayım</i>	5,0%
Terminal Nakit Akımlarının Toplamı	H	$E * [1/(F - G)]$	496,7
<i>İndirgeme Oranı@2026</i>	I	$1/[(1+AOSM)^{(Gün Sayısı)/365}]$	0,46
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	J	$H * I$	226,6
2022 – 2026 İndirgenmiş SNA Toplamı	K	INA Tablosu SNA Toplamı	129,6
<b>Firma Değeri (Değerleme Tarihi)</b>	L	<b>J+ K</b>	<b>356,2</b>
Toplam Finansal Borç (31.03.2022)	M	Bilanço Verisi	62,3
Nakit ve Nakit Benzerleri (31.03.2022)	N	Bilanço Verisi	24,9
<b>Özsermaye Değeri (Değerleme Tarihi)</b>	P	<b>L-(M-N)</b>	<b>318,8</b>
<i>Ödenmiş Sermaye (31.03.2022)</i>	R	<i>Bilanço Verisi</i>	25,0
<b>Halka Arz Öncesi Pay Başına Fiyat</b>	S	<b>P/R</b>	<b>12,75</b>

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

### 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.

HKTM'nin çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken Şirket'le birebir aynı faaliyette bulunan borsa şirketi olmadığı için Şirket'in faaliyet gösterdiği Makina Metal Eşya Sektörü (XMESY) ile İmalat Sektörünün (İMALAT) "sektörel" bazda değerlendirilmesinden bir önceki işlem günü (18.07.2022) kapanışları üzerinden Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Firma Değeri / Satışlar (FD/S), Fiyat-Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanları kullanılmıştır.



İmalat Sektörüne ilişkin FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları Finnet Elektronik Veri Tabanından değerlendirme çalışmasının tamamlandığı rapor tarihinde çekilmiş olup, çekilen veriler herhangi bir eliminasyona tabi tutulmadan değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır. Öte yandan, aynı veri tabanından Makine Metal Eşya Sektörü'ne (XMESY) ilişkin olarak çekilen çarpanlarda ise aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi eliminasyon yapılmıştır.

<b>Tablo 41 Makina Metal Eşya Sektöründe (XMESY) Çarpan Analizi</b>						
<b>Firma Adları</b>	<b>Borsa Kodu</b>	<b>FD/FAVÖK</b>	<b>Pd/DD</b>	<b>F/K</b>	<b>FD/S</b>	
Alarko Carrier	ALCAR	22,39	5,55	23,61	2,25	
Arçelik	ARCLK	8,43	2,17	14,23	0,81	
Anadolu Isuzu	ASUZU	35,75	10,89	52,76	5,21	
Bosch Fren Sistemleri	BFREN	62,87	26,91	73,68	7,52	
BANTAŞ Ambalaj	BNTAS	5,73	1,40	5,48	1,06	
Ditaş Doğan	DITAS	15,13	8,36	27,18	2,09	
Ege Endüstri	EGEEN	13,67	6,39	9,59	5,05	
Emek Elektrik	EMKEL	5,31	1,40	29,66	0,79	
F-M İzmit Piston	FMIZP	32,25	32,74	22,46	7,85	
Formet Metal Ve Cam	FORMT	22,37	1,98	375,98	2,58	
Ford Otosan	FROTO	9,56	11,05	9,37	1,23	
Gersan Elektrik	GEREL	24,83	2,64	135,49	1,06	
İhlas Ev Aletleri	IHEVA	6,00	0,67	3,44	0,55	
İmaş Makina	IMASM	41,84	4,50	27,43	6,26	
Jantsa Jant Sanayi	JANTS	15,71	5,80	13,64	3,64	
Karsan Otomotiv	KARSN	25,47	6,99	108,67	4,01	
Katmerciler Ekipman	KATMR	9,87	1,36	0,00	3,22	
Klimasan Klima	KLMSN	6,83	1,41	0,00	1,11	
Makine Takım	MAKTK	13,54	3,69	20,39	4,59	
Otokar	OTKAR	12,88	8,93	9,41	2,55	
Parsan	PARSN	13,20	1,81	11,06	3,10	
Türk Prysmian Kablo	PRKAB	32,38	11,95	144,14	1,22	
Safkar Ege Soğutmacılık	SAFKR	8,51	1,85	11,26	1,48	
Say Yenilenebilir Enerji	SAYAS	11,69	7,75	12,55	2,73	
Silverline Endüstri	SILVR	11,07	17,26	233,25	0,83	
Tümosan Motor ve Traktör	TMSN	15,02	3,60	32,88	3,13	
Tofaş Oto. Fab.	TOASO	5,43	8,64	8,32	1,07	
Türk Traktör	TTRAK	6,62	8,98	8,08	0,96	
Ulusoy Elektrik	ULUSE	472,13	42,13	0,00	11,63	
Vestel Beyaz Eşya	VESBE	5,84	2,55	7,84	0,90	
Vestel	VESTL	3,27	0,77	3,66	0,52	
<b>Medyan</b>		<b>11,07</b>	<b>2,60</b>	<b>11,16</b>	<b>1,79</b>	

Kaynak : Finnet, 18.07.2022 tarihli piyasa kapanış verileri

Eliminasyon sonrası Makina Metal Eşya Sektörü (XMESY) için hesaplanan medyan

FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpan değerleri ile İmalat Sektöründeki FD/FAVÖK, FD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpan değerlerinin her bir çarpan için aritmetik ortalama değeri hesaplanmıştır.

Tablo 42		Yurtiçi Sektör Çarpanlar				
Sektörler	Kod	Eliminasyon Durumu	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
Makina Metal Eşya	XMESY	Eliminasyon Sonrası	11,07	2,60	11,16	1,79
		Eliminasyon Öncesi	17,79	7,74	11,29	1,98
İmalat	İMALAT		11,80	5,17	11,04	2,11
<b>Aritmetik Ortalama*</b>			<b>11,43</b>	<b>3,88</b>	<b>11,10</b>	<b>1,95</b>

Kaynak: Finnet, 18.07.2022 tarihli piyasa kapanış veriler

\*: Eliminasyon sonrası XMESY çarpanlarını kapsamaktadır

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

Tablo 43	Çarpan Analizinde Kullanılan Finansal Veriler	31.03.2022
(TL)		
Düzeltilmiş FAVÖK (Yıllıklandırılmış)*		36.373.895
Ar-Ge Teşvik Geliri (Yıllıklandırılmış)*		411.025
Net Finansal Borç		37.350.869
Net Satışlar (Yıllıklandırılmış)*		188.571.003
Özkaynaklar		101.295.290
Net Kar (Yıllıklandırılmış)*		37.752.759
Ödenmiş Sermaye		25.000.000

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

\*: 31.12.2021 tarihli Finansal Tablo değerlerinden 31.03.2021 tarihli Finansal Tablo değerlerinin düşülüp, 31.03.2022 tarihli Finansal Tablo değerlerinin eklenmesi suretiyle hesaplanmıştır.

18.07.2022 tarihli Borsa kapanışları üzerinden Finnet Veri Terminalinden çekilen FD/FAVÖK çarpanı ile 31.03.2022 tarihli gelir tablosunda büyük ölçüde ticari kur farkından oluşan “esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri” düşülüp Ar-Ge Teşvik Gelirleri eklenerek hesaplanan “düzeltilmiş” FAVÖK tutarının yıllıklandırılmış değerinin çarpımından elde edilen değerden, 31.03.2022 tarihli net finansal borç tutarı olan 37,4 Milyon TL düşülerek “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. 18.07.2022 tarihli Borsa kapanışları üzerinden Finnet Veri Terminalinden çekilen FD/S çarpanı ile yıllıklandırılmış Net Satış tutarının çarpımından elde edilen değerden 31.03.2022 tarihli net finansal borç tutarı düşülerek FD/Satışlar çarpanı üzerinden “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. Aynı şekilde elde edilen F/K çarpanı ile 31.03.2022 tarihli yıllıklandırılmış Net Kar tutarının çarpımı ile F/K üzerinden bir diğer hedef piyasa değeri hesaplanmış ve son olarak da PD/DD çarpanı ile 31.03.2022 tarihli bilançoda yer alan Özkaynak tutarı çarpılarak hedef özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Tüm bu işlemlerin ardından, FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpan ortalama değerlerine

de %25'er ağırlık verilerek Şirket için yurtiçi çarpanlar üzerinden ağırlık ortalama hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır. Söz konusu ağırlıklı ortalama özsermaye değerinin, Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle "Pay Başına Değer" hesaplanmıştır. Özetle, yurtiçi XMESY ve İMALAT Sektörlerinde, FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları kullanarak ulaşılan ortalama hedef piyasa değeri 380,2 Milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 15,21 TL olarak hesaplanmaktadır.

Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Özkaynak	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	11,43	36.373.895				37.350.869	25,0%	94.604.476
FD/S	1,95			188.571.003		37.350.869	25,0%	82.587.069
F/K	11,10		37.752.759				25,0%	104.735.429
PD/DD	3,88				101.295.290		25,0%	98.264.515
<b>İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri</b>								<b>380.191.489</b>
<b>İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Pay Değeri (TL)</b>								<b>15,21</b>

Kaynak : Finnet, Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

\*: Eliminasyon sonrası Metal Eşya Makina ve İmalat Sektör aritmetik ortalaması, 18.07.2022 tarihli piyasa kapanış verileri

### 8.3.3.2 Yurtdışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

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

Firma Adları	Ülkesi	Borsa Kodu	Faaliyetine İlişkin Açıklama
1. Qingdao Weflo Valve Co., Ltd.	Çin	002871 CH	Qingdao Weflo Valve Co., Ltd., endüstriyel pazarlar için vana ve yangın musluğu ürünleri tasarlar, üretir ve satar. Yangından korunma, kontrol, kapı, basınç ve hava tahliyesi, bilye, basınç düşürme, tapa, kanat, piston, küre, kelebek, balans ve ayak valflerinin yanı sıra süzgeçler, geri akış önleme cihazları ve kauçuk genleşme derzleri sunar.
2. SUFA Technology Industry Co., Ltd.	Çin	000777 CH	SUFA Technology Industry Co., Ltd. endüstriyel kullanımlar için çeşitli vanalar tasarlar, üretir ve pazarlar. Şirketin ürünleri arasında savak vanaları, stop vanaları, küresel vanalar, tapa vanaları ve diğer vanalar bulunur.
3.OEM International AB	İsveç	OEMB SS	OEM International AB, yan kuruluşlarıyla birlikte endüstriyel uygulamalar için ürünler ve sistemler sağlar. Şirket, elektrikli bileşenler, akış teknolojisi, motorlar, şanzımanlar ve frenler, bilyalı rulmanlar ve contalar, cihaz bileşenleri ve kurulum bileşenleri ile makine bileşenleri ve kablolar, motorlar ve basınç ve basınç alanlarında bir dizi endüstriyel otomasyon bileşeni sunmaktadır.
4. Sichuan Crun Group Co Ltd	Çin	002272 CH	Sichuan Crun Group Co Ltd, özel ekipman, genel makineler ve elektromekanik cihazlar gibi mekanik ekipmanların üretiminde uzmanlaşmıştır. Şirketin ürünleri, kazanlar ve basınçlı kaplar, yağlama hidrolik makineleri ve endüstriyel pompa ile elektrikli aletlerden oluşmaktadır.
5.HMS Networks AB	İsveç	HMS SS	HMS Networks AB, dünya çapında endüstriyel otomasyon için iletişim teknolojisi geliştirir, üretir ve pazarlar.

6. Bozhon Precision Industry Technology Co.,Ltd	Çin	688097 CH	BOZHON Precision Industry Technology Co., Ltd, endüstriyel otomasyon ekipmanı, otomatik üretim hattı, otomasyon düzeneği, akıllı depolama lojistiği, bilgi cihazları ve tüketici elektroniği, otomobil, yeni enerji ve diğer endüstriler için toplam sistem entegrasyonu için çözümler geliştirmektedir. Kaynak ekipmanı, dağıtım ekipmanı, hava sızdırmazlığı test ekipmanı, görsel lazer ölçüm ekipmanı, yüksek hızlı montaj ekipmanı, otomatik montaj ekipmanı, endüstriyel robot entegrasyonu ve yüksek hızlı montaj ve otomatik yükleme ve boşaltma ekipmanı dahil olmak üzere çözümler sunmaktadır.
7.Shenyang Blue Silver Industry	Çin	300293 CH	Shenyang Blue Silver Industry, özelleştirilmiş ve standart temizlik çözümleri, ekipman ve yedek parçalar, bakım ve onarım, yükseltmeler, teknik eğitim ve diğer yardımcı hizmetler sunmaktadır. Ayrıca, robotik teknoloji, güç sistemleri, sistem kontrolü ve akıllı şebekelerde yüksek gerilim ve alçak gerilim parçaları olarak kullanılan güç dağıtım sistemlerini de sunmaktadır.
8.Siasun Robot & Automation	Çin	300024 CH	Siasun Robot & Automation Co., Ltd., iştirakleri aracılığıyla endüstriyel robotlar, üretim ekipmanı sistemi, enerji ekipmanı sistemi ve toplu taşıma otomasyon sistemleri tasarlar, üretir ve satar.
9.Estun Automation Co Ltd	Çin	002747 CH	Estun Automation Co., Ltd. akıllı ekipman için kontrol parçaları üretir ve satar. Şirket, kesme makineleri, abkant presler, hidrolik presler ve boy kesme hatları için CNC sistemleri; elektro-hidrolik servo sistemler ve güvenlik abkant presleri için çözümler üretir. Ayrıca AC servo sürücüler ve motorlar, elektro hidrolik servo pompa sistemleri, hareket kontrol ürünleri ve dijital alan busları dahil olmak üzere AC servo ve hareket kontrol sistemleri sağlar. Şirket, lineer eksenli robotlardan oluşan endüstriyel robotlar; otomobil, beyaz eşya, asansör, enerji ve inşaat makineleri sektörleri için akıllı üretim sistemleri çözümleri de sunar.
10.Shenzhen Colibri Technologies Co. Ltd	Çin	002957 CH	Shenzhen Colibri Technologies Co., Ltd., güç otomasyon ekipmanı üretir ve satar. Şirket, otomatik test ve montaj ekipmanları, otomatik ekipman aksesuarları ve diğer ilgili ürünler üretmektedir.
11.Shanghai Kelai Mechatronics Engineering Co.,Ltd	Çin	603960 CH	Shanghai Kelai Mechatronics Engineering Co.,Ltd akıllı ekipman ve endüstriyel robot sistemlerinin araştırılması, geliştirilmesi, üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Otomotiv elektroniği ve iç mekanlarında ve diğer alanlarda kullanım için endüstriyel robot sistemleri ve esnek otomasyon ekipmanları sunar.
12. Jiangxi Haiyuan Composites Technology Co.,Ltd.	Çin	002529 CH	Jiangxi Haiyuan Composites Technology Co.,Ltd.. otomatik hidrolik presler üretir ve satar. Şirket, otomatik hidrolik otoklavlı tuğla presleri, otomatik hidrolik seramik karo presleri, otomatik hidrolik refrakter malzeme presleri ve diğer ürünleri üretmektedir. Şirket ayrıca gelişmiş malzemeler üretir ve satar. .
13.Suzhou Harmontronics Automation Technology Co., Ltd	Çin	688022 CH	Suzhou Harmontronics Automation Technology Co., Ltd, otomatik ekipman tasarlar ve satar. Şirket, uygun pim yerleştirme makineleri, oluşturma ve derecelendirme entegre makineleri, laminasyon makineleri ve diğer ilgili ürünleri geliştirmekte ve üretmektedir.
14.Yijiahe Technology Co., Ltd.	Çin	603666 CH	Yijiahe Technology Co., Ltd. akıllı robotlar üretmektedir. Şirket, enerji, sağlık ve imalat endüstrileri için akıllı robotlar araştırır, tasarlar, üretir ve satar. Şirket, ayrıca proje teklifi ve destek hizmetleri de sunmaktadır.
15.Guangdong Topstar Technology Co., Ltd	Çin	300607 CH	Guangdong Topstar Technology Co., Ltd., endüstriyel robotların araştırma ve geliştirme, üretim ve satışını yapmaktadır. Şirketin üretimini gerçekleştirdiği ürünler arasında, çok eklemlili robotlar, kartezyen koordinat robotları dahil olmak üzere endüstriyel robotlar ve otomasyon uygulama sistemleri, yeni enerji ve otomobil parçaları üretimi için endüstriyel robot otomasyon sistemleri yer almaktadır. Şirket ayrıca, enjeksiyon kalıplama makineleri, tücü bir arada makineler, kalıp sıcaklık kontrolörleri, dikey işleme merkezlerini ve delme ve kılavuz çekme merkezlerini içeren bilgisayarlı sayısal kontrol ürünleri de üretmektedir. Buna ek olarak, otomatik kontrol sistemlerinin yazılım ve donanım geliştirme işlemleri ile satışı da gerçekleştirilmektedir.
16.MH Robot & Automation Co., Ltd	Çin	301199 CH	MH Robot & Automation Co., Ltd. akıllı fabrikalar için anahtar teslim çözümler sunar. Şirket, robotlara ve nesnelere interneti teknolojisine dayalı akıllı ekipman sistemlerinin araştırma ve geliştirme, üretim, satış ve servisini yapmaktadır. Şirket, beyaz motor üretim hattının punta kaynağı ve lazer kaynağı, alüminyum gövdenin kaynaklanması ve diğer takım

			entegrasyonlarını sağlar ve endüstriyel robot teknolojisi uygulaması ve diğer entegrasyon daralmalarının yanı sıra otomobil ve parça üreticileri, tarım makineleri ve mühendislik makineleri üreticileri için ark kaynağı robotu, püskürtme robotu, taşıma ve paletleme robotu ve otomasyon kontrol sistemleri üretir.
17.Shenzhen Liande Automatic Equipment Co Ltd	Çin	300545 CH	Shenzhen Liande Automatic Equipment Co., Ltd. otomatik makineler üretmektedir. Şirket, düz ekran modülleri için çeşitli endüstriyel otomatik kurulum makineleri tasarlar, üretir ve satar.
18.Suzhou Secote Precision Electronic Co., Ltd.	Çin	603283 CH	Suzhou Secote Precision Electronic Co., Ltd. otomasyon çözümleri sunar. Şirket, otomasyon sistemi tasarımı, hassas işleme, montaj ve devreye alma, kurulum eğitimi ve diğer hizmetleri sunmaktadır. Şirket ayrıca teknik danışmanlık ve fizibilite çalışmaları hizmetleri vermektedir.
19.Hangzhou Kaierta Welding Robot Co Ltd	Çin	688255 CH	Hangzhou Kaierta Welding Robot Co Ltd ,Kaynak Robotu Co.,Ltd. endüstriyel robot ekipmanları üretir ve dağıtır. Şirket, ayrıca, kaynak robotları, robot özel kaynak ekipmanları, endüstriyel kaynak ekipmanları ve diğer ekipmanları üretmektedir.
20.Shanghai Tianyong Engineering Co ltd	Çin	603895 CH	Shanghai Tianyong Engineering Co., Ltd. motor ve şanzıman otomasyon montaj hatları, test sistemleri, güç aktarma sistemleri ve diğer otomasyon ürünlerini içeren otomatik montaj hatları tasarlar, üretir ve satar. Şirket ayrıca, akıllı otomatik üretim hatları ve otomasyon ekipmanlarının araştırma ve geliştirme, tasarım işleri ile de uğraşmaktadır.
21.Guangzhou Risong Intelligent Technology Holding Co Ltd	Çin	688090 CH	Guangzhou Risong Intelligent Technology Holding Co., Ltd. robot sistem entegrasyonu ve akıllı üretimle uğraşmaktadır. Şirket, endüstriyel robotlar, robotik akıllı cihazlar ve diğer ilgili uygulamalar üretir ve satar. Şirket, ayrıca, otomobil, elektronik, makine, gemi ve diğer sektörlerdeki müşterilere hizmet vermektedir.
22.Jiangsu Beiren Smart Manufacturing Technology Co Ltd	Çin	688218 CH	Jiangsu Beiren Smart Manufacturing Technology Co Ltd. otomasyon ekipmanları üretir ve satar. Şirket, ark kaynağı robotları, punta kaynak robotları, taşıma robotları ve diğer ürünleri geliştirmekte ve satmaktadır. Jiangsu Beiren Akıllı Üretim Teknolojisi, otomasyon ve akıllı sistem entegrasyon çözümleri ve ekipman montaj hizmetleri de sağlar.
23.Dalian Haosen Equipment Manufacturing Co., Ltd	Çin	688529 CH	Dalian Haosen Equipment Manufacturing Co., Ltd. fabrika otomasyon ekipmanları üretir ve dağıtır. Şirket, motor montaj hatları, şanzıman montaj hatları, yeni enerji sahası montaj hatları, kaynak hatları ve diğer ilgili ürünleri üretmektedir.
24.Efort Intelligent Equipment Co., Ltd.	Çin	688165 CH	Efort Intelligent Equipment Co., Ltd. robotlar üretmektedir. Şirket endüstriyel robot, püskürtme robotları ve diğer ekipmanları üretmektedir. Efort Intelligent Equipment, ürünlerini gıda, elektronik, beyaz eşya, seramik, otomobil ve diğer alanlarda tedarik etmektedir.
25. Zhejiang Linuo Fluid Control Technology Co., Ltd.	Çin	300838 CH	Zhejiang Linuo Fluid Control Technology Co., Ltd. endüstriyel kontrol valfleri tasarlar, üretir ve dağıtır. Şirket küresel vanalar, anahtar vanaları, kontrol vanaları, kelebek vanalar ve diğer ilgili ürünleri üretmektedir. Zhejiang Linuo sıvı kontrol Teknolojisi, ürünlerini ihraç etmektedir.
26.M+S Hydraulic AD	Bulgaristan	MSH BU	M+S Hydraulic AD hidrolik motorlar, direksiyon üniteleri, valfler, frenler ve aksesuarlar üretmektedir.
27. Wuxi Smart Auto-control Engineering Co.,Ltd.	Çin	002877 CH	Wuxi Smart Auto-control Engineering Co.,Ltd. vana ürünleri üretir ve satar. Wuxi Akıllı Otomatik Kontrol Mühendisliği ayrıca teknoloji geliştirme, teknoloji transferi işlerini de yürütür.
28.Hydraulic Elements & Systems AD	Bulgaristan	HES BU	Hydraulic Elements & Systems AD çok çeşitli hidrolik silindirler tasarlar, üretir ve servis eder.
29.JiangSu Changling Hydraulic Co., Ltd	Çin	605389 CH	JiangSu Changling Hydraulic Co., Ltd, makine hidrolik parçaları üretir ve satar. Şirket, hidrolik torna bağlantısı, hidrolik ayar silindiri, hidrolik valf ve diğer ilgili bileşenleri üretmektedir.
30.Bemco Hydraulics Limited	Hindistan	BMH IN	Bemco Hidrolik Limited, hidrolik presler ve kurtarma ekipmanları üretir ve tedarikini sağlar.
31.Przedsiębiorstwo Hydrauliki Silowej Hydrotor S.A. M	Polonya	HDR PW	Przedsiębiorstwo Hydrauliki Silowej Hydrotor S.A. M. endüstriyel ekipman üretmektedir. Şirket, yüksek basınç ve yağ pompaları, manuel ve elektrik kontrollü distribütörler, hidrolik jeneratörler, valfler, piston civataları ve akış ölçerler üretmektedir. Şirket, ayrıca hidrolik makineleri yeniler. Şirket, tarım, inşaat ve maden makineleri üreticilerine pazarlamaktadır.

32. Concentric AB	İsveç	COIC SS	Concentric AB, dünya çapında motor ve hidrolik uygulamalar için çözümler tasarlar, geliştirir, üretir ve tedarikini sağlar. Motor ürünleri, orta ve ağır dizel motorlar, şanzımanlar ve kompresörler için yağ, soğutma sıvısı ve yakıt transfer pompalarını içerir. Şirketin hidrolik ürünleri, pompalar, motorlar, güç paketleri ve mobil ekipman için akış bölücüler dahil olmak üzere dişi ürünlerinden oluşmaktadır. Ürünleri otomotiv, endüstriyel uygulamalar, inşaat ekipmanları ve tarım makineleri pazarlarında kullanılmaktadır.
33. Leader Harmonious Drive Systems Co., Ltd.	Çin	688017 CH	Leader Harmonious Drive Systems Co., Ltd. hassas iletim cihazlarının araştırılması, geliştirilmesi, tasarımı, üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Endüstriyel robotlar, servis robotları, CNC takım tezgahları, havacılık, tıbbi ekipman, yarı iletken üretim ekipmanları ve yeni enerji ekipmanları gibi üretim alanlarında kullanım için harmonik redüktörler, mekatronik aktüatörler ve hassas parçalar imal eder.
34. Tianjin Jieqiang Co. Ltd.	Çin	300875 CH	Tianjin Jieqiang Co. Ltd. hidrolik güç ekipmanı üretir ve satar. Şirket, hidrolik kontrol sistemleri, hidrolik pompalar, bağlantı boru hatları, hidrolik motorlar, basınç pompaları, oransal solenoid valfler, jeneratörler ve diğer ilgili ekipmanları üretmektedir.
35. Chongqing Chuanyi Automation Company Limited	Çin	603100 CH	Chongqing Chuanyi Automation Company Limited, endüstriyel tesisler ve mühendislik için otomatik kontrol sistemi sağlar. Şirketin ana ürünleri arasında akıllı aktüatör, akıllı vericiler, akıllı kontrol vanaları, akıllı akış ölçer, sıcaklık ölçerler, kontrol ekipmanları ve tesisatları ve analitik cihazlar yer almaktadır.
36. Wuxi Longsheng Technology Co., Ltd	Çin	300680 CH	Wuxi Longsheng Technology Co, Ltd valf ürünleri üretir ve dağıtır. Şirket dizel egzoz gazı devridaim, emme kapatma ve benzin egzoz gazı devridaim valfleri üretmektedir. Wuxi Longsheng Technology ayrıca soğutucular, sensörler, kontrolörler ve diğer ürünler de üretmektedir.
37. Shanxi Huaxiang Group Co., Ltd.	Çin	603112 CH	Shanxi Huaxiang Group Co., Ltd. makine parçaları üretir ve satar. Şirket, krank milleri, silindirler, pistonlar, flanşlar, akslar, braketler, yatak kapakları, baskı plakaları, bağlantı çubukları ve daha fazlasını üretmektedir. Şirket, ayrıca otomobil parçaları da üretir.
38. Zhejiang Chunhui Intelligent Control Co., Ltd.	Çin	300943 CH	Zhejiang Chunhui Intelligent Control Co., Ltd, endüstriyel akış kontrol ekipmanı üretmektedir. Şirket, emniyet valfleri, üç yollu valfler, enerji tasarruflu valfler ve diğer ürünlerin üretimini ve satışını yapmaktadır.
39. Shaoyang Victor Hydraulics Co.	Çin	301079 CH	Shaoyang Victor Hydraulics Co., Ltd. pompalar üretir ve satar. Şirket, dalgıç pompalar, hafif pistonlu pompalar, yüksek basınçlı küçük akışlı pompalar ve diğer ürünlerin imalatını gerçekleştirir.
40. Kirloskar Brothers Ltd.	Hindistan	KKB IN	Kirloskar Brothers Limited, güçle çalışan pompalar, valfler, beton karıştırıcılar, pulluklar, türbinler ve takım tezgahları üretmektedir. Grup, müşterilerine Hidrolik analiz için Sonlu Eleman Modelleme ve Hesaplamalı Akışkanlar Dinamiği paketleri sunmaktadır.

Kaynak : Bloomberg

Yurtdışı çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/S, PD/DD ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Piyasa değeri 500 Milyon ABD Dolarının üzerinde olan firmalar çarpan analizine dahil edilmezken, söz konusu çarpanların en yüksek değerleri ile 'sıfır' olanları belirlenerek eliminasyona tabi tutulmuştur. Bu şekilde, pazar yaklaşımının ihtiyatlılık ilkesi kuvvetlendirilmiştir.

Tüm bu işlemlerin ardından, FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpan ortalama değerlerine ağırlık verilerek Şirket için yurtdışı çarpanlar üzerinden ağırlık ortalama hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır. F/K çarpanı üzerinden hesaplanan ağırlıklandırılmamış Şirket değeri 1 milyar TL'nin üzerinde olduğu için yurtdışı çarpan analizine dahil edilmemiştir. FD/FAVÖK ve FD/S çarpanlarına %25'er, PD/DD çarpanına ise %50 oranında ağırlık verilerek ağırlıklı ortalama özsermaye değerine

ulaşmıştır. Ardından, bu yöntem ile hesaplanan hedef özsermaye değeri, Şirket'in halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle "Pay Başına Değer" hesaplanmıştır.

Tablo 46

Yurtdışı Çarpan Analizi

Benzer Firmalar	Piyasa Değeri*	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
Qingdao Weflo Valve Co., Ltd.	293,8	20,0	2,82	32,70	3,99
SUFA Technology Industry Co., Ltd.	644,3	83,1	2,63	39,32	3,11
OEM International AB	939,5	13,5	7,52	18,30	2,40
Sichuan Crun Group Co Ltd	378,3	25,7	1,74	56,03	1,96
HMS Networks AB	1.808,0	32,5	14,57	47,62	8,80
Bozhon Precision Industry	1.963,2	67,8	5,52	69,89	3,62
Shenyang Blue Silver Industry	417,8	0,0	5,83	0,00	2,7
Siasun Robot & Automation	2.241,4	0,0	3,68	0,00	4,85
Estun Automation Co Ltd	3.046,1	57,5	7,82	135,79	6,90
Shenzhen Colibri Technolog	964,9	17,1	2,60	378,86	2,95
Shanghai Kelai Mechatronic	884,6	132,3	6,11	216,54	10,92
Jiangxi Haiyuan Composites Technology Co.,Ltd.	711,4	32,9	6,39	0,00	17,24
Suzhou Harmontronics Automation Tech	1.015,8	23,4	7,32	111,93	9,44
Yijiahe Technology Co LTD	2.172,7	20,9	5,40	31,33	10,70
Guangdong Topstar Technology	821,2	63,1	2,46	191,40	1,67
MH Robot & Automation Co Ltd	613,0	42,9	2,38	42,95	5,07
Shenzhen Liande Automatic Equipment Co Ltd	449,9	65,2	2,11	97,83	3,63
Suzhou Secote Precision Electronic Co Ltd	530,7	21,4	2,57	19,16	1,77
Hangzhou Kaierda Welding Robot Co Ltd	360,0	47,4	2,17	32,25	5,57
Shanghai Tianyong Engineering Co Ltd	511,0	418,3	5,67	336,76	6,82
Guangzhou Risong Intelligent Technology Holding Co	338,4	46,4	2,39	69,77	2,13
Jiangsu Beiren Smart Manufacturing Technology Co	453,7	66,8	3,54	139,86	5,15
Dalian Haosen Equipment Manufacturing Co., Ltd	627,9	18,6	3,76	43,05	3,41
Efort Intelligent Equipment Co., Ltd.	741,3	0,0	2,66	0,00	4,11
Zhejiang Linuo Fluid Control Technology Co., Ltd.	307,7	23,1	2,42	23,31	2,74
M+S Hydraulic AD	180,4	12,5	4,83	30,04	3,14
Wuxi Smart Auto-control Engineering Co.,Ltd.	326,5	20,3	2,61	33,89	3,78
Hydraulic Elements & Systems AD	62,4	11,4	2,92	20,00	2,27
JiangSu Changling Hydraulic Co., Ltd	549,4	17,4	2,08	16,97	3,40
Bemco Hydraulics Limited	9,6	7,1	1,77	13,21	1,24
Przedsiębiorstwo Hydrauliki Silowej Hydrotor S.A. M	19,7	5,9	0,81	10,66	0,81
Concentric AB	710,6	13,4	4,22	18,43	2,82
Leader Harmonious Drive Systems Co., Ltd.	4.175,0	96,1	15,01	148,77	58,73
Tianjin Jieqiang Co. Ltd.	535,8	45,9	2,66	182,51	14,19
Chongqing Chuanyi Automation Company Limited p	1.055,6	14,5	2,17	14,38	1,12
Wuxi Longsheng Technology Co.,Ltd	774,9	22,2	5,62	49,56	5,65
Shanxi Huaxiang Group Co., Ltd.	1.089,8	11,2	3,18	20,18	2,14
Zhejiang Chunhui Intelligent Control Co., Ltd	470,6	35,5	3,70	45,89	5,16

Shaoyang Victor Hydraulics Co.	310,5	37,5	4,77	32,42	6,71
Kirloskar Brothers LTD	322,9	12,5	2,20	31,75	0,84
<b>Maksimum</b>	<b>4.175,0</b>	<b>418,33</b>	<b>15,01</b>	<b>378,86</b>	<b>58,73</b>
<b>Minimum</b>	<b>9,6</b>	<b>0,00</b>	<b>0,81</b>	<b>0,00</b>	<b>0,81</b>
<b>Medyan</b>	<b>314,0</b>	<b>19,99</b>	<b>2,42</b>	<b>30,90</b>	<b>2,94</b>

Kaynak : Bloomberg, 18.07.2022 Asya Piyasalarının kapanışı itibarıyla düzenlenmiştir

\*: Milyon ABD Doları

Sonuç olarak, yurtdışı benzer firmaların FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları kullanarak ulaşılan ortalama hedef piyasa değeri 424,3 Milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 16,97 TL olarak hesaplanmaktadır

Tablo 47

Yurtdışı Çarpan Analizi

Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Özkaynak	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	19,99	36.373.895				37.350.869	25,0%	172.440.823
FD/S	2,94			188.571.003		37.350.869	25,0%	129.261.970
F/K	30,90		37.752.759				0,00	0,00
PD/DD	2,42				101.295.290		50,0%	122.567.301
<b>İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri</b>								<b>424.270.094</b>
<b>İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Pay Değeri (TL)</b>								<b>16,97</b>

Kaynak : Bloomberg, AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

\*: 18.07.2022 Asya Piyasalarının kapanışı itibarıyla düzenlenmiştir

## 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, HKTM'nin gelecekteki gelirin tutarına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunmamasından dolayı Gelir Yaklaşımı kullanılmıştır. İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.1 maddesinde belirtilen nedenlerden ötürü Maliyet (Defter Değeri) Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır. Şirket ile Borsa İstanbul'da benzer faaliyetlere sahip firma bulunmadığından yurtiçi Makina ve Metal Eşya Sektörü ile İmalat Sanayi Sektörü piyasa çarpanları yöntemi ile Özsermaye Değer tespiti yapılmıştır. Öte yandan, yurtdışında Şirket'e önemli ölçüde benzerlik taşıyan şirketlerin aktif olarak organize piyasalarda işlem görmesi nedeniyle yurtdışı benzer şirket çarpanları da değerlendirme modelinde kullanılmıştır. Her iki yöntem de 8.3.3.1 ve 8.3.3.2 bölümlerinde belirtilen eliminasyon işlemlerine tabi tutulmuştur.

Bu şekilde, değerlendirme çalışmamızda indirgenmiş nakit akımı (İNA) yöntemini ve çarpan analiz yöntemlerini incelemiş bulunuyoruz. İNA yöntemine %70 ve piyasa çarpanları yöntemine %30 oranlarında ağırlık verdiğimiz değerlendirme çalışmasında 343.856.027 TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Söz konusu hedef piyasa



değerini, halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değerini 13,75 TL olarak hesaplamaktayız. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,00 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına 11,00 TL'lik halka arz fiyatına ulaşmaktayız.

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

**Tablo 48 Değerleme Sonucu**

	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
1.İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	318.838.271	70,0%	223.186.790
2.Piyasa Çarpan Analizi	402.230.792	30,0%	120.669.237
	<i>Yurtiçi</i>	<i>15,0%</i>	<i>57.028.723</i>
	<i>Yurtdışı</i>	<i>15,0%</i>	<i>63.640.514</i>
<b>Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri</b>			<b>343.856.027</b>
Çıkarılmış Sermaye			25.000.000
Pay Başına Değer			13,75
İskonto Oranı			20,00%
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri</b>			<b>275.084.822</b>
<b>İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>			<b>11,00</b>

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

	Çarpan Analizi	
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
Hisse Başına Defter Değeri (TL)	4,05	5,79
FD/Net Satışlar (x)	2,02	1,70
FD/FAVÖK (x)	7,59	6,39
F/K (x)	9,11	10,20
PD/DD (x)	3,39	1,90

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydanı Sk. Bosphor Plaza  
No: 10 Kat: 10 Maslak - Beşiktaş / İstanbul  
Tic. Sic. No: 278100 / Mersis No: 388 004 3521 Tic. Sic. No: 278100  
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, 19.07.2022

#### 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 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.

Saygılarımızla,

#### A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Meydan Sk. Beybi Giz Plaza  
No:1 K:2 D: 5-F Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak V.D.: 387 004 3521 Tic Sic.No:270187  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 0388004352100015

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, 19.07.2022

### 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,

### A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



A1 CAPITAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Beybi Giz Plaza Meydan Sok. Beybi Giz Plaza  
No 1 Kat:2 D: 5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL  
Maslak YOLU: 388 004 3521 Tic Sic No: 277488  
www.a1capital.com.tr  
Mersis No: 03880043520000000000

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.  
Meydan Sk. Beybi Giz Plaza  
No: 2 D: 9 Kat Kat: 9 Kat No: 9 Kat  
İstanbul - 338 004 3521 Tic Sic No: 270185  
www.a1capital.com.tr  
Meris No: 0386004352100015