

MAYA MEDYA HİZMETLERİ VE İLETİŞİM DANIŞMANLIK A.Ş.
DEĞERLEME RAPORU

28 Şubat 2021
İstanbul

**PC İLETİŞİM VE MEDYA
HİZMETLERİ SAN. TİC. A.Ş.**
Barbaros Mah. Ahlat Sk. Varyap Meridien Sitesi E Blok Kat:35 Atasehir – İSTANBUL
Maden Sah. Sk. Koca İş Merkezi Kat: 3
No:14 K: 4-10 34349 Beşiktaş / İstanbul
Bogaziçi Kurumlar V.D. : 230357134
Ticaret Sicil No: 276932

İÇİNDEKİLER

1. HİZMET BİLGİLERİ	1
1.1. Rapor Bilgileri	1
1.2. Müşteriye Ait Bilgiler	1
1.3. Değerlemeye Konu Şirket Hakkında Bilgiler	1
1.4. Danışman Şirkete Ait Bilgiler	1
1.5. Raporu Hazırlayan Uzmanlar	1
1.6. Raporun Hazırlanmasında Dikkate Alınan Hukuk ve Etik Kuralları	2
1.6.1. Ahlakî İlkeler	2
1.6.2. Yetkinlik	3
1.6.3. Talimatların Kabulü	3
1.6.4. Dışarıdan Yardım	3
1.6.5. Verimlilik ve Titizlik	3
1.7. Varsayımlar ve Kısıtlayıcı Koşullar	4
2. ŞİRKET PROFİLİ	5
2.1. Genel Bilgiler	5
2.2. Ortaklık Yapısı	5
2.3. Yönetim Kurulu / Üst Yönetim	5
2.4. Şirketin Temsil ve İlzamına Yetkili Olanlar	5
3. FAALİYET BİLGİLERİ	5
4. YÖNETİM KALİTESİ VE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI	6
4.1. Yönetim Ve Organizasyon	6
4.2. Menfaat Sahipleri	6
5. MALİ KONTROL VE RAPORLAMA	6
5.1. Muhasebe Düzeni	6
5.2. Kontrol & Denetim	6
5.3. Plan & Bütçe	6
5.4. Raporlama	6
6. EKONOMİ VE SEKTÖR ANALİZİ	6
6.1. Küresel Ekonomiye İlişkin Değerlendirmeler	6
6.2. Türkiye Ekonomisi	8
6.2.1. Harcamalar Yöntemine Göre Dönemsel Gayrisafi Yurtiçi Hasılat	8
6.2.2. Büyüme Oranı	8
6.2.3. Yıllar İtibariyle Döviz Kurları	9
6.2.4. Yıllar İtibariyle Üretici ve Tüketici Fiyatları Artış Oranları	9
6.2.5. İsgücü ve İstihdam	9
6.2.6. Sanayi Endeksi ve Sanayi Üretimi	10
6.2.7. Tüketici Güven Endeksi	10
6.2.8. Konut Satışları	10
6.2.9. Dış Ticaret Verileri	11
6.2.10. Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi	11
6.2.11. Türkiye Ekonomisine İlişkin 2020-2023 Dönemi Hedefleri	11
6.3. Sektörel Bilgi	12
6.3.1. Küresel Toplam Medya Yatırımları	12
6.3.2. Türkiye'de Medya Ve Reklam Yatırımları	12
7. FİNANSAL VE MALİ ANALİZ	16
7.1. Şirketin UFRS Kapsamında Hazırlanmış Olan Finansal Durum Tabloları	16
7.2. Şirketin UFRS Kapsamında Hazırlanmış Olan Gelir Tabloları	17
7.3. Finansal Tabloların Dayanağı	17
8. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI	18
8.1. Aktif Bazlı Yaklaşım	18
8.2. Karşılaştırmalı (Göreceli) Yaklaşım	18
8.3. Gelire Dayalı Yaklaşım	18
9. DEĞER ANALİZLERİ	18
9.1. Aktif Bazlı Yaklaşım: Düzeltilmiş Defter Değeri Veya Düzeltilmiş Net Aktif Değer	19
9.2. Piyasa Bazlı Yaklaşım: Emsal veya Çarpanlar ile Değerleme	19
9.2.1. Karşılaştırılabilir Şirketler	20
9.2.2. Karşılaştırılacak Endeks Oranları	20
9.2.3. Endekslerin Geometrik Ortalaması Esas Alınarak Piyasa Çarpanlarıyla Ulaşılan Değer	20
9.3. İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi (İNA)	21
9.3.1. Genel Varsayımlar	22
9.3.1.1. Projeksiyonda Kullanılan Para Birimi	22
9.3.1.2. İskonto Oranı	22
9.3.1.3. Gelir ve Giderler	24
9.3.1.4. Vergi	25
9.3.1.5. İşletme Sermayesi	25
9.3.2. Gelir Tablosu Projeksiyonları	26
9.3.3. Nakit Akış Tablosu Projeksiyonları	27
9.3.4. Şirketin Süregelen Değeri ile Özsermayesinin Pazar Değeri	28
10. SONUÇ	29

1. HİZMET BİLGİLERİ

1.1. Rapor Bilgileri:

Dayanak Sözleşme: 27.01.2021

Değerlendirme Tarihi: 27.01.2021 - 28.02.2021

Rapor Tarihi: 28.02.2021

Rapor No: BMD-2020-02-28-AT

Raporun Konusu/Kapsamı: İşbu raporun amacı, Şirketin değerinin, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılarak belirlenmesidir. Bu nedenle bu çalışma, belli bir satış ya da alım önerisinde bulunmayı değil, karar alıcılara yardımcı olacak bilgileri sağlamayı amaçlamaktadır. Müşteri tarafından herhangi bir özel koşul/sınırlama belirtilmemiştir.

1.2. Müşteriye Ait Bilgiler

Unvanı: İlbak Holding A.Ş.

Adresi: İlbak Holding Morbasan Sokak Koza İş Merkezi C Blok No:12 Beşiktaş / İSTANBUL

Mali İşlerden Sorumlu Yönetim Kurulu Üyesi: Selçuk Salman – 0532 2552660

Muhasebe Direktörü: Pınar Alparslan – 0530 9403813

1.3. Değerlemeye Konu Şirket Hakkında Bilgiler

Unvanı: Maya Medya Hizmetleri Ve İletişim Danışmanlık A.Ş.

Adresi: Morbasan Sokak Koza İş Merkezi C Blok No:14 Kat 1 Beşiktaş / İSTANBUL

1.4. Danışman Şirkete Ait Bilgiler:

Unvanı: BM Bağımsız Denetim A.Ş.

Adresi: Barbaros Mh. Ahlat Sk. Varyap Meridian Sitesi E Blok Kat:35 Ataşehir / İSTANBUL

Telefon: (0216) 688 7121

Sahip Olduğu Lisanslar:

- Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK) tarafından verilmiş olan “Bağımsız Denetim Yetki Belgesi (KAYİK Dahil)”
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından verilmiş olan Bağımsız Denetim Yetki Belgesi

1.5. Raporu Hazırlayan Uzmanlar

Raporu Hazırlayan: İrfan ÖZSOY
Sorumlu Ortak Başdenetçi

Danışman : Doç. Dr. Mehmet KOÇ
Ortak Başdenetçi

PC İLETİŞİM VE MEDYA
HİZMETLERİ GAN. TİC. A.Ş.
Balmuklu Mah. Barbaros Bulvarı
Morbasan Sk./Koza İş Merkezi C Blok
No:14 Kat: 9-10 34349 Beşiktaş / İST.
Boğaziçi Kurumlar V.D.:7230397182
Ticaret Sicil No: 716963

1.6. Raporun Hazırlanmasında Dikkate Alınan Hukuk ve Etik Kuralları

Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun değerleme işlemlerinin temeli, değerleme işlemlerinin, peşin hüküm ve bencillikten uzak, raporları açık ve anlaşılabilir, yanlış yönlendirmelere yol açmayan, değerleme anlayışına temel teşkil eden tüm konular hakkında yeterli açıklamalara yer veren, dürüst ve ehil profesyonel değerleme uzmanları tarafından yapılmasıdır.

Değerleme Uzmanları, değerleme mesleğine olan kamu güvenini sürekli olarak arttırmak ve korumak durumundadırlar.

Değerleme Uzmanları, yasalar ve diğer hukuksal düzenlemeler uyarınca, müşteriler, gelecekteki kullanıcılar, ulusal kurum veya kuruluşların talebi üzerine veya kendi seçimleri ile Uluslararası Değerleme Standartlarına uyarlar.

Değerleme faaliyetlerini Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yürüten bir Değerleme Uzmanı bu davranış kurallarına uymakla mükelleftir.

Bu kurallar yasaların üzerinde olmadığı gibi, Değerleme Uzmanının çalışmalarının gözetim ve denetimini üstlenen ulusal kurum veya kuruluşların kuralları, tüzükleri ve yönetmeliklerini tamamlamaktan başka bir maksadı yoktur.

Bu standartlara göre hazırlanmış değerlemeler, ancak değerlemede kalite, ehliyet, deneyim, ahlaka uygunluk ve aleniyet kurallarını uygulatan genel kabul gören ulusal meslek örgütlerinin eğitilmiş uzman üyeleri tarafından hazırlandıkları takdirde nihai kullanıcı nezdinde kabul görür.

1.6.1. Ahlaki İlkeler

Şirketimiz, değerleme çalışmalarını yaparken her durumda dürüst ve doğru davranmakta olup, çalışmaların müşterilere, topluma, mesleklerine ve ulusal profesyonel değerleme kuruluşlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmesi sağlanmaktadır.

1.6.1.1. Dürüstlük

Yapılan Değerleme çalışmalarında;

- Yanıltıcı ve aldatıcı davranışlarda bulunulmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Hukuka uygun davranılmış ve görev üstlenilen ülkenin yasalarına ve yönetmeliklerine riayet edilmiştir.
- Söz konusu değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme Uzmanı olarak göreve yardımcı olan personelin veya emir altında çalışanların bu davranış kurallarına bağlı olmaları temin edilmiştir.

1.6.1.2. Çıkar Çatışmaları

- Şirketimizin, ilgili tarafların yazılı izni olmaksızın aynı konuda birden fazla tarafın işini yapması söz konusu değildir.
- Şirketimiz müşterileri ile diğer müşterileri, kendisi, çalıştığı firma, akrabaları, arkadaşları veya iştiraklerinin çıkarları arasında bir görev çatışması oluşmaması için gerekli tüm makul önlemleri almaktadır.

1.6.1.3. Gizlilik

- Şirketimiz, müşterilerinin işlerini daima büyük bir gizlilik içinde, basiretli ve dikkatli bir şekilde yürütmektedir.
- Şirketimiz müşterisinden aldığı gerçeklere dayanan hassas verileri, müşterisi için hazırlamış olduğu rapor sonuçlarını, üyesi bulunduğu tanınmış bir profesyonel değerleme kuruluşundaki belirli hukuki takiplerde olduğu gibi kendisinden yasal olarak açıklama yapması talep edilen haller hariç, müşteri tarafından özel olarak yetkili kılınmış kişiler dışında kimseye açıklayamaz, Şirket tarafından kendisine temin edilen bilgileri başkalarıyla paylaşamaz,

1.6.1.4. Tarafsızlık

- Denetim Şirketimiz, görevini mutlak bir bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarlarını gözetmeksizin yerine getirmektedir.
- Denetim Şirketimiz önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemektedir.
- Görevle ilgili ücretler bir değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme raporunun ücreti raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Denetim Şirketimiz müşteri veya başkaları tarafından sağlanan, ancak yeterli nitelikleri taşımayan veya bağımsız bir kaynak tarafından doğrulanmayan önemli bilgilere güvenmemektedir.
- Denetim Şirketimiz makul bir süre içerisinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor isteyen görevleri kabul etmemektedir.
- Denetim Şirketimiz, herhangi bir peşin hüküm içeren mesnetsiz sonuçlara veya değeri korumak yahut maksimize etmek için böyle bir peşin hükmün gerekli olduğu düşüncesini yansıtan rapor sonuçlarına dayanmamakta ve bunları kullanmamaktadır.
- Denetim Şirketimiz, başka bir Değerleme Uzmanının raporunu incelerken, tarafsız bir düşünce sergilemekte ve raporun sonuçlarına neden katılıp neden katılmadığını, gerekçeleri ile birlikte belirtmektedir.

1.6.2. Yetkinlik

Denetim Şirketimiz, üstlendiği görevi genel kabul görmüş profesyonel standartlara uygun olarak yerine getirmek için gerekli bilgi, beceri ve deneyime sahiptir.

1.6.3. Talimatların Kabulü

Denetim Şirketimiz, herhangi bir görevi kabul etmeden veya bir görevi yerine getirmek için yazılı veya sözlü anlaşmaya varmadan önce mevcut problemleri tam olarak saptamakta, yeterli bilgi ve deneyime sahip olduğundan emin olmaktadır.

1.6.4. Dışarıdan Yardım

- Denetim Şirketimiz, kendi bilgi ve deneyimini tamamlamak için ihtiyaç duyduğu dış yardım hizmetleri alırken, önce kendisine bu yardımı verecek kişilerin gerekli beceriye ve ahlaki ilkelere sahip olup olmadığını belirlemektedir.
- Denetim Şirketimiz, bu Raporda belirtilenlerin haricinde bu raporun hazırlanmasında mesleki dış yardım hizmeti almamıştır.

1.6.5. Verimlilik ve Titizlik

- Denetim Şirketimiz, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket etmekte, değerlendirme sürecinde müşteriye sürekli bilgi vermektedir.
- Şartların, işin yeterli özen ve dikkatle araştırma yapılmak suretiyle kaliteli bir şekilde yapılmasını ve makul bir sürede bitirilmesini engellediği durumlarda talimatları geri çevirmektedir.
- Değerlemenin raporlanmasından önce, yanlış yorumlamalardan kaçınmak için müşteriden yazılı talimatlar almakta ve/veya bu talimatlar Denetim Şirketimiz, tarafından yazılı olarak yeterli ayrıntıları içerecek şekilde teyit edilmektedir.
- Denetim Şirketimiz, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır.
- Denetim Şirketimiz, her görev için, tamamlanmasını takiben, bütün yazılı raporların, yapılan yazışmaların, tutulan notların, bunlara ek olarak Değerleme Uzmanının objektif karşılaştırma ve hesaplama yoluyla yaptığı araştırmalar sonucu ulaştığı görüşlerini kanıtlayan dosya notlarının kâğıt üzerinde veya elektronik formdaki gerçek kopyalarını içeren bir çalışma dosyası hazırlamaktadır.

1.7. Varsayımlar ve Kısıtlayıcı Koşullar

- Maya Medya Hizmetleri ve İletişim Danışmanlığı Anonim Şirketi'nin Pazar Değeri'nin tespit edilmesi amacıyla hazırlanmış olan işbu Raporumuzun etkin değerlendirme tarihi 31 Aralık 2020'dir. Piyasa koşulları ve değerlendirme konusu işletmeye özgü hususlar zaman içinde değişebildiğinden ulaşılan değer sadece etkin değerlendirme tarihindeki Pazar Değerini yansıtmaktadır. Bu nedenle hesaplanan değer etkin değerlendirme tarihinden önceki veya sonraki bir tarih için uygun olmayabilir. BM Bağımsız Denetim A.Ş. olarak Rapor tarihinden sonra piyasa şartlarında veya işletmeye özgü hususlarda meydana gelen değişiklikler nedeniyle Raporumuzun revize edilmesine dönük hiçbir yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- Raporda kullanılan projeksiyon ve varsayımların önemli bir kısmı Şirket yönetiminin geleceğe yönelik beklenti ve tahminlerini yansıtmaktadır. Değerleme çalışmalarında kullanılan mali tahminlerin, Şirket yönetimi tarafından, firmanın gelecek mali performansını en iyi şekilde yansıttığı varsayılmıştır.
- Çalışmamızın sonuçları ve doğruluğu Şirket Yönetimi tarafından verilen bilgilerin tamlığına, doğruluğuna ve yapılan tahminlerin gerçekleşmesine bağlıdır. Projeksiyonlara dayanak olan beklenti ve tahminlerin gerçekleşmemesi halinde projeksiyonlarda öngörülen sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabilecektir. Bu nedenle Raporumuz, projeksiyonların gerçekleşebilirlikleri veya bu projeksiyonlara dayanak olan hususlar konusunda güvence teşkil etmemekte olup, değerlendirme sonucunun varsayımlar ile birlikte dikkate alınması gerekmektedir. Şirket yönetiminin tahminleri doğrultusunda hazırlanan Projeksiyonlar ve kullanılan varsayımlar Şirket Yönetimi tarafından onaylanmıştır.
- Rapor; Şirketin başlıca ticari faaliyetlerini, Şirket yönetiminin projeksiyonlarını ve bütçelerini, gelir bazlı (indirgenmiş nakit akımı), piyasa bazlı (çarpan analizi) ve aktif bazlı (düzeltilmiş net aktif değer) değerlendirme yaklaşımları kullanılarak hesaplanan değerini içermektedir. Şirket yönetiminin 2021-2030 yılları arasında gelir ve giderlerine ilişkin projeksiyonlar, Şirket yönetiminin beyanlarından ve varsayımlarından yola çıkarak hazırlanmış olup, projeksiyonların geleceğe yönelik tahmini değerler olması nedeniyle bu raporun geçerli kalmayabilecek varsayımlar üzerine kurulduğunu önemle belirtmek gerekir.
- Rapor, Şirket yönetiminin temin ettiği bilgiler, Şirketin daha önce bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları doğrultusunda ve kamuya açık bilgiler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Geçmiş dönemlere ilişkin olup, Şirket yönetimi tarafından temin edilen ve bağımsız denetim kuruluşları tarafından onaylandığı anlaşılan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler, tarafımızca ayrıca denetime tabi tutulmamıştır. Dolayısıyla, şirket yönetimi tarafından sunulan ve bağımsız denetimden geçtiği belirtilen geçmiş dönemlere ilişkin mali tablolar ve finansal verilerin doğru olduğu varsayılmış olup Şirket'in varlık, yükümlülük, gelir ve giderleri, bilanço dışı yükümlülükleri ile Şirket'in taraf olduğu hukuki uyuşmazlıklar vb. hususlar konusunda ayrıca bir araştırma yapılmamıştır. Raporda kullanılan halka açık bilgiler ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (TCMB), Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), Borsa İstanbul A.Ş. (BİAŞ) ve saygın diğer kurumlardan derlenmiş bilgiler olup Raporun ilgili bölümlerinde referans gösterilerek kullanılmıştır.
- Şirketin olası doğrudan ve dolaylı iştirak ve bağlı ortaklıkları ile faaliyet dışı gayrimenkulleri bu çalışmada dikkate alınmamıştır.
- Rapordaki analizler ve sonuçlar, raporda belirtilen varsayımların ve koşulların gerçekleşmesine bağlı olup, hesaplanan değerler, değerlemeye konu şirkete üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek fiyat teklifleriyle alakalı bir öneri veya tavsiye niteliğinde değildir. Üçüncü tarafların ve/veya potansiyel yatırımcıların risk kriterleri, yatırım ve stratejik hedefleri, ekonomik beklentileri, ticari ve operasyonel sinerjileri, fiyat tekliflerini etkileyecek ve yatırımcıya özel alım motivasyonu doğrultusunda farklılık gösterebilecektir.
- Önceden bir anlaşma yapılmış olması durumu hariç, BM Bağımsız Denetim A.Ş.'nin değerlendirme çalışmasında görev almış olsun veya olmasın tüm personelinin, ortaklarının ve yasal temsilcilerinin bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya yasal takipte tanıklık yapmaları veya danışmanlık yapmaları istenemez.

Raporumuz Şirket yönetiminin kullanımına dönük hazırlanmış olup yazılı izniniz olmadan çoğaltılamaz, dağıtılamaz içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz. Aksi belirtilmediği sürece BM Bağımsız Denetim A.Ş., Raporun ve/veya yazışmaların, hitap ettiği kişiler dışında diğer üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir.

Rapora dayanak oluşturan bilgi ve belgelerden Raporun ekinde sunulanlar, Raporun ayrılmaz bir parçasıdır.

2. ŞİRKET PROFİLİ

2.1. Genel Bilgiler

6.05.2006 tarihinde İstanbul'da kurulmuş olan Maya Medya Hizmetleri Ve İletişim Danışmanlığı A.Ş., İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü'ne 588947 sicil numarası ile kayıtlı olup, Balmumcu Mah. Morbasan Sokak Koza İş Merkezi Sit. C Blok Apt. No:14/1 Beşiktaş İstanbul adresinde faaliyet göstermektedir.

2.2. Ortaklık Yapısı

Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla sermayesi ve ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

ORTAKLAR	Hisse Tutarı(TL)	Hisse Oranı
Ünal Kavrazlı	250.000	50%
Mekanik Medya ve İletişim Yayıncılık Tic. A.Ş.	250.000	50%
Toplam	500.000	100%

2.3. Yönetim Kurulu / Üst Yönetim

Adı-Soyadı	Unvanı	Görev Süresi
Ünal KAVRAZLI	Yönetim Kurulu Başkanı	20.12.2022 tarihine kadar
Burak Kaan BÜLBÜLOĞLU	Yönetim Kurulu Bşk. V.	20.12.2022 tarihine kadar
Pınar ALPARSLAN	Yönetim Kurulu Üyesi	20.12.2022 tarihine kadar
Nurdan DEMİR	Yönetim Kurulu Üyesi	20.12.2022 tarihine kadar

2.4. Şirketin Temsil ve İlzamına Yetkili Olanlar

Adı-Soyadı	Görev Süresi	Temsil Şekli
Ünal KAVRAZLI	20.12.2022 tarihine kadar	Burak Kaan BÜLBÜLOĞLU ve Nurdan DEMİR'den herhangi birisiyle müştereken
Burak Kaan BÜLBÜLOĞLU	20.12.2022 tarihine kadar	Nurdan DEMİR ve Ünal KAVRAZLI'dan herhangi birisiyle müştereken
Nurdan DEMİR	20.12.2022 tarihine kadar	Burak Kaan BÜLBÜLOĞLU ve Ünal KAVRAZLI'dan herhangi birisiyle müştereken
Pınar ALPARSLAN	20.12.2022 tarihine kadar	

3. FAALİYET BİLGİLERİ

Şirket'in faaliyet amaç ve konusu; esas sözleşmesinde;

- reklam yayın tanıtım ve hizmet sektörlerini ilgilendiren tüm konularda araştırma planlama deney test ve anket uygulaması yapmak ve yaptırmak,
 - ekonomik ticari kültürel yaşama ait her türlü araştırma etüd test ve raporlama faaliyetlerinde bulunmak,
 - toplu medya öğreten kişi ve kuruluşlardan medya satın almak ve bunları uygun bulduğu kişi kuruluş ve müesseselere satmak,
 - tüketici davranışları eğilimleri tercihleri üzerine her türlü araştırma anket mülakat ve görüşmeler yapmak saptamalarda bulunmak eğilimleri belirlemek,
 - işletmelerin iç örgütlenmesi veya ticari bir sektörü ilgilendiren tüm konularda araştırma yapmak ve danışmanlık hizmetleri sunmak,
 - elde edilen sonuç ve bulguları çeşitli medyalar yoluyla açıklamak sunmak ve kullanıma arz etmek,
 - her türlü medya hizmetleri ile ilgili olarak iletişim danışmanlığı yapmak
- olarak belirtilmiştir.¹

¹ 23.05.2006 tarihli, 6561 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi, s.329-330, https://ticaretsicil.gov.tr/tmp_gazete/e2b4d027-bdc6-11e9-899e-54171cd56113.pdf

4. YÖNETİM KALİTESİ VE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

4.1. Yönetim Ve Organizasyon

Şirket ortaklarının, şirket faaliyetlerinde aktif görev üstlendikleri, yönetim yapısının mesleki tecrübeye sahip ve bütünleyici çalışma içerisinde oldukları gözlenmiştir.

4.2. Menfaat Sahipleri

Faaliyetle ilgisi olan çalışanlar, müşteriler, çözüm ortakları ve çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya diğer menfaat grupları ile sorumluluğunun bilincinde ve uyum içerisinde.

5. MALİ KONTROL VE RAPORLAMA

5.1. Muhasebe Düzeni

Şirketin muhasebe ve ilgili yasal uygulamaları SMMM ve muhasebe bölümü tarafından gerçekleştirilmektedir.

5.2. Kontrol & Denetim

Bağımsız Denetim ve YMM hizmetleri alınmaktadır.

5.3. Plan & Bütçe

Aylık ve Yıllık olarak planlama ve tahmini bütçe çalışmaları yapılmaktadır. Dönem içerisinde yapılan planlamanın ve bütçe hesaplarının tutarlılığı kontrolü sağlanmaktadır.

5.4. Raporlama

Aylık gelir ve giderlerin karşılaştırıldığı Kar zarar hesapları muhasebe departmanında hazırlanmaktadır.

6. EKONOMİ VE SEKTÖR ANALİZİ

6.1. Küresel Ekonomiye İlişkin Değerlendirmeler

Alınan önlemlere karşı koronavirus vaka sayısı artmaya devam etmektedir. Dünya Sağlık Örgütü'nce açıklanan doğrulanmış COVID-19 vakaları ile COVID-19 kaynaklı ölümlerin sayısı aşağıda tabloda gösterilmiştir:²

Dünya Sağlık Örgütü Bölgesi	Son 7 Gündeki Yeni Vakalar	Artış (%)	Toplam Vakalar	Artış (%)	Son 7 Gündeki Yeni Ölüm	Artış %	Toplam Ölüm	Artış %
Amerika	1.306.017	%34	55.243.776	%44	32.176	%50	1.331.419	%48
Avrupa	1.641.672	%43	44.191.579	%35	23.778	%37	954.829	%34
Güneydoğu Asya	437.060	%11	14.619.886	%12	2.947	%5	217.737	%8
Doğu Akdeniz	270.884	%7	7.395.085	%6	3.428	%5	156.891	%6
Afrika	62.286	%2	3.061.438	%2	1.340	%2	77.446	%3
Batı Pasifik	84.395	%2	1.859.933	%1	518	%1	31.361	%1
Küresel Toplam	3.802.314	%100	126.372.442	%100	64.187	%100	2.769.696	%100

IMF, 2020 yılı için küresel daralma tahmininin, yılın ikinci yarısında küresel ekonomik aktivitede beklentilerden daha olumlu bir canlanma sürecinin gerçekleşmesi nedeniyle %4,4'ten %3,5'e revize etmiş, 2021 büyüme tahminini 0,8 puan artırarak %6,0'a, 2022 yılı için büyüme tahminini ise 0,2 puan artırarak %4,4'e çıkarmıştır.³

Covid-19 salgınının neden olduğu durgunluğun 2008 küresel mali krizinden daha küçük izler bırakmasının muhtemel olduğuna değinilen raporda, gelişen ekonomiler ile düşük gelirli gelişmekte olan ülkelerin daha çok etkilendiği ve önemli orta vadeli zararlar yaşamalarının beklendiği kaydedilmiştir. Ayrıca, küresel ticaret hacminin 2020'de %9,6 daraldıktan sonra, 2021 yılında %8,1 büyümesinin beklendiği ifade edilmiştir.

² Dünya Sağlık Örgütü, Yeni Koronavirus (Covid-19) Haftalık Durum Raporu, Yayın Tarihi: 30 Mart 2021, <https://www.seyahatsagligi.gov.tr/Site/HaberDetay/3549>

³ IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Raporu, Yayın Tarihi: 06.04.2021, <https://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/imf-2021-kuresel-ekonomik-buyume-tahminini-yuzde-6ya-cikardi/2199895>

Sözü edilen IMF raporunda, bazı ülkelere yönelik yeni büyüme tahminleri de paylaşılmıştır. Buna göre,

- ABD ekonomisinin 2021 yılına ilişkin büyüme beklentisi yüzde 3,1'den yüzde 6,4'e yükseltilmiş, ülke ekonomisinin 2022'de ise yüzde 3,5 büyüyeceği öngörülmüştür. Daha önce 2020'de yüzde 4,3 küçülmesi beklenen ABD ekonomisinin, geçen yıl yüzde 3,5 daraldığı tahmin edilmiştir.
- Avro Bölgesi ekonomisinin ise 2021 yılına ilişkin büyüme tahmini yüzde 4,2'den yüzde 4,4'e çıkarılmıştır. Avro Bölgesi ekonomisinin 2022'de yüzde 3,8 büyüyeceği tahmin edilmiştir. Daha önce 2020 yılında yüzde 8,3 küçüleceği öngörülen bölge ekonomisinin, 2020'de yüzde 6,6 daraldığı tahminine yer verilmiştir.
- Avrupa'nın önde gelen ekonomilerinden Almanya'nın 2021 yılına ilişkin büyüme tahmini yüzde 3,5'den yüzde 3,6'ya, Fransa'nın yüzde 5,5'tan yüzde 5,8'e, İtalya'nın yüzde 3'ten yüzde 4,2'ye ve İspanya'nın yüzde 5,9'dan yüzde 6,4'e yükseltilmiştir. 2022 yılında ise Almanya ekonomisinin 2022'de yüzde 3,4 büyüyeceği öngörülürken, Fransa'nın yüzde 4,2, İtalya'nın yüzde 3,6 ve İspanya'nın yüzde 4,7 büyüyeceği tahmin edilmiştir.
- İngiltere için 2021 yılı büyüme tahmini yüzde 4,5'ten yüzde 5,3'e çıkarılırken, 2022'de ülkenin yüzde 5,1 büyüyeceği tahmin edilmiştir.
- Japonya ekonomisinin 2020 yılına ait büyüme tahmini yüzde 2,3'ten yüzde 3,3'e yükseltilirken, Kanada ekonomisinin yüzde 3,6'dan yüzde 5'e yükseltilmiştir. Japonya ve Kanada ekonomilerinin 2022'de ise sırasıyla yüzde 2,5 ve yüzde 4,7 büyüyeceği öngörülmüştür.
- Söz konusu revizyonlarla gelişmiş ülkeler grubuna yönelik büyüme beklentisi 2021 için yüzde 4,3'den yüzde 5,1'e çıkarılırken, 2022 için yüzde 3,6'ya yükseltilmiştir.
- Yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinin büyüme tahminlerine de yer verilen rapora göre, Kovid-19 salgınının ortaya çıktığı Çin'de 2021 yılına ilişkin ekonomik büyüme beklentisi yüzde 8,1'den yüzde 8,4'e yükseltilmiştir. Çin ekonomisinin 2022'de ise yüzde 5,6 büyüyeceği öngörülmüştür.

IMF tarafından yayımlanmakta olan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nun Ocak 2021 güncellemesinde,⁴

- Daha önce 2020'de yüzde 1,9 büyümesi beklenen Çin ekonomisinin, geçen yıl yüzde 2,3 büyüdüğü tahmin edilmiştir.
- Hindistan ekonomisinin 2021 yılına dair büyüme beklentisi yüzde 8,8'den yüzde 11,5'e yükseltilirken, gelecek yıla ilişkin büyüme tahmini yüzde 6,8 olarak belirlenmiştir.
- Rusya ekonomisine yönelik büyüme tahmini de bu yıl için yüzde 2,8'den 3'e çıkarılmış ve 2022 yılı büyüme beklentisi yüzde 3,9 olmuştur.
- Bu revizyonlarla yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelik büyüme beklentisi, 2021 için yüzde 6'dan yüzde 6,3'e çıkarılırken, 2022 için yüzde 5 olarak belirlenmiştir.

Uluslararası Kuruluşların bazı ülke ve bölgeler itibariyle büyüme tahminleri aşağıdaki gibidir:⁵

		Dünya	Avro Bölgesi	A.B.D.	Brezilya	Rusya	Hindistan	Çin	Japonya
2019	IMF	2,8	1,3	2,2	1,4	1,3	4,2	6,0	0,3
	OECD	2,6	1,3	2,2	1,1	1,4	4,2	6,1	0,7
	Dünya Bankası	2,3	1,3	2,2	1,4	1,3	4,2	6,1	0,3
2020	IMF	-3,5	-7,2	-3,4	-4,5	-3,6	-8,0	2,3	-5,1
	OECD	-4,2	-7,5	-3,7	-6,0	-4,3	-9,9	1,8	-5,3
	Dünya Bankası	-4,3	-7,4	-3,6	-4,5	-4,0	-9,6	2,0	-5,3
2021	2019	5,5	4,2	5,1	3,6	3,0	11,5	8,1	3,1
	2020	4,2	3,6	3,2	2,6	2,8	7,9	8,0	2,3
	2021	4,0	3,6	3,5	3,0	2,6	5,4	7,9	2,5

⁴ IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Raporu, Yayın Tarihi: 26.01.2021, <https://www.aam.com.tr/tr/ekonomi/imf-2021-kuresel-ekonomik-buyume-tahminini-yukseltti/2123472>

⁵ Ticaret Bakanlığı, Ekonomik Görünüm Ocak 2021, Yayın Tarihi: 3.2.2021, sayfa 27, <https://ticaret.gov.tr/data/5e18288613b8761dced355ce/Ekonomik%20G%C3%B6r%C3%BCn%C3%BCm%20Ocak%202021.pdf>

6.2. Türkiye Ekonomisi

6.2.1. Harcamalar Yöntemine Göre Dönemsel Gayrisafi Yurtiçi Hasılat:

Yıl	Çeyrek	GSYH Cari Fiyatlarla (Milyon TL)	GSYH Cari Fiyatlarla (Milyon USD)	GSYH Zincirlenmiş Hacim Endeksi (2009=100)	GSYH Değişim Oranı (%)
2016 ⁶	I	563.891	191.396	140,1	4,8
	II	631.233	217.634	155,7	4,9
	III	666.176	225.232	161,8	-0,8
	IV	747.226	228.482	173,4	4,2
	Yıllık	2.608.526	862.744	157,8	3,2
2017 ²	I	650.190	176.110	147,7	5,4
	II	736.550	205.456	164,1	5,4
	III	828.936	235.029	180,1	5,4
	IV	889.231	234.451	185,9	7,3
	Yıllık	3.104.907	851.046	169,5	7,4
2018 ⁷	I	796.554	208.954	158,50	7,5
	II	898.229	207.698	173,50	5,8
	III	1.036.561	191.877	185,00	2,5
	IV	1.026.971	188.594	181,00	-2,7
	Yıllık	3.758.316	797.124	174,50	3,0
2019 ⁸	I	925.360	172.414	154,40	-2,6
	II	1.028.470	175.231	170,50	-1,7
	III	1.158.060	204.169	187,00	1,0
	IV	1.208.300	208.965	192,50	6,4
	Yıllık	4.320.191	760.778	176,10	0,9
2020 ⁴	I	1.073.528	176.579	161,30	4,5
	II	1.035.789	152.268	152,90	-10,3
	III	1.413.804	196.569	198,70	6,3
	IV	1.524.788	191.633	203,80	5,9
	Yıllık	5.047.909	717.049	179,20	1,8

6.2.2. Büyüme Oranı

IMF tarafından yayımlanmakta olan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nun Nisan 2021 güncellemesinde, Türkiye için 2021 büyüme beklentisini şubattaki öngörüsünü değiştirmeyerek yüzde 6 olarak açıklamıştır.

Salgına rağmen geçen yıl yüzde 1.8 büyüyen Türkiye ekonomisinin de 2021'de yüzde 6 ve 2022'de yüzde 3.5 büyüyeceği öngörülmüştür.

Raporda, Türkiye için enflasyon tahmini ise 2021 yılı için yüzde 13.6, 2022 yılı için de yüzde 11.8 olarak öngörülmüştür.

Türkiye'deki işsizlik oranının ise 2021 yılında 12.4, 2022 yılında ise yüzde 11 seviyesinde gerçekleşeceği öngörüsünde bulunulmuştur.⁹

⁶ <https://tuikweb.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?sessionid=GnMLgxuGRGWbx33d6SNICqvL5vyDTzYxXmylPCPflZJpmQ21221G!50442102?id=27825>

⁷ <https://tuikweb.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=33606>

⁸ <https://tuikweb.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=37180>

⁹ IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Raporu, Yayımlı Tarihi: 06.04.2021, <https://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/imf-2021-kuresel-ekonomik-buyume-tahmini-yuzde-6ya-cikardi/2199895>

6.2.3. Yıllar İtibariyle Döviz Kurları

6.2.3.1. Yıl Sonları İtibariyle Döviz Kurları¹⁰

	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
USD Alış / TRY	3,5192	3,7719	5,2609	5,9400	7,4194
USD Satış / TRY	3,5255	3,7787	5,2704	5,9507	7,4327
EURO Alış/TRY	3,7099	4,5155	6,0280	6,6621	9,1164
EURO Satış/TRY	3,7166	4,5237	6,0388	6,6741	9,1329

6.2.3.2. Yıllar İtibariyle Ortalama Döviz Kurları¹¹

	2016	2017	2018	2019	2020
Ortalama USD Alış Kuru/TRY	3,0212	3,6477	4,8134	5,6708	7,0090
Ortalama EURO Alış Kuru/TRY	3,3413	4,1180	5,6627	6,3477	8,0278

6.2.4. Yıllar itibariyle Üretici ve Tüketici Fiyatları Artış Oranları¹²

	2016	2017	2018	2019	2020
ÜFE (%) ¹³	9,94	15,47	33,64	7,36	25,15
TÜFE (%) ¹⁴	8,53	11,92	20,30	11,84	14,60

6.2.5. İşgücü ve İstihdam

TÜİK tarafından yayımlanmış olan İşgücü İstatistiklerine göre,¹⁵

- Türkiye genelinde 15 ve daha yukarı yaştakilerde işsiz sayısı 2020 yılında bir önceki yıla göre 408 bin kişi azalarak 4 milyon 61 bin kişi olmuştur. İşsizlik oranı 0,5 puanlık azalış ile %13,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Tarım dışı işsizlik oranı ise 0,7 puanlık azalış ile %15,3 olmuştur.
- İstihdam edilenlerin sayısı 2020 yılında bir önceki yıla göre 1 milyon 268 bin kişi azalarak 26 milyon 812 bin kişi, istihdam oranı ise 2,9 puanlık azalış ile %42,8 olmuştur.
- İşgücü 2020 yılında bir önceki yıla göre 1 milyon 676 bin kişi azalarak 30 milyon 873 bin kişi, işgücüne katılma oranı ise 3,7 puanlık azalış ile %49,3 olarak gerçekleşmiştir.
- 15-64 yaş grubunda işsizlik oranı bir önceki yıla göre 0,6 puan azalışla %13,4, tarım dışı işsizlik oranı ise 0,7 puanlık azalışla %15,4 olmuştur. Bu yaş grubunda istihdam oranı 2,8 puanlık azalışla %47,5, işgücüne katılma oranı ise 3,6 puanlık azalışla %54,9 olmuştur.
- 15-24 yaş grubunu kapsayan genç nüfusta işsizlik oranı bir önceki yıla göre 0,1 puan azalarak %25,3, istihdam oranı ise 3,9 puan azalarak %29,2 olmuştur. Aynı dönemde işgücüne katılma oranı 5,3 puanlık azalışla %39,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ne eğitimde ne de istihdamda olanların oranı ise bir önceki yıla göre 2,3 puanlık artışla %28,3 seviyesinde gerçekleşmiştir.
- 2020 yılında istihdam edilenlerin %17,6'sı tarım, %20,5'i sanayi, %5,7'si inşaat, %56,2'si ise hizmet sektöründe yer almıştır. Bir önceki yıla karşılaştırıldığında sanayi sektörünün, istihdam edilenler içindeki payı 0,7 puan, inşaat sektörünün payı 0,2 puan artarken, tarım sektörünün payı 0,6 puan, hizmet sektörünün payı 0,3 puan azalmıştır.
- 2020 yılında 4 milyon 716 bin kişi tarım sektöründe, 5 milyon 497 bin kişi sanayi sektöründe, 1 milyon 538 bin kişi inşaat sektöründe, 15 milyon 60 bin kişi hizmet sektöründe istihdam edilmiştir. Bir önceki yıl ile karşılaştırıldığında istihdam edilenlerin sayısı tarım sektöründe 381 bin, sanayi sektöründe 64 bin, inşaat sektöründe 12 bin, hizmet sektöründe 812 bin kişi azalmıştır.

¹⁰ https://www.tcmb.gov.tr/kurlar/kurlar_tr.html

¹¹ https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket/#collapse_2

¹² Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (2003=100) Bir Önceki Yılın Aralık Ayına Göre Değişim (%) Ölçüm bazında

¹³ https://tuikweb.tuik.gov.tr/PrelistikTablo.do%3Fistab_id%3D650

¹⁴ <https://biruni.tuik.gov.tr/medas/?kn=64&locale=tr>

¹⁵ <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Isigucu-Istatistikleri-2020-37484>

6.2.6. Sanayi Endeksi ve Sanayi Üretimi

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi endeksi, yıllar ve aylar itibarıyla aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde gerçekleşmiştir:¹⁶

Yıl	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Yıllık ort.
2016	102,6	103,7	102,6	102,8	104,5	104,0	97,7	105,0	102,0	106,5	105,7	105,0	103,5
2017	105,9	107,5	108,9	111,9	110,5	111,2	110,9	114,4	115,8	116,3	117,0	120,1	112,5
2018	118,1	117,1	117,1	118,0	116,5	113,6	115,7	115,8	112,1	110,1	110,4	108,4	114,4
2019	110,0	111,6	114,7	113,5	115,0	109,7	114,0	111,2	115,5	114,6	115,9	118,3	113,7
2020	117,9	120,4	112,9	78,3	93,5	110,2	119,3	122,8	125,1	126,6	128,5	130,1	115,5

Sanayinin alt sektörleri (2015=100 referans yılı) incelendiğinde, 2020 yılı Aralık ayında madencilik ve taşocakçılığı sektörü endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %6,0, imalat sanayi sektörü endeksi %9,5 ve elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksi %4,9 artmıştır.

Öte yandan, 2020 yılı Aralık ayında madencilik ve taşocakçılığı sektörü endeksi bir önceki aya göre %3,5 ve imalat sanayi sektörü endeksi %1,4 artarken, elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksi %1,4 azalmıştır.

Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi 2020 yılı dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %10,1 artmıştır. Bir önceki çeyreğe göre mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretimi ise %4,8 artmıştır.¹⁷

6.2.7. Tüketici Güven Endeksi

Mevsim etkilerinden arındırılmış tüketici güven endeksi, 2021 yılı Mart ayında, aynı yılın bir önceki ayına göre %2,5 oranında artmış, 84,5 olan endeks, Mart ayında 86,7 olmuştur. Geçen 12 aylık döneme göre mevcut dönemde hanenin maddi durumu endeksi Şubat ayında 66,3 iken, Mart ayında %1,4 oranında artarak 67,3 olmuştur.

Gelecek 12 aylık döneme ilişkin hanenin maddi durum beklentisi endeksi Şubat ayında 84,5 iken, Mart ayında %4,0 oranında artarak 87,9 olmuştur. Gelecek 12 aylık döneme ilişkin genel ekonomik durum beklentisi endeksi Şubat ayında 91,7 iken, 2021 yılı Mart ayında %2,5 oranında artarak 94,1 olmuştur.

Geçen 12 aylık döneme göre gelecek 12 aylık dönemde dayanıklı tüketim mallarına harcama yapma düşüncesi endeksi 2021 yılı Mart ayında %2 artarak 97,4 olmuştur.¹⁸

6.2.8. Konut Satışları

Faiz oranlarının yükselmesiyle birlikte Eylül 2020'den itibaren gerilemeye başlayan konut satışları Aralık'ta yıllık bazda %47,6 ile hızlı daralmıştır. Bu dönemde ipotekli satışlar ise yıllık bazda %70,9 azalarak 14.631 adet olmuştur.

Türkiye genelinde ilk defa satılan konut sayısı bir önceki yılın aynı ayına göre %51,1 düşerken, ikinci el konut satışları da %45,4 oranında azalmıştır.

2020 yılı genelinde ipotekli konut satışlarında kaydedilen %72,4'lük yükselişin desteğiyle toplam konut satışlarının 2019'a kıyasla %11,2 artarak yaklaşık 1,5 milyon adet düzeyinde gerçekleşmiştir.¹⁹

	2020	2019	2018	2017	2016
İpotekli satışlar	573 337	332 508	276 820	473 099	449 508
Diğer satışlar	925 979	1016 221	1098 578	936 215	891 945
Toplam	1 499 316	1 348 729	1 375 398	1 409 314	1 341 453

¹⁶ <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Sanayi-%C3%9Cretim-Endeksi-Ocak-2021-37296&dil=1>

¹⁷ <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Sanayi-Uretim-Endeksi-Aralik-2020-37295>

¹⁸ <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=T%C3%BCketici-G%C3%BCven-Endeksi-Mart-2021-37522&dil=1>

¹⁹ <https://tuikweb.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>

6.2.9. Dış Ticaret Verileri

Aşağıdaki Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış Dış Ticaret İstatistikleri Tablosundan da anlaşılacağı üzere, 2020 yılında ihracat, 2019 yılına göre %6,3 düşerken, ithalat %3,4 artmıştır. 2019'da %84,6 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2020'de %76,7'ye gerilemiştir.²⁰

	İhracat (Bin USD)	Artış (%)	İthalat (Bin USD)	Artış (%)	Dış Ticaret Dengesi (Bin USD)	Dış Ticaret Hacmi (Bin USD)	İhracatın İthalatı Karşılama Oranı (%)
2016	142 529 584	-0,9	198 618 235	-4,2	-56 088 651	341 147 819	71,8
2017	156 992 940	10,1	233 799 651	17,7	-76 806 711	390 792 592	67,1
2018	167 920 613	7,0	223 047 094	-4,6	-55 126 481	390 967 708	75,3
2019	171 464 945	2,1	202 704 320	-9,1	-31 239 375	374 169 264	84,6
2020 ²¹	160.677.437	6,3	209.531.712	3,4	-48.854.275	370.209.149	76,7

6.2.10. Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi²²

	2016 Yılı (Bin TL)	2017 Yılı (Bin TL)	2018 Yılı (Bin TL)	2019 Yılı (Bin TL)	2020 Yılı (Bin TL)
Harcamalar	584.071.431	678.269.193	830.809.401	1.000.026.856	1.202.236.469
1-Faiz Hariç Harcama	533.824.894	621.557.390	756.848.189	900.087.216	1.068.274.160
2-Faiz Harcamaları	50.246.537	56.711.803	73.961.212	99.939.640	133.962.309
Gelirler	554.139.502	630.489.857	757.996.435	875.279.586	1.029.493.304
1-Genel Bütçe Gelirleri	533.202.564	607.137.658	729.062.720	847.692.224	1.000.038.914
Vergi Gelirleri	459.001.741	536.617.206	621.536.356	673.859.718	833.062.294
Diğer Gelirler	74.200.823	70.520.452	107.526.364	173.832.506	166.976.620
2-Özel Bütçeli İdarelerin Özel Gelirleri	17.011.998	19.148.319	23.760.620	20.924.633	21.692.000
3-Düzenleyici Denetleyici Kurumların Gelirleri	3.924.940	4.203.880	5.173.095	6.662.729	7.762.390
Bütçe Dengesi	-29.931.929	-47.779.336	-72.812.966	-124.747.270	-172.743.165
Faiz Dışı Denge	20.314.608	8.932.467	1.148.246	-24.807.630	-38.780.856

6.2.11. Türkiye Ekonomisine İlişkin 2020-2023 Dönemi Hedefleri

Maliye ve Hazine Bakanlığı tarafından açıklanan Yeni Ekonomi Programı (YEP) içeriğinde yer alan Türkiye Ekonomisine ilişkin 2020-2023 dönemi hedefleri aşağıdaki gibidir:²³

	2020	2021	2022	2023
GSYH (Milyar TL Cari Fiyatlarla)	4.851	5.644	6.310	7.021
GSYH (Milyar Dolar, Cari Fiyatlarla)	702	735	801	875
Kişi Başına Milli Gelir (USD)	8.381	8.661	9.317	10.033
GSYH Büyüme (%)	0,3	5,8	5,0	5,0
Nüfus (Bin Kişi)	83.710	84.856	86.017	87.195
İşsizlik Oranı (%)	13,8	12,9	11,8	10,9
Dış Ticaret Dengesi (Milyar Dolar)	-38,1	-39,3	-42,0	-42,0
Cari İşlemler Dengesi (Milyar USD)	-24,4	-13,9	-5,4	1,3
Cari İşlemler Dengesi / GSYH (%)	-3,5	-1,9	-0,7	0,1
TÜFE Yıl Sonu % Değişim	10,5	8,0	6,0	4,9

²⁰ https://tuikweb.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046

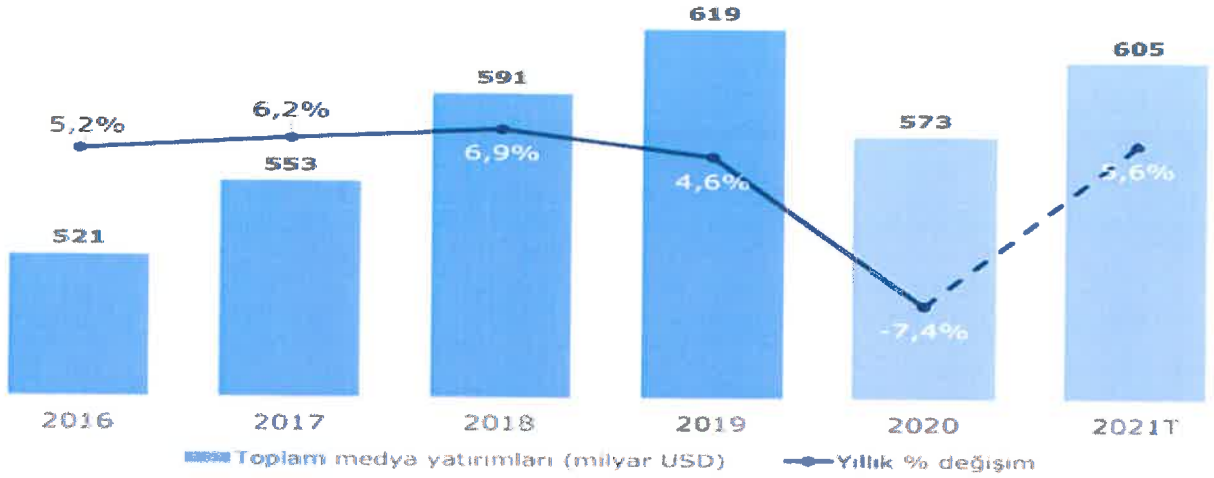
²¹ <http://rapor.tuik.gov.tr/11-04-2021-10:04:31-9023768311247322224806735518.html>

²² <https://muhasabat.hmb.gov.tr/merkezi-yonetim-butce-istatistikleri>

²³ Hazine ve Maliye Bakanlığı, Yeni Ekonomi Programı 2021-2022-2023, Yeni Dengelenme-Yeni Normal-Yeni Ekonomi, sayfa 56. <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2020/09/YENI%20E%20KONOMI%20PROGRAMI-K%20B0TAP%20C3%87IK.pdf>

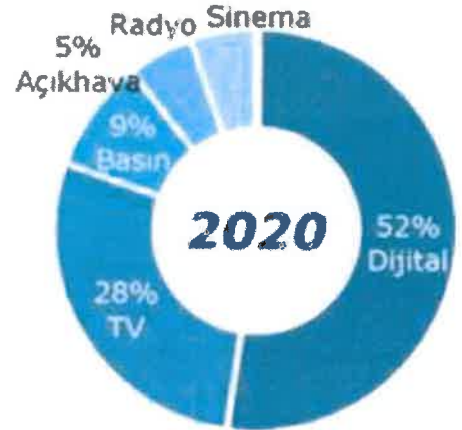
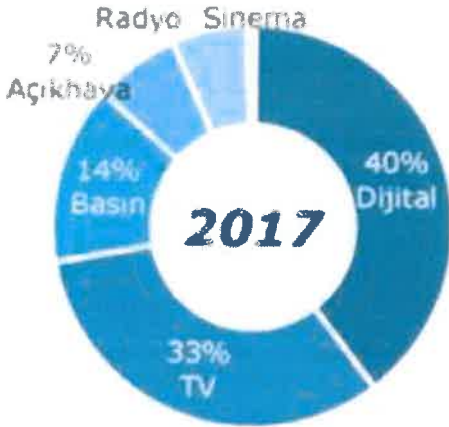
6.3. Sektörel Bilgi

6.3.1. Küresel Toplam Medya Yatırımları²⁴



Dijital medya yatırımlarının toplam yatırımlar içerisindeki payı %50'yi geçmektedir. Dijital medya yatırımları büyümesini sürdürürken diğer mecraların payları küçülmüştür. Pandeminin etkisi özellikle sinema ve açık hava sektörlerinin toplam paylarındaki küçülmede görülmektedir.

2020 yılında, Dünya genelinde %7,4 küçüldüğü tahmin edilen toplam medya yatırımlarının %52'si dijital mecralara yapılırken, dijital büyüme payını ağırlıklı olarak yazılı basın ve TV'den almaktadır.



6.3.2. Türkiye'de Medya Ve Reklam Yatırımları²⁵

Türkiye'de 2020 yılında toplam medya ve reklam yatırımları 17,5 milyar TL olmuştur. Türkiye, medya yatırımları büyüklüğü açısından (USD) dünyanın 31. büyük pazarıdır, toplam hacim içinde payı %0,33'dür.

Ülkemizde medya yatırımlarının GSYH içindeki oranı, en büyük 38 pazar içinde en düşük oran olup, ülkemizdeki medya yatırımlarının GSYH'ye oranının sahip olduğu değerin yaklaşık 2,5 katlık bir büyüme potansiyeli olduğuna işaret etmektedir. Türkiye dijital medya yatırımları ve geleneksel yatırımlar oranı açısından ise 38 pazar içerisinde 12. sıraya gelerek ortalamanın üzerinde kalmıştır.

²⁴ Türkiye'de Tahmini Medya ve Reklam Yatırımları 2020 Raporu, Deloitte, Nisan 2021, s.10, <http://rd.org.tr/Assets/uploads/1cc3c0b2-236d-4ada-9cbe-8a24420611c5.pdf>

²⁵ A.g.e., s.11

6.3.2.1. Türkiye'de Medya ve Reklam Yatırımları

	2020 ²⁶ (Milyon TL.)	2019 ²⁷ (Milyon TL.)	Değişim
Televizyon	5.005	4.068	23,03%
Basın	418	578	-27,68%
Açık hava	703	831	-15,40%
Radyo	295	327	-9,79%
Sinema	28	95	-70,53%
Dijital	7.528	2.940	156,05%
Medya Yatırımları Toplamı	13.976	8.839	58,12%
Reklam Yatırımları	3.494	2.210	58,10%
Medya ve Reklam Yatırımları	17.469	11.049	58,10%

6.3.2.2. Türkiye'de Mecra İtibariyle 2020 Yılı Medya Yatırımları ²⁸

Mecra	2020 (milyon TL)	Pazar Payı	2019-2020 Değişim
Televizyon	5.005	36%	23%
Raporlanan	4.413	32%	25%
Raporlanmayan	592	4%	9%
Basın	418	3%	-28%
Gazete	366	3%	-27%
Dergi	52	0,4%	-31%
Açık hava	703	5%	-15%
Dijital Açık hava	132	1%	18%
Büyük Alan	110	1%	-1%
Reklam Üniteleri	460	3%	-24%
Radyo	295	2%	-10%
Sinema	28	0,2%	N/A
Dijital	7.528	54%	39%
Gösterim	2.649	19%	32%
Video	1.541	11%	61%
Arama Motoru	2.849	20%	37%
Influencer	240	2%	60%
İlan	138	1%	9%
Diğer	110	1%	46%
Toplam	13.976	%100	24%

6.3.2.3. Genel Durum Ve Pandemi Etkisi Üzerine Tespitler²⁹

- Türkiye'de pandemi döneminde evde geçirilen zamanın artması ile toplam televizyon izleme süreleri 2. çeyrekte yükselmiş, bu etki azalarak da olsa sürerken yılın son çeyreğinde kapanmaların etkisiyle tekrar artış göstermiştir.
- Özellikle Mart-Mayıs döneminde haber kanallarının izlenmesi daha hızlı artarken, bu kanallarda canlı yayınlarda reklam yatırımları önem kazanmıştır. Kısıtlamalar sebebiyle program çekimlerinin iptalinin çoğu ana kanalda tekrar yayınları zorunlu kılması kanalları olumsuz etkilerken prodüksiyonlarına devam edebilen kanalların performansta ciddi şekilde ayrışmasına sebep olmuştur. Tüm spor müsabakalarının iptali / ertelenmesi spor kanallarının da izlenilirliliğini olumsuz etkilemiştir.

²⁶ Türkiye'de Tahmini Medya ve Reklam Yatırımları 2020 Raporu, Deloitte, Nisan 2021, s.13, <http://rd.org.tr/Assets/uploads/1cc3c0b2-236d-4ada-9cbe-8a24420611c5.pdf>

²⁷ Türkiye'de Tahmini Medya ve Reklam Yatırımları 2019 Raporu, Deloitte, Mart 2020, s. 9, http://rd.org.tr/assets/uploads/Guncel_Medya_Yatirimlari_Rapor_2019.pdf

²⁸ Türkiye'de Tahmini Medya ve Reklam Yatırımları 2020 Raporu, Deloitte, Nisan 2021, s.14, <http://rd.org.tr/Assets/uploads/1cc3c0b2-236d-4ada-9cbe-8a24420611c5.pdf>

²⁹ Ag.e., s.17, 18, 20, 22, 24, 25, 28, 29,30, 32 ve 33.

• Pandemi kaynaklı kısıtlamalar sebebiyle birçok sektörde bahar yayınları ertelenirken yayında olmak isteyen markalar ise yine kısıtlamalar sebebiyle reklam prodüksiyonlarının çekilememesi sorunu ile karşı karşıya kalmıştır. Bu durum bazı reklamverenlerin kampanyalarını iptal etmesine ya da desktop spotlar ile ilerlemesine sebep olmuştur. Herşeye rağmen bu dönemde birçok reklamveren günün şartlarını adresleyen çoğunlukla da sosyal mesajlar içeren reklamlar ile yayınlara devam etmişlerdir. Tüm bu gelişmelere rağmen televizyon yatırımları yılın ilk yarısında da büyümeyi başarmıştır.

• Haziran ayı itibariyle kısmen normale dönüş ile ilk yarıdan ertelenen talep, yılın 2.yarısında talebin dönemsel normallerinin çok üzerinde seyretmesine sebep olmuş ve bu durum sene sonuna kadar da devam etmiştir.

• Pandemiden dolayı özellikle perakendecilik (e-ticaret), sağlık&medikal ve ev temizlik ürünleri sektörleri bir önceki seneye göre yatırımlarını arttıran sektörlerin başında gelmiştir.

• Televizyonda süre kullanımı bir önceki yıla göre %11 artarak 2020 yılında toplam 341.726.163 saniyeye ulaşmıştır. Yılın ikinci yarısında özellikle de son çeyrekte yaşanan yoğun talep ile 2020 yılında televizyon yatırımları, 2019'a göre %23 büyümüştür.

• Pandemi etkisi ile Açık hava'da reklam kampanyalarının durması ya da azalması, Açık hava'nın bugüne kadar hiç görmediği sert bir düşüş yaşamasına neden olmuştur. Cirolar ve birim fiyatlarda daralma olmuştur.

• Olumlu beklentilerle girilen Haziran-Eylül dönemi, yaz nedeniyle beklenen ivmeyi göstermemiştir, Ekim-Kasım aylarında biriken potansiyelin harekete geçmesine karşın, Aralık ayında hafta sonu yasaklarının yeniden gelmesi sektörü bir kez daha olumsuz etkilemiş ve düzelmeye başlayan ciroların beklenen düzeye gelmesini engellemiştir.

• 2021 yılına bu olumsuz etkiyle başlanmıştır. Sağlık verilerinin olumluya dönmesi durumunda 2021 yılının Açık hava reklamcılığı açısından daha hareketli geçeceğini, Haziran ayından başlayarak özellikle son çeyrekte olumlu yönde bir ivme ile yılın kapanacağı tahmin edilmektedir. Açık hava şirketlerinin cirolarında yaşanan gerilemenin 2021 yılında en azından 2019 seviyesine dönmesi beklenmektedir.

2020 yılında ilk 3 ay radyolar açısından iyi başlamıştır. Ancak salgın sonrası kapanma kararı ile birlikte markalar reklam kampanyalarını iptal etmiştir. Haziran ayındaki kısmi açılma da radyolara gereken desteği verememiştir. Ancak Ekim, Kasım ayları radyolar için yüzde yüz doluluk ve yılı toparlayıcı bir performans sağlamıştır. Aralık ayının da iyi başlamasına rağmen ay ortasındaki kapanma kararı radyoları olumsuz etkilemiştir.

• Yapılan tüm araştırmalar radyonun en çok evde dinlendiğini tespit etmesine rağmen, Türkiye'de radyo trafikte dinlenir algısı yüzünden kapanmalardan en çok etkilenen mecralardan biri radyo olmuştur. Bütün bunlara rağmen ilk 6 ayda yüzde 17 olan küçülme son 2.5 aylık performans ile yılı yüzde 10'a gerilemiştir.

• Bu yıl ilk 3 aydaki doluluk umut verici, ancak radyo reklam fiyatlarındaki hemen hemen sıfır artış, en büyük sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu konuda radyolar 2021'de ortak hareket ederek daha çok sayıda reklamı ve hak ettiği fiyatları elde etmeye çalışacaktır. 2021, her konuda radyoların toparlanma ve yenilenme yılı olacaktır.

• Radyolar geleneksel mecralar içinde tamamen dijitalleşen ilk mecra olma yolunda hızla ilerlemektedir. Yakın gelecekte arabalarda internet erişimi arttıkça, yayınlar tamamen internet üzerinden yapılamaya başlayacaktır. Bu da radyoların ve radyo dinleyicisinin verilerinin net olarak ortaya çıkmasına olanak verecektir.

2020 yılının Medya yatırımları açısından en olumsuz etkisini hisseden mecra tüm Dünyada olduğu gibi ülkemizde de sinemadır. Sinema salonlarının uzun süreli kapatılıp yılın sonuna doğru çeşitli kısıtlamalarla açılması küresel ve yerli film üreticilerini oldukça zor durumda bırakmıştır. 2020 yılında yaklaşık 3 ay açık kalan sinema mecrası için medya yatırımları 28 milyon TL olarak tahmin edilmektedir.

Dijital medya yatırımlarının tahminlenmesinde bu yıl yapılan metodoloji değişikliği ile yatırımlar daha geniş bir kapsamda ele alındığından, bu raporda yer alan rakamların toplam büyüklük ve büyüme oranı açısından önceki yıllar ile karşılaştırılmaması gerekmektedir.

Dijital medya yatırımları hesaplamasında Türkiye'de 1 Ocak – 31 Aralık 2020 döneminde gerçekleştirilen dijital medya yatırımlarının toplam değerine ilişkin yapılan tahminler:

(i) Şirketlerin yeni müşteri ve proje kazanım ve kayıplarından bağımsız olarak,

(ii) Rekabet ortamından kaynaklı faktörleri,

(iii) İçerisinde bulunduğumuz Covid-19 pandemi döneminin sektöre olan olumlu ve olumsuz etkileri,

(iv) Resmi kurum ve kuruluşlar tarafından yapılan ve ülkemizdeki dijital reklam yatırımlarının tahminlenmesine kaynak oluşturabilecek rapor ve açıklamaları ve

(v) Dijital medya yatırımlarında etkisi bulunan diğer tüm bileşenleri

göz önünde bulundurarak yapılmıştır.

• 2020 yılı hem dünyada hem de ülkemizde olağan dışı ve dijital dönüşümde zaman makinası etkisi ile hızlı ilerlemelerin kaydedildiği bir yıl olmuştur. Mart ayında başlayan pandemi döneminde eve kapanma ve uzaktan çalışma uygulamaları sebebiyle evde geçirilen zamanının arttığı, buna bağlı olarak dijital içerik tüketimin

de yükseldiği gözlemlenmiştir. Haziran ayından itibaren açılma gerçekleşse de Ekim ayından sonra kapanmanın geri gelmesi ile pandeminin ilk evresindekine benzer tüketici davranışları ve mecra tüketimi görülmüştür. Buna bağlı olarak dijital tüm yıl içinde en yoğun kullanılan mecra olmuştur.

• Pandemi döneminde salgın ile ilgili doğru bilgiye ulaşmak amacıyla ana akım mecraların -özellikle haber kanalları ve gazetelerin- internet sitelerinin ziyaretçi sayılarında artış gözlemlenmiştir. Olağanın dışında uzun bir süre evde kapalı kalmanın etkisi ile sosyal medyada geçirilen zaman ve içerik tüketim, internet üzerinden oyun oynama, video izleme ve müzik dinleme süreleri uzamıştır. Dijital platformlar üzerinden film ve dizi yayını yapan platformların aboneliklerinde, dijital radyo ve podcast dinleme alışkanlığında da artış gözlemlenmiştir. Dışarıda geçen sürenin sınırlandırılması ve ortak alanlarda bulunmaktan kaçınılması nedeniyle tüketiciler ihtiyaçlarını karşılamak için e-ticarete yönelmiş, daha önce bu yöntemle alışveriş yapmayan birçok yeni tüketici kazanılmıştır. Uzaktan çalışma yöntemi ile birlikte internet üzerinden sesli ve görüntülü görüşme olanağı sunan uygulamaların kullanıcı sayısında önemli artışlar yaşanmıştır.

• Bu dönemde markalar, tüketicilerine erişmek, fayda yaratmak, duygusal bağ kurmak ve etkileşime geçmek için yoğun olarak dijital mecra ve dijital çözümleri tercih etmiş, buna bağlı olarak bu yönde yatırımlarını artırmışlardır. Sosyal medya platformları üzerinden yapılan canlı yayın, etkinlik ve etkileşime yönelik markalı iletişimlerde, influencer işbirliklerinde artış gözlemlenmiştir. Tüketicilerin e-ticareti tercih etmesi ile markaların bu platformlarda görünür olmak için yapacağı yatırımlar önem kazanmıştır. Diğer yandan e-ticaret markaları yaptıkları reklam yatırımları ile önemli reklamverenler haline gelmiştir. 2020 tüm dünyada tüketici tutum ve davranışlarında büyük değişimlerin, dijital dönüşümde büyük sıçramaların yaşandığı bir yıl olmuştur. Reklam yatırımları ve online mecranın büyümesinde dijital dünyanın tüketici tarafından zaman ve mekandan bağımsız erişilebilir olması, geniş ekosistemi, erişim-etkileşim gücünün yüksek olması ve uygulama zenginliği büyük katkı sağlamıştır.

• 2020 yılı yaşanan Pandemi neticesinde Dünya’da ve Türkiye’de tüketici ve izleyici davranışları hızlı bir şekilde değişmiştir.

• 2020 yılında pandemi nedeni ile yaşanan değişim Dijital ve Televizyon gibi mecraların tüketimini olumlu şekilde etkilemiştir. Mobil; kullanıcı sayısı ve kullanım miktarlarında / tutarlarında yaşanan yüksek artış ile Televizyon mecrası ile beraber Pandemi döneminin kazananları olmuştur.

• Dijital reklam yatırımlarının yüzde 70’inin Mobil platformlarda gerçekleştiği 2020 Türkiye Medya Yatırım raporu dahilinde Mobil Platformlarda Arama Motoru, Gösterim Bazlı, Video ve Influencer Marketing reklam formatları ön plana çıkmıştır. BTK verilerine göre 2020 yıllık ilk üç çeyrek dahilinde mobil abone sayısının 82.3 Milyona çıktığı, Mobil yaygınlık oranının %99,6 olduğu ve genişbant internet abone sayısının Mobil dahilinde 65 Milyon seviyelerine ulaştığı görülmektedir.

• Televizyon mecrası 2020 Medya Yatırım raporu dahilinde Mobil mecra ile beraber senenin diğer kazanan mecrası olarak karşımıza çıkmakta. 2019 Nisan ayında 4 saat 34 dakika olan kişi başlı ortalama izleme süresi olan Televizyon mecrasında 2020 Nisan ayında kişi başlı ortalama izleme süresi 32% büyüyerek 6 saat olarak gerçekleşirken; Televizyon izleme davranışlarında yaşanan olumlu değişimin reklam yatırımlarına olumlu yansıdığı görülmektedir. 2020 senesinde Pandemi neticesinde sokağa çıkma yasağı nedeniyle Açık hava mecrası reklam yatırımlarının ve sinema salonların kapanması neticesinde Sinema mecrası reklam yatırımlarının azaldığı anlaşılmaktadır. Radyo mecrası dahilinde erişim açısından çok yüksek düşüş yaşanmamasına rağmen reklam yatırımlarında yaşanan gerileme dikkat çeken önemli bir başlık olarak ortaya çıkmaktadır.

• 2020 yılı; mecra bazlı tüketim davranışlarında yaşanan değişimlerin mecra bazlı reklam yatırımlarına hızlı ve net olarak yansıdığı gözlemlenen bir sene olmuştur.

7. FİNANSAL VE MALİ ANALİZ

7.1. Şirketin UFRS / BOBİ FRS Kapsamında Hazırlanmış Olan Finansal Durum Tabloları

VARLIKLAR	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	573.414	19.143.156	7.429.313	9.667.791	11.691.690
Finansal Yatırımlar	-	487.600	1.600.000	-	570.553
Ticari alacaklar	22.820.347	87.805.284	111.769.968	104.278.541	69.450.186
Diğer Alacaklar	15.858.356	11.862.027	11.700.536	2.358.788	2.335.814
Stoklar ³⁰	6.028.807	-	-	54.077.020	23.000.103
Peşin Ödenmiş Giderler	460.019	9.741.301	23.407.684	-	635.554
Peşin Ödenmiş Vergi ve Benzerleri ³¹	-	-	-	342.398	201.618
Diğer Dönen Varlıklar	-	-	-	2.394.376	896.636
Dönen Varlıklar Toplamı	45.740.943	129.039.368	155.907.501	173.118.914	108.782.154
Ticari Alacaklar	123.172	132.017	184.132	-	-
Maddi Duran Varlıklar	222.746	329.438	520.042	281.895	86.453
Şerefiye	-	-	-	-	-
Şerefiye Dışındaki Maddi Olmayan Duran Varlıklar	558.537	1.977.259	2.618.213	1.135.813	1.017.473
Peşin Ödenmiş Giderler	-	1.983.333	281.000	7.755.180	346.107
Diğer Duran Varlıklar	-	-	-	3.739.582	3.739.582
Duran Varlıklar Toplamı	904.455	4.422.047	3.603.387	12.912.470	5.189.615
TOPLAM VARLIKLAR	46.645.398	133.461.415	159.510.888	186.031.384	113.971.769

ÖZKAYNAK VE YÜKÜMLÜLÜKLER	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	-	1.263	1.545.657
Ticari Borçlar	41.638.778	116.273.946	98.844.204	133.337.032	67.948.187
Diğer Borçlar	121.559	1.242.649	7.413.652	16.515	258.057
Ertelenmiş Gelirler	1.064.814	2.356.300	5.894.085	647.921	21.831.110
Kısa Vadeli Karşılıklar	51.366	229.831	66.608	628.398	388.875
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	3.731.159	5.514.523	15.470.438	8.699.144
Kısa Vadeli Yükümlülükler	42.876.517	123.833.885	117.733.072	150.101.567	100.671.030
Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalar	-	-	-	488.277	1.879.606
Ticari Borçlar	-	-	28.141.110	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	123.231	135.577	54.787	420.932	201.098
Ertelenmiş Gelirler	-	3.358.667	5.945.342	29.417.927	810.000
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.615.227	739.314	939.438	1.035.955	37.391
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.738.458	4.233.558	35.080.677	31.363.091	2.928.095
Ödenmiş Sermaye	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	685.312	685.312	685.312	685.312	685.312
Geçmiş Yıl Karları / Zararları	-773.580	1.650.948	4.208.660	3.735.100	3.381.414
Dönem Net Karı	1.618.691	2.557.712	1.303.167	-353.685	5.805.919
Toplam Özkaynaklar	2.030.423	5.393.972	6.697.139	4.566.726	10.372.644
TOPLAM KAYNAKLAR	46.645.398	133.461.415	159.510.888	186.031.383	113.971.770

³⁰ Stoklara, verilen sipariş avansları dahil bulunmaktadır.

³¹ Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar

7.2. Şirketin UFRS Kapsamında Hazırlanmış Olan Gelir Tabloları

	01.01.2016 31.12.2016 ³²	01.01.2017 31.12.2017 ³¹	01.01.2018 31.12.2018 ³³	01.01.2019 31.12.2019 ³²	01.01.2020 31.12.2020 ³⁴
Hasılat (Net)	176.549.647	260.669.494	274.306.026	306.534.931	114.281.961
Satışların Maliyeti (-)	-165.756.725	-247.319.988	-255.074.328	-288.874.509	-101.646.017
BRÜT KÂR / (ZARAR)	10.792.922	13.349.506	19.231.698	17.660.422	12.635.944
Genel Yönetim Giderleri (-)	-10.768.628	-13.543.683	-19.668.506	-19.882.853	-5.291.292
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	-	-	1.719.694	3.559.976	3.941.869
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-	-	-3.501.548	-1.652.705	-5.329.857
ESAS FAALİYET KÂRI (ZARARI)	24.294	-194.177	-2.218.662	-315.160	5.956.664
Diğer Faaliyetlerden Gelirler	3.124.172	3.025.985	-	-	53.846
Diğer Faaliyetlerden Giderler	-1.415.576	-2.060.846	-	-	-
Finansal Gelirler	-	-	4.799.572	-	-
Finansman Giderleri (-)	-	-	-	-	-204.591
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	1.732.890	770.962	2.580.910	-315.160	5.805.919
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri (Geliri)	-114.199	-251.987	-1.277.743	-	1.161.184
DÖNEM NET KÂRI (ZARARI)	1.618.691	518.975	1.303.167	-353.685	4.644.735

7.3. Finansal Tabloların Dayanağı

İşbu raporun “7.1. Şirketin UFRS Kapsamında Hazırlanmış Olan Finansal Tabloları” bölümünde yer alan bilgiler, değerlendirme konusu şirketin bağımsız denetimi dolayısıyla daha önce düzenlenmiş olan bağımsız denetim raporlarından temin edilmiştir.

Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu’nun (KGK) resmi internet sitesinden ulaşılabilen Bağımsız Denetim Kuruluşu Resmi Sicili’nde yer alan bilgilerden, sözü edilen 2019 ve 2020 yılına ilişkin bilgilerin yer aldığı Bağımsız Denetim Raporu’nu düzenleyen ve Raporda yer alan finansal durum tabloları ile gelir tablolarını onayladığı anlaşılan BDK/2014/099 sicil numaralı Rasyonel Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi’nin, KAYİK dahil bağımsız denetim yapma konusunda KGK tarafından yetkilendirilmiş olduğu anlaşılmaktadır.³⁵

Yine 2016, 2017 ve 2018 yılına ilişkin bilgilerin yer aldığı Bağımsız Denetim Raporu’nu düzenleyen ve Raporda yer alan finansal durum tabloları ile gelir tablolarını onayladığı anlaşılan BDK/2014/053 sicil numaralı DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.’nin, KAYİK hariç bağımsız denetim yapma konusunda KGK tarafından yetkilendirilmiş olduğu anlaşılmaktadır.³⁶

Bu nedenle, değerlendirme konusu Şirketin likidite durum, mali yapı, karlılık ve faaliyet yapısının analizinde, yeniden bir bağımsız denetim yapılması yerine, KGK tarafından yetkilendirilmiş olan Bağımsız Denetim Şirketleri arasında yer alan BDK/2014/099 sicil numaralı Rasyonel Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi tarafından hazırlanmış olan 06 Nisan 2021 tarihli Raporda yer alan ve anılan bağımsız denetim kuruluşu tarafından onaylanmış olan finansal durum tabloları ile gelir tablolarında yer alan tutarların esas alınmasında herhangi bir sakınca görülmemiştir.

³² 2016 yılına ilişkin bilgiler, DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından düzenlenen 27.05.2020 tarihli, Maya Medya Hizmetleri Ve İletişim Danışmanlık A.Ş. 31 Aralık 2017 Tarihi İtibarıyla Hazırlanan Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu” başlıklı Rapordan alınmıştır.

³³ 2017 ve 2018 yılına ilişkin bilgiler, DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından düzenlenen 14.08.2020 tarihli, Maya Medya Hizmetleri Ve İletişim Danışmanlık A.Ş. 31 Aralık 2018 Tarihi İtibarıyla Hazırlanan Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu” başlıklı Rapordan alınmıştır.

³⁴ 2019 ve 2020 yılına ilişkin bilgiler, Rasyonel Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından düzenlenen tarafından imzalanmış olan 06.04.2021 tarihli, Maya Medya Hizmetleri ve İletişim Danışmanlık A.Ş. 31.12.2020 Tarihi İtibarıyla Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı’na Göre Düzenlenen Mali Tablolar ve Dipnotlar” başlıklı Rapordan alınmıştır.

³⁵ <https://denkur.kgk.gov.tr/> sıra no:289

³⁶ <https://denkur.kgk.gov.tr/> sıra no:139

8. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI

Değerleme yaklaşımlarından en yaygın olanları Aktif Bazlı Yaklaşım, Karşılaştırmalı (Göreceli) Yaklaşım ve Gelire Dayalı Yaklaşım olup, bu yaklaşımlara aşağıda yer verilmiştir:

8.1. Aktif Bazlı Yaklaşım

Bu yaklaşım; şirketin varlıklarının toplam değerinden, şirketin toplam yükümlülüklerinin düşülerek özsermaye değerinin bulunması temeline dayanır.

Net aktif değeri ve düzeltilmiş net aktif değeri yaklaşımları bu kapsamda değerlendirilebilir. Düzeltilmiş net aktif değer yaklaşımında, aktiflerin ve borçların kayıtlı (defter) değerleri değil, düzeltilmiş değerleri dikkate alınır.

8.2. Karşılaştırmalı (Göreceli) Yaklaşım

Bu yaklaşım; değerleme konusu şirketin piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırılmasıdır.

Karşılaştırmalı yaklaşımda, hisse senedi piyasaları, gerçekleştirilmiş olan halka arzlar, borsada gerçekleşen satışlar, girişim sermayesi yatırımları, birleşme ve devralma verileri gibi genellikle teşkilatlanmış piyasalar ve kamuya açık verilerden faydalanılır.

8.3. Gelire Dayalı Yaklaşım

Bu yöntemde bir şirketin değerinin gelecekte elde edeceği serbest nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olduğu varsayılır. Uygun bir iskonto oranı kullanılarak gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerleri bulunur.

9. DEĞER ANALİZLERİ

Değerleme çalışması "Pazar Değeri" veya "Pazar Dışı Değer" esaslarına göre yapılabilmekte olup bu değerleme çalışması "Pazar Değeri" esasına göre yapılmıştır.

Pazar Değeri, bir varlığın uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerleme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Pazar değeri;

- Değerlemenin yapıldığı tarihte (açık) piyasada satışa sunulmuş olması durumunda mülkün el değiştireceği tutarın bir temsilidir.
- Pazar değerinin belirlenmesinde özel değer veya herhangi bir unsurunun satışı veya başka herhangi bir özelliği ile ilişkili olarak herhangi biri tarafından sağlanan tipik olmayan finansman, satış veya geri kiralama anlaşmaları, özel sınırlamalar veya imtiyazlar gibi özel durumlar veya şartlar nedeniyle artan veya azalan tahmini fiyatları içermemektedir.
- Pazar değerinde en verimli ve en iyi kullanım koşulları dikkate alınmaktadır. Bu bağlamda Pazar Değeri tahmininde uygun yöntem ve teknikler kullanılarak pazardan elde edilen verilerle tahminler gerçekleştirilmektedir.

Pazar Dışı Değer ise, Kullanım Değeri, Yatırım Değeri, Faal İşletme Değeri, Sigortalanabilir Değer, Vergi Değeri, Özel Değer, Tasfiye veya Zorunlu Satış Değeri ve Kurtarılabılır ve benzeri yöntemlere göre hesaplanan değerdir.

Değerleme raporunda Pazar Değeri dışındaki değerleme esaslarının kullanılması durumunda değerlemelerin amacı ve planlanan kullanımı açık bir şekilde belirtilecek ve değerleme takdiri, kullanılabilirliği ve sınırlamaları hakkında eksiksiz açıklama yapılması gerekmektedir. Değerleme çalışması Pazar Değeri Esasına göre yapıldığından Pazar Dışı Değer'e ilişkin bir hesaplama yapılmamıştır.

Pazar Değeri'nin tespitinde kullanılan yaklaşımlar "Varlık Esaslı Yaklaşımı", "Gelir indirgeme Yaklaşımı" ve "Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı"dır.

Bu yaklaşımları baz alan ve uygulamada en çok kullanılan bazı yöntemlere ilişkin açıklamalar aşağıda yer almaktadır.

9.1. Aktif Bazlı Yaklaşım: Düzeltilmiş Defter Değeri Veya Düzeltilmiş Net Aktif Değeri

Net Aktif Değeri veya Düzeltilmiş Defter Değeri = Aktiflerinin piyasa değeri - Borçlarının piyasa değeri

Düzeltilmiş Net Aktif Değeri yöntemi, bir alıcının bir işletme için ödeyeceği bedelin, en az o işletmenin bütün varlıklarının ve borçlarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek tutara eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşım işletmenin gelecekte elde edebileceği potansiyel gelirlerini dikkate almamaktadır, fakat işletmenin olası tasfiye değerine yaklaşarak, şirketin minimum değerine yakın bir tahminde bulunmaktadır.

Bu yaklaşımda düzeltilmiş net aktif değere ulaşmak için şirketin varlık ve yükümlülüklerinden gerekli olan kalemlerde defter değerleri ve piyasa değerleri arasındaki farklar için gerekli düzeltmeler yapılır. Bu yaklaşımın en uygun olacağı durumlar işletmenin faaliyetine son vereceği ve aktiflerinin değerlendirileceği durumlardır. Bu metot genel olarak fazla veya faaliyet dışı olan varlıkların elden çıkarılmasında kullanılmaktadır.

Genel bir kural olarak net aktif değeri (ilgili aktiflerin piyasa değerlerini gösterecek şekilde düzeltilmiş olarak), işletmenin minimum değerini tespiti için kullanılan bir yöntemdir. Çoğunlukla faaliyeti karlı olarak devam eden işletmelerin değeri, maddi olmayan duran varlıklarının da dikkate alınmasıyla bu değerden daha yüksek olarak belirlenmektedir. Söz konusu farkın İNA metoduna göre yapılan değerlemede ortaya çıkması beklenmelidir.

Raporun 7.2.1. bölümünde yer alan ve UFRS düzenlemelerine göre hazırlandığı anlaşılan 31.12.2020 tarihli bilanço'ya göre, aşağıda gösterildiği üzere, **10.372.644 TL.** olarak hesaplanmıştır.

		Tutar (TL.)
(a)	Aktif Toplamı	113.971.770
(b)	Kısa Vadeli Borç ve Yükümlülükler	100.708.422
(c)	Uzun Vadeli Borç ve Yükümlülükler	2.890.704
(d)	Düzeltilmiş Defter Değeri (a-b-c)	10.372.644
(e)	Net Aktif Değeri (NAD)	10.372.644

9.2. Piyasa Bazlı Yaklaşım: Emsal veya Çarpanlar ile Değerleme

Döner varlıklar açısından, piyasa değeri ve defter değeri az çok birbirine yakın olabilir. Zira, söz konusu varlıklar göreceli olarak kısa bir zaman aralığında satın alınmakta ve paraya çevrilmektedir. Diğer durumlarda, piyasa değeri ile defter değeri birbirinden oldukça farklı değerleri taşımaktadır. Keza, sabit varlıklar açısından bir varlığın şu anki (satılabilirliği) piyasa değerinin söz konusu varlığın defter değerine eşit olması sadece bir tesadüf olabilir. Dolayısıyla, bir varlığın değerinden bahsedildiğinde öncelikle bunların piyasa değerlerinin anlaşılması gerekir.

Piyasa değerinin belirlenmesinde kullanılan piyasa çarpanları yaklaşımı, genel olarak, değerlemeye konu şirket'in ekonomik, finansal, sektörel (ayrıca yasal, kurumsal) verilerinden yola çıkılarak, benzer sektörlerde yer alan, oluşmuş piyasa fiyatlarına göre beklenen şirket değerinin tahmini yöntemidir.

Bu yöntemde ilk olarak, son zamanlarda satışa konu olmuş birkaç benzer şirkete ilişkin satış bilgisinin elde edilmesi gerekmektedir. Benzer işletmelerin ne kadara alıcı bulunduğu ve ödeme şartlarının ne olduğunun bilinmesi, bu yolla bir şirketi değerleyebilmek için zorunludur. Piyasa çarpanları yöntemi uygulaması, belirli bir anda birden çok şirket için oluşmuş hisse senedi fiyatlarıyla, bu şirketlere ait veriler arasında ilişki kurularak da yapılmaktadır. Şirket değerlemesi yapılacak hisse senedinin içinde bulunduğu sektörün ortalaması ve sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırılmasına olanak verir.

İkinci aşamada, sağlıklı bir karşılaştırma yapabilmek için değer açısından önemli olabilecek işletilen veya sahip olunan tesisler arasındaki özellik farklılıkları belirlenir.

Üçüncü aşamada, ikinci aşamada belirlenmiş farklılıkların etkileri değerlendirilir. Diğer deyişle, karşılaştırılan şirketlerin satış fiyatları, işlettikleri veya sahip oldukları tesisler ile olan farklara göre düzeltmelere tabi tutulur.

Son olarak, değerlemeye konu olan şirket için bir değer tespiti yapılır.

Çarpan analizi yöntemi, indirgenmiş nakit akımı yöntemine göre daha basit ve yüzeyseldir. Bu yöntemin dezavantajı birebir karşılaştırılabilir şirket bulunma zorluğu ve değerlendirmeyi bir noktadaki bilanço'ya bağlayıp, şirketin devamlılığını ve gelecekteki kazanç potansiyelini göz ardı etmesidir. Yeniden değerlemeler bilanço'yu büyük çapta etkilemekte ayrıca kullanılan oranlar firmanın özelliklerini yansıtmayabilmektedir.

Bu yöntemde göre bir şirketin değeri, karşılaştırılabilir şirketlerin tarihi verilerinin analiz edilmesiyle bulunur ve finansal büyüklüklerin katları cinsinden ifade edilir.

9.2.1. Karşılaştırılabilir Şirketler

Piyasa Çarpanları ile değerlemede, değerlemeye konu Şirket'in mali tabloları, aynı sektörde faaliyet gösteren ve borsalarda işlem gören şirketlerin finansal oranları ile karşılaştırılmıştır. Uyumlu olduğu düşünülen benzer şirketlerin hisse değerleri ve çarpanları değerlemeye konu şirket için de kullanılmıştır. Bu süreçte seçilen şirketlerin emsal çarpanlarının uygunluğu analiz edilmiş, sektör ve endeks ortalamalarına göre sapma oranları kontrol edilmiş/uyarlama yapılmış ve ihtiyatlı davranılmıştır.

Bu Çalışmada, BİST İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri sektöründe faaliyet gösteren; Ceo Event Medya A.Ş., Senkron Güvenlik ve İletişim Sistemleri A.Ş. ile Flap Kongre Toplantı Hizmetleri Otomotiv Turizm ve A.Ş.'nin, değerlendirme konusu Şirket ile benzer riske ve büyüme potansiyeline sahip oldukları, dolayısıyla karşılaştırılabilir şirketler olarak dikkate alınabileceği görülmüştür.

Ancak, bunlardan Senkron Güvenlik ve İletişim Sistemleri A.Ş., piyasa temelli oranlarının diğer iki şirkete kıyasla çok yüksek olması nedeniyle analize dahil edilmemiştir.

9.2.2. Karşılaştırılacak Endeks Oranları

Bir şirketin piyasa değeri, şirketin hisse başına fiyatı ile dolaşımdaki hisselerinin sayıları çarpımıyla hesaplanabilir. Değerlemede, Hisse Fiyatı / Hisse Başına Kazanç (F/K), Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD), Firma Değeri / Net Satışlar (FD / Satışlar) ve Piyasa Değeri / Net Kar (PD/K) gibi çarpanlar kullanılabilmektedir.

Karşılaştırılabilir şirket olarak dikkate alınan söz konusu şirketlerin çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

		CEOEM	FLAP
(a)	Net Kar Tutarı	2.378.918	-5.900.839
(b)	Hisse Adedi(Ödenmiş Sermaye)	44.000.000	31.250.000
(c)	Hisse başı Kar (a/b)	0,05	-0,19
(d)	Hisse Fiyatı (Borsa) ⁽³⁷⁾	³⁸ 6,39	³⁹ 2,90
(e)	F/K Oranı (d/c)	118,19	-15,37
(f)	Piyasa Değeri (PD) (b*d)	281.160.000	90.687.500
(g)	Toplam Borç	12.084.819	21.929.206
(h)	Toplam Nakit	69.867.557	2.185.464
(i)	Firma Değeri (FD) (f+g-h)	223.377.262	110.431.242
(j)	Defter Değeri (Özkaynak Tutarı)	76.880.225	69.620.809
(k)	PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri) (i/j)	3,66	1,30
(l)	Firma Değeri (FD) (f+g-h)	223.377.262	110.431.242
(m)	Net Satışlar	38.873.368	11.861.799
(n)	Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Net Satışlar) (l/m)	5,75	9,31

9.2.3. Endekslerin Geometrik Ortalaması Esas Alınarak Piyasa Çarpanlarıyla Ulaşılan Değer

Karşılaştırılabilir şirket çarpanlarının eşit ağırlıklandırılması sonucunda Şirket'in ortalama değeri aşağıdaki tabloda belirtildiği üzere **275.863.317 TL.** olarak hesaplanmıştır.

	Dönem Net Karı	Defter Değeri	Net Satış Tutarı	F/K	PD/DD	FD/Satışlar	Şirket Değeri (TL)
F/K Oranına Göre	5.805.919			6,43 ⁴⁰			37.319.475
PD/DD Değerine Göre		10.372.644			2,48		25.724.157
F/K Oranına Göre			114.281.961			6,69	764.546.319
ÇARPANLARIN EŞİT AĞIRLIKLANDIRILMASIYLA HESAPLANAN ŞİRKET DEĞERİ							275.863.317

³⁷ Hissenin 31.12.2020 tarihinde gerçekleşen en düşük fiyat dikkate alınmıştır.

³⁸ <https://tr.investing.com/equities/ceo-event-medya-scoreboard>

³⁹ <https://tr.investing.com/equities/ceo-event-medya-income-statement>

⁴⁰ Borsa İstanbul'da yer alan Şirketlerin 31.12.2020 tarihi itibarıyla F/K oranlarının aritmetik ortalamasıdır. <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/Temel-Değerler-Ve-Oranlar.aspx#page-5>

9.3. İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi (İNA)

İndirgenmiş nakit akışı analizi (ve/veya temettü) yönteminde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu nakit akımları daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür.

Birçok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışı (hissedarlara dağıtılabilecek olan nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır.

İndirgenmiş Nakit modelleri iki şekilde sınıflandırılabilir:

- Özsermayenin Serbest Nakit akımlarını İndirgeme Modeli (Free Cash Flow to Equity, FCFE) ve
- Serbest Nakit Akım Modeli (Free Cash Flow To Firm, FCFF).

Özsermayenin Serbest Nakit Akımlarını şirket ortaklarının şirketin her türlü finansal yükümlülüklerinin karşılanmasından sonra (Borç ödemeleri ve yeniden yatırım gereksinimleri de dahil olmak üzere) nakit akımlardan aldıkları paylar olarak tanımlamak mümkündür.

FCFE, geleneksel Temettü İndirgeme Modelinden radikal bir ayrılışa işaret etmemektedir.

Özsermayenin serbest nakit akımı modelinin temsil ettiği model gerçek temettülerden çok, potansiyel temettülerin indirgenmiş bir modelidir.

Gelir indirgeme yaklaşımında en çok kullanılan yöntem İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)'dır. İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre bir şirketin değeri; şirketin yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, yönetim kadrosu ve yatırım stratejileri ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akımlarının analizi sonucu elde edilmektedir. Beklenen gelir veya kazançlar, şirketin sermaye yapısı ve geçmişteki performansı ile şirketin gelecekte beklenen görünümü, sektörel ve ekonomik faktörler de göz önünde bulundurulmak suretiyle tahmin edilmektedir.

Gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri; gelecekte oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının, iskonto faktörü ile bugüne indirgenmesi ile hesaplanmaktadır. Böylelikle işletmenin nakit akımının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer belirlenir ve işletmenin toplam değerini vermesi için belirlenen nihai değer de değerlendirme gününe indirgenir.

Bu yöntem özetle, şirketin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının, değerlendirme tarihine indirgenmesi olarak ifade edilebilir. Gelecek yıllardaki nakit akımının indirgenmiş oran ("İndirgeme Oranı") nakit akımlarının zaman değerini gösterdiği gibi işletmenin gelecek operasyon risklerini de yansıtmalıdır.

İndirgeme işlemi piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir.

Genellikle kullanılan indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup ("WACC"), bu oran mevcut borçlanma yapısına karşılık istenilen/hedeflenen finanse etme yapısını gösterir. Bu indirgeme oranı borçtan arındırılmış nakit akımına uygulanır ve işletmenin değeri bulunur.

Özsermaye değeri hesaplanırken, aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan nakit değerlerinin ve banka kredilerinin (var ise) piyasa değeri de göz önüne alınmaktadır. Bu yöntemde nakit akımlarına uygulanan iskonto oranının niteliği dikkate alınarak Şirket'in hisse değeri hesaplanmaktadır.

İNA yöntemi, tüm dünyada işletmelerin değerlemesinde en güvenilir ve en çok uygulanan yöntemlerden biridir. Değerleme çalışması, yapılan varsayımların geçerliliğine bağlıdır. Bu varsayımlar modeli etkileyerek nakit akımlarını oluşturur.

İNA yöntemi, temel olarak potansiyel bir yatırımcının herhangi bir yatırım için ödeyeceği tutarın gelecekte elde etmeyi beklediği nakit kazancına bağlı olduğunu varsayar.

Gelecekteki nakit akımı, bunu sağlayabilmek için gerekli olan yatırımlar, kredi kaynakları ve nakit akımını etkileyen diğer faktörler değerlendirme incelemesi sırasında analiz edilir.

Bu değerlendirme çalışmasında senaryoyu oluşturan tüm rakamlar Şirket yönetiminden temin edilmiştir. Raporda sunulan projeksiyonların ve varsayımların geçerliliği çalışmanın doğası gereği (geleceğe yönelik projeksiyonlar üzerinde çalışıldığından) doğrulanamamaktadır.

9.3.1. Genel Varsayımlar

9.3.1.1. Projeksiyonda Kullanılan Para Birimi

Maya Medya yasal kayıtlarını mevzuat gereği TL aktif para birimi cinsinden tutmakta olup gelir ve gider projeksiyonları Türk Lirası cinsinden hazırlanmış, iskonto oranı vb. her türlü hesaplamalar yine Türk Lirası baz alınarak yapılmıştır.

9.3.1.2. İskonto Oranı

İskonto oranı, belli bir miktarda parayı gelecekte almanın aynı miktarda parayı şimdi almaktan daha az çekici ve daha riskli olduğu gerçeğine dayanır. **İskonto oranı**, yatırımcıların bir işe belirli bir düzeyde risk altında yatırım yapmak için öngörülen yatırım geri dönüş oranı olarak da tanımlanabilir. İskonto oranları, gelecekteki nakit akışlarını net bugünkü değere indirmek için kullanılır. Bir yatırım ne kadar riskli ise iskonto oranı o kadar yüksek ve gelecekte beklenen nakit akışlarının bugünkü değeri o kadar düşük olarak gerçekleşir.

İskonto Oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama Sermaye Maliyeti borç maliyeti ile özsermaye maliyetinin ağırlıklandırılmış ortalamasıdır.

9.3.1.2.1. Sermaye Maliyeti

Sermaye Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM), sermaye maliyeti hesaplanması için en sık kullanılan yöntem olup sermaye maliyeti yatırımcının yatırım konusu şirketten beklediği ortalama getiriye ifade etmektedir. Aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

(Rf): *Risksiz Faiz Oranı*,
(B): *Beta Katsayısı*,
(Rp): *Pazar Riski Primi*,
(Rs): *Şirkete Özel Risk Primi*

olmak üzere,

$$\text{Özsermaye Maliyeti (Ke)} = Rf + [B * (Rp + Rs)]$$

Risksiz Faiz Oranı (Rf): Risksiz faiz oranı, bir yatırımcının faaliyet gösterdiği ülkedeki en düşük getiri seviyesini temsil etmektedir.

TRT130422T13 ISIN Kod'lu T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığınca İhraç Edilen İskontolu Devlet İç Borçlanma Senedi endeksine göre 1 yıl vadeli iç borçlanma senetlerinde risksiz faiz oranı yaklaşık %13,064'tür.⁴¹ Bu oran ile market-risk-premia.com sitesinde yayımlanan⁴² Risk Free Rate (Rf) oranı olan %12,98'in aritmetik ortalaması olan 13,022% olarak risk primi baz alınmıştır.

Beta Katsayısı (B): Bir hisse senedi fiyatının, borsada işlem gören diğer tüm şirketlerin hisse senetlerinin karşısındaki volatilitesinin ölçüsüdür. Beta katsayısı, sektörel riskin ölçüsü olup, değerlendirme konusu şirketin riskinden bağımsızdır. Şirketin halka açık olmaması nedeniyle, kaldıraçlı beta sayısı baz alınarak hesaplama yapılması mümkün olmamıştır.

Bu çalışmada şirket reel değerlerinin, finansal piyasa değerlerine yakınsanması maksadıyla, Beta, Şirket ile aynı sektörde faaliyet göstermekte olan halka açık şirketlerin betalarının ortalama değeri olan 0,88 dikkate alınmıştır.

Pazar Riski Primi (Rp): Hazine bonusu ve devlet tahvili gibi risksiz sayılabilecek yatırımlar yerine daha riskli hisse senetlerine yatırım yapmak için gerekli ortalama risk primini ifade etmektedir. Ölenemeyen piyasa riski ile risksiz getiri arasındaki oransal farktan oluşturmaktadır. Piyasa Risk Primini, yani yatırımcıların hisse senedi piyasalarına yatırım yaparak risksiz faiz getirişi üzerinde bekledikleri getiriye ifade eder.

Bu çalışmada, Vadesi bir yıl olan Londra para piyasasında yürütülen kredilerle risksiz faiz oranı arasında olan mesafe olan (%18,1116 – 13,323 =) %4,7886⁴³ ile market-risk-premia.com sitesinde yayımlanan⁴⁴ Implied Market Risk Premium (IMRP) oranı olan 5,44%'ün aritmetik ortalaması olan 5,114% olarak risk primi baz alınmıştır.

⁴¹ 28 Şubat 2021 tarihli Resmi Gazete'de ilan edilen bilgilere göre, Devlet İç Borçlanma Senetlerinden 409 gün vadeli, TRT130422T13 ISIN Kod'lu olanın bugünkü değeri, 100.-TL üzerinden 85.044.-TL., 45 gün vadeli, TRT140421T13 ISIN Kod'lu olanın bugünkü değeri 100.-TL üzerinden 98.367.-TL., 409 gün – 45 gün = 365 gün vadeli olanın getirisi = (98.367.-TL – 85.044=) 13,323 TL.

⁴² www.market-risk-premia.com

⁴³ <http://www.tclibor.org/> (erişim tarihi: 28.02.2021)

⁴⁴ www.market-risk-premia.com

Şirkete Özel Risk Primi (Rs): Raporun “6.3.2.1. Türkiye’de Medya ve Reklam Yatırımları” başlıklı bölümünde belirtildiği üzere, Türkiye’de medya ve reklam yatırımları toplamı, pandemiye rağmen, 2019 yılına göre %58,1 oranında büyümüştür. Dolayısıyla iş hacminde daralma beklenmemektedir. Bununla birlikte, bu çalışmada, ihtiyatlı davranılarak Pazar riski priminin (5,24%) yarısı olan 2,62%, Şirkete özel risk primi olarak dikkate alınmıştır.

Buna göre, Sermaye Maliyeti aşağıda görüleceği üzere, 20,074% olarak hesaplanmıştır.

	İskonto Oranı
Rf Risksiz Faiz Oranı	13,022%
Rp Pazar Risk Primi	5,114%
Rş Şirkete Özel Risk	2,557%
B Beta	88%
Sermaye Maliyeti (Ke) = $Rf + B * (Rp + Rş) = 13,022 + 0,88 * (5,114 + 2,557) =$	19,773%

CAPM’in Varsayımları

- Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı vardır ve bunlardan hiçbirinin işlemleri piyasadaki fiyatları etkileyecek güçte değildir,
- Bütün yatırımcılar fayda fonksiyonlarını maksimum yapmak isterler ve riskten kaçınırlar. Aynı beklenen getiriye sahip iki yatırım seçeneği varsa yatırımcılar getirisinin varyansı küçük olan yatırım seçeneğini tercih edeceklerdir,
- İşlem maliyetleri ve vergiler yoktur,
- Yatırımcıların hepsi alternatif yatırımlarla ilgili bütün bilgilere sahiptir ve bu bilgilerin elde edilmesinin bir maliyeti yoktur,
- Yatırımcılar getirilerin beklenen değeri, standart sapması ve korelasyon yapısı konusunda tek dönemlik homojen beklentilere sahiptirler,
- Bütün yatırımcılar için, yatırım dönemi aynıdır ve menkul kıymetler aynı dönem süresince elde tutulmaktadır,
- Piyasada risksiz menkul kıymetler vardır. Risksiz menkul kıymetler üzerinden istenildiği kadar borç alma veya verme olanağı bulunmaktadır. Bütün yatırımcılar risksiz faiz oranından borç verebilmekte veya alabilmektedirler ve bireysel veya kurumsal yatırımcı için bu oran değişmemektedir,
- Yatırımcılar için kısa satış olanakları sınırsızdır,
- Yatırım yapılacak varlıklar sonsuz olarak bölünebilmektedir. Yani, her yatırımcı herhangi bir menkul kıymete istediği kadar küçük miktarda yatırım yapabilecektir,
- Bütün yatırımcılar yatırım kararlarını menkul kıymet getirilerinin olasılık dağılımına göre almaktadırlar. Bu olasılık dağılımının normal dağılıma yaklaştığı varsayılmaktadır.

9.3.1.2.2. Borçlanma Maliyeti

Borçlanma maliyetleri, bir işletme tarafından yapılan borçlanmalarla ilgili olarak katılan faiz ve diğer giderlerdir. Borçlanma maliyetleri arasında, kredili mevduat hesabı ile kısa ve uzun vadeli borçlanmalara uygulanan faizler, borçlanmalarla ilgili iskonto ve primlerin itfaları, borç anlaşmalarının düzenlenmeleri ile ilgili olarak oluşan diğer maliyetlerin itfaları, “TMS 17 Kiralama İşlemleri” Standardı uyarınca finansal tablolara yansıtılan finansal kiralamalara ilişkin borçlanma maliyetleri ve yabancı para ile borçlanmalarda, faiz maliyetlerine yönelik düzeltme olarak dikkate alındıkları ölçüde olmak üzere, kur farkları vb. yer almaktadır.

Bir özellikli varlığın elde edilmesi, inşası veya üretimi ile doğrudan ilişkilendirilebilen borçlanma maliyetleri bu varlığın maliyetinin bir parçasını oluşturur. Diğer borçlanma maliyetleri gider olarak muhasebeleştirilir.⁴⁵

Şirketin mevcut borçları ve yenileme maliyetleri (TCMB verileri) dikkate alınarak **%15,7** (vergi sonrası) olarak dikkate alınmıştır.

⁴⁵ https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/T%C3%BCrkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1/TMSTFRS2018Seti/TMS/TMS_23_2018.pdf

9.3.1.2.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Değerleme çalışmaları iskonto oranı varsayımına duyarlıdır. İskonto oranı, yatırımcıların bir işe belirli bir risk altında yatırım yapmak için öngördükleri yatırım geri dönüş oranı olarak sübjektif bir değer de taşıyabilir.

Daha önce de belirtildiği üzere, **iskonto oranı** olarak **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti**'nin kullanılması öngörülmüştür.

Gelecekte oluşacağı tahmin edilen nakit akımları, borç maliyeti ile özsermaye maliyetinin ağırlıklandırılmış ortalaması olarak ifade edilen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgenmektedir.

İskonto oranı olarak değerlemede kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesaplamasında en yaygın kullanılan risk ve getiri modeli olan "Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli" (Capital Asset Pricing Model (CAPM) kullanılmıştır.

"Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli" (CAPM); risksiz faiz oranı, beta ve Pazar riski primi olmak üzere üç bileşenden oluşmaktadır.

		İskonto Oranı
R_f	Risksiz Faiz Oranı	13,022%
R_p	Pazar Risk Primi	5,114%
R_s	Şirkete Özel Risk	2,557%
B	Beta	0,88%
K_e	Sermaye Maliyeti (K_e) = $R_f + B \cdot (R_p + R_s) = 13,022 + [0,88 \cdot (5,114 + 2,557)]$	19,773%
K_d	Borçlanma Maliyeti	15,70%
	$AOSM = K_d \cdot [d / (d + e)] + K_e \cdot [e / (d + e)]$	
	$AOSM = [0,13022 \cdot (103.599.126 / 113.971.770)] + [0,19773 \cdot (10.372.644 / 113.971.770)]$	13,6364%

9.3.1.2. Projeksiyonların Kapsadığı Süre

Projeksiyonlar 2021-2030 dönemini kapsamaktadır. Şirket faaliyetlerinin teorik olarak sonsuza kadar devam edeceği varsayımı altında 2030 yılı sonu itibarıyla süregelen değere esas nakit akımları üzerinden son yıla ait iskonto oranı ile "Süregelen Değer" hesaplanmıştır.

9.3.1.3. Gelir ve Giderler

Müşterilerine mevcut tüm mecralar üzerinden reklam hizmeti veren Şirket'in gelirleri 2017-2019 döneminde düzenli olarak artış göstermiş olup 2020 yılında ciddi bir düşüşle karşılaşmıştır.

Şirket verilerinin incelenmesi neticesinde bu düşüşün pandemi nedeniyle oluşan olumsuz etkilerden ziyade önemli bir müşterinin kaybı olduğu görülmüştür. Projeksiyonlar, bu müşterinin yerine ikame edilecek büyük müşteri veya müşterilerin portföye kazandırılacağı varsayımına dayanmaktadır. Projeksiyon döneminde;

- Gelirlerin 2021 yılında 150 Milyon TL., izleyen yıllarda ise yıllık bazda ortalama %7 büyüyeceği,
- Hizmet maliyetlerinin, o yılın satış gelirlerinin %93'ü oranında gerçekleşeceği,
- Faaliyet giderlerinin yıllık ortalama %8,5 oranında artacağı,
- Şirketin sonsuz dönem büyüme oranı %2 olacağı

öngörülmüştür.

Şirketin, ilişkili tarafı olan İlbak Holding A.Ş.'den yönetim hizmeti alımları 2020 yılında sona ermiş olup, projeksiyon dönemini kapsamayan 2021-2030 yılı döneminde bu hizmetlere ilişkin herhangi bir gider oluşmayacağı öngörülmüştür.

-Şirket yatırım harcaması yapmayı planlamamaktadır.

-Şirket artan finansal gücü ile daha yüksek bir satış hacmi ve kâr marjı elde etmeyi amaçlamaktadır.

9.3.1.3.1. Gelir ve Giderlerdeki Kırılmalar

a) Hizmet Bedelleri

Büyük volümlü müşteriler hacim üzerinden komisyon gelirlerinin büyük bir kısmını iade aldıkları için yüksek sabit hizmet bedeli ile çalışmaktadır. 2017-2019 döneminde bu çalışma prensibi ile hareket eden Turkcell firması, 2020 yılından itibaren Şirketin müşterileri arasında yer almadığından, firmanın satışlarını etkilemiştir. 2021 yılından itibaren Şirketin satışlarında önemli bir kırılma beklenmemektedir.

b) Sinema Gelirleri

Sinema gelirleri, Şirketin Yapımcı'dan aldığı sinema filmlerini, yayın karşılığı kanallara satışından elde edilen gelirdir. 2020 yılında pandemi dolayısı ile kanalların dizi çekimlerinde yaşanan aksaklıklar, film satışlarını pozitif etkilemiştir. Ancak 2021 itibari ile sinema gelirlerinde 2020 yılına göre küçülme beklenmektedir.

c) Brüt MVD (Risturn) Geliri: Hacim komisyon gelirleri mecra bazında farklılık göstermektedir. Örneğin; oranlar offline mecralarda daha düşük, İnternet mecralarda daha yüksektir. İnternet mecralarının da özellikle 2020 yılında genel pazarda büyüme trendi ile paralel olarak büyümesi beklenmektedir.

d) İade Edilen MVD (Risturn) Geliri: Şirketin, büyük volümlü müşterileri, hacim komisyon gelirlerinin büyük bir kısmını iade aldıklarından dolayı; 2017-2019 döneminde yüksek oranlı hacim komisyon gideri iadesi söz konusu olmuştur. Şirketin mevcut müşteri portföyündeki hacim komisyon gideri iadesine oranları baz alınarak 2020 yılına paralel olarak gelişmesi beklenmektedir.

9.3.1.3.2. Müşteri Bazında 2021 Yılına İlişkin Gelir Beklentileri

Müşteriler	Notlar	Sektor	Hasılat-2021
2020 Müşterileri	Şirketin, 2020 yılında müşterilerinden sağladığı hasılat (114.247.000) %7 oranında büyüme potansiyeli barındırmaktadır.	Mevcut portföy	122.240.000
2021 Müşteri 1	Şirket, 2021 yılı Mart ayında Türkiye'nin büyük ihracat gruplarının konkurunu Ajans olarak kazanmıştır. Şirketin bu yeni müşterisi, yoğun olarak yabancı mecra kullanımı yaparak risturn oranında artış sağlayacaktır.	İhracat	108.000.000
2021 Müşteri 4	Şirketin, mevcut müşterilerinin 2021 yılı itibariyle E-Ticaret ile ilgili operasyonlarını da devralması nedeniyle mevcut cirosunun büyümesi beklenilmektedir.	Tekstil	12.000.000
2021 Müşteri 2	2020 yılı sonu itibariyle Şirket, Türkiye'deki büyük bir grubun bebek bezi markasının işlerini üstlenmiştir. 2020 yılına büyük etkisi olmayan söz konusu işlerden sağlanan hasılatın, 2021 yılının ilk 3 ayında hedeflenen ciroya yaklaştığı söylenebilir.	Bebek bezi	9.500.000
2021 Müşteri 5	Şirket, daha önce grup şirketleriyle çalışmış olan ve Türkiye'de, küçük ev aletleri sektöründe faaliyet gösteren bir firmanın reklam işlerini üstlenmiştir. 2021 yılı için görüşmeler olumlu şekilde devam ettiğinden, sözü edilen firma ile geçmiş yıllarda yapılan işler dikkate alınarak elde edilecek hasılatın 8 Milyon TL. civarında olabileceği öngörülmüştür.	Küçük ev aletleri	8.000.000
2021 Müşteri 3	Şirket, Türkiye'de faaliyet göstermekte olan büyük bir enerji grubu ile anlaşmış olup, 4,5 milyon TL. tutarında TV yoğunluklu reklam işlerine başlamış bulunmaktadır.	Enerji	4.500.000
Toplam			264.240.000

9.3.1.4. Vergi

Vergi oranı %20 olarak dikkate alınmıştır.

9.3.1.5. İşletme Sermayesi

Alacak tahsil süresi 111 gün, borç devir süresi 147 gün, stok devir süresi "0" olarak dikkate alınmıştır. (Şirketin 2020 yılı bilançosunda stoklar yer almaktaysa da, hizmet işletmesi olan Şirkette stok olmadığı varsayılmıştır.)

9.3.2. Gelir Tablosu Projeksiyonları

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar ⁴⁶	114.247.000	264.247.000	282.744.290	302.536.390	323.713.938	346.373.913	370.620.087	396.563.493	424.322.938	454.025.543	485.807.332
Satışların Maliyeti	-101.646.017	-241.646.017	-258.428.281	-276.518.261	-295.874.539	-316.585.757	-338.746.760	-362.459.033	-387.831.165	-414.979.347	-444.027.901
Brüt kar	12.600.983	22.600.983	24.316.009	26.018.130	27.839.399	29.788.157	31.873.327	34.104.460	36.491.773	39.046.197	41.779.431
Faaliyet Giderleri	-5.291.293	-5.767.509	-6.286.585	-6.820.945	-7.400.725	-8.029.786	-8.712.318	-9.452.865	-10.256.359	-11.128.149	-12.074.042
Net Faaliyet Karı	5.524.149	14.826.780	15.761.857	16.631.987	17.542.395	18.494.074	19.487.924	20.524.733	21.605.151	22.729.667	23.898.575
Vergi (-)	-1.215.313	-2.965.356	-3.152.371	-3.326.397	-3.508.479	-3.698.815	-3.897.585	-4.104.947	-4.321.030	-4.545.933	-4.779.715
Amortisman Giderleri	-204.260	-204.260	-218.558	-233.857	-250.227	-267.743	-286.485	-306.539	-327.997	-350.957	-375.524
Sermaye Harcamaları	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brüt Nakit Akımı	4.513.096	12.065.684	12.828.044	13.539.447	14.284.143	15.063.002	15.876.824	16.726.326	17.612.118	18.534.691	19.494.384
Alacak Tahsil Süresi	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111
Borç Ödeme Süresi	147	147	147	147	147	147	147	147	147	147	147
Çalışma Sermayesi ve Değişimi	1.501.999	18.411.697	1.129.388	1.262.736	1.351.128	1.445.706	1.546.906	1.655.189	1.771.053	1.895.026	-2.027.678
Serbest Nakit Akışları	6.015.095	30.477.381	13.957.432	14.802.183	15.635.271	16.508.709	17.423.730	18.381.515	19.383.171	20.429.717	17.466.706
Kısmi Dönem Düzeltme		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Düzeltilmiş Serbest Nakit Akışları		30.477.381	13.957.432	14.802.183	15.635.271	16.508.709	17.423.730	18.381.515	19.383.171	20.429.717	17.466.706
Ağırlıklı Sermaye Ortalama Maliyeti		0,2062	0,2062	0,2062	0,2062	0,2062	0,2062	0,2062	0,2062	0,2062	0,2062
İndirgeme Dönemi		0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	6,50	7,50	8,50	9,50
İndirgeme Faktörü		0,9105	0,7549	0,6258	0,5188	0,4301	0,3566	0,2956	0,2451	0,2032	0,1685
İndirgenmiş Nakit Akışları		27.750.319	10.536.018	9.263.550	8.112.184	7.101.108	6.213.479	5.434.451	4.750.944	4.151.434	2.942.574

⁴⁶ Gelirlerin 2021 yılında 150 Milyon TL. artarak 264.247.000 TL. olarak gerçekleşeceği, izleyen yıllarda ise yıllık bazda ortalama %7 büyüyeceği, hizmet maliyetlerinin, 2021 yılından itibaren satış gelirlerinin %93'ü oranında gerçekleşeceği, faaliyet giderlerinin yıllık ortalama %8,5 oranında artacağı, Şirketin sonsuz dönem büyüme oranı %2 olacağı varsayımlarına dayanmaktadır.

9.3.3. Nakit Akış Tablosu Projeksiyonları

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	114.247.000	264.247.000	282.744.290	302.536.390	323.713.938	346.373.913	370.620.087	396.563.493	424.322.938	454.025.543	485.807.332
Satışların Maliyeti	-101.646.017	-245.749.710	-262.952.190	-281.358.843	-301.053.962	-322.127.739	-344.676.681	-368.804.049	-394.620.332	-422.243.755	-451.800.818
Brüt kar	12.600.983	18.497.290	19.792.100	21.177.547	22.659.976	24.246.174	25.943.406	27.759.445	29.702.606	31.781.788	34.006.513
Faaliyet Giderleri	-5.291.293	-5.767.509	-6.286.585	-6.820.945	-7.400.725	-8.029.786	-8.712.318	-9.452.865	-10.256.359	-11.128.149	-12.074.042
Net Faaliyet Karı	5.524.149	10.723.087	11.237.948	11.791.405	12.362.972	12.952.091	13.558.002	14.179.717	14.815.984	15.465.259	16.125.658
Vergi (-)	-1.215.313	-2.144.617	-2.247.590	-2.358.281	-2.472.594	-2.590.418	-2.711.600	-2.835.943	-2.963.197	-3.093.052	-3.225.132
Amortisman Giderleri	204.260	204.260	218.558	233.857	250.227	267.743	286.485	306.539	327.997	350.957	375.524
Sermaye Harcamaları	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brüt Nakit Akımı	4.513.096	8.782.729	9.208.917	9.666.981	10.140.605	10.629.416	11.132.887	11.650.313	12.180.785	12.723.164	13.276.050
Alacak Tahsil Süresi ⁴⁷	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111
Borç Ödeme Süresi ⁴⁸	147	147	147	147	147	147	147	147	147	147	147
Çalışma Sermayesi ve Değişimi⁴⁹	1.501.999	20.087.371	1.300.976	1.392.044	1.489.487	1.593.752	1.705.314	1.824.686	1.952.414	2.089.083	2.235.319
Serbest Nakit Akışları ⁵⁰	6.015.095	28.870.101	10.509.893	11.059.025	11.630.092	12.223.168	12.838.202	13.474.999	14.133.199	14.812.247	15.465.259
Kısmi Dönem Düzeltme											
Düzeltilmiş Serbest Nakit Akışları											
Ağırlıklı Sermaye Ortalama Maliyeti											
İndirgenme Dönemi											
İndirgenme Faktörü											
İndirgenmiş Nakit Akışları⁵¹											
Ticari Alacaklar ⁵²	69.450.186	81.762.426	87.485.796	93.609.801	100.162.488	107.173.862	114.676.032	122.703.354	131.292.589	140.483.070	150.316.885
Stoklar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ticari Borçlar⁵³	-67.948.187	-98.672.124	-105.524.881	-112.911.623	-120.815.437	-129.272.517	-138.321.594	-148.004.105	-158.364.392	-169.449.900	-181.311.393
Çalışma Sermayesi⁵⁴	1.501.999	-16.909.698	-18.039.086	-19.301.822	-20.652.949	-22.098.656	-23.645.562	-25.300.751	-27.071.803	-28.966.830	-30.994.508
Çalışma Sermayesi Değişimi		18.411.697	1.129.388	1.262.736	1.351.128	1.445.706	1.546.906	1.655.189	1.771.053	1.895.026	2.027.678

⁴⁷ 2021 ve izleyen yıllara ilişkin Alacak Tahsil Süresi; 2017, 2018, 2019 ve 2020 yılı mali tabloları dikkate alınarak hesaplanan ortalama devir hızı kullanılarak hesaplanmıştır.

⁴⁸ 2021 ve izleyen yıllara ilişkin Borç Ödeme Süresi; 2017, 2018, 2019 ve 2020 yılı mali tablolarında dikkate alınarak hesaplanan ortalama devir hızı kullanılarak hesaplanmıştır.

⁴⁹ Buradaki çalışma sermayesi, alacak tahsil ve borç ödeme süreleri dikkate alınarak hesaplanan çalışma sermayesindeki değişimleri ifade etmektedir. Değerleme konusu şirket hizmet işletmesi olduğundan stok bulunmadığı varsayılmıştır.

⁵⁰ Buradaki çalışma sermayesi, alacak tahsil ve borç ödeme süreleri dikkate alınarak hesaplanan çalışma sermayesindeki değişimleri ifade etmektedir. Değerleme konusu şirket hizmet işletmesi olduğundan stok bulunmadığı varsayılmıştır.

⁵¹ Tüm nakit akışlarının ilgili dönem ortasında oluştuğu varsayılmış ve her yıl oluşan nakit akışlarının iskonto faktörü ile çarpılması suretiyle nakit akımları bugünkü değere indirgenmiştir.

⁵² Ticari alacak tutarı, 2020 yılı için 2020 yılı bilançosundaki kısa ve uzun vadeli ticari alacaklar toplanarak hesaplanmıştır. İzleyen yıllar için hesaplama ise, alacak tahsil süresi dikkate alınarak yapılmıştır.

⁵³ Ticari borç tutarı, 2020 yılı için 2020 yılı bilançosundaki kısa ve uzun vadeli ticari borçlar toplanarak hesaplanmıştır. İzleyen yıllar için ise, hesaplama borç ödeme süresi dikkate alınarak hesaplanmıştır.

⁵⁴ Çalışma sermayesi, alacak tahsil ve borç ödeme süreleri dikkate alınarak hesaplanmıştır. Değerleme konusu şirket hizmet işletmesi olduğundan stok bulunmadığı varsayılmıştır.

9.3.4. Şirketin Süregelen Değeri ile Özsermayesinin Pazar Değeri

İndirgenmiş Nakit akışları Yönteminde, şirketin projeksiyon dönemi sonrasında faaliyetlerine devam edeceği varsayılarak projeksiyon dönemi sonrası için bir devam eden değer tahmini yapılır.

$$\text{Şirketin Süregelen Değeri} = \frac{\text{Son Yıl Nakit Akışı} \times (1 + \text{Büyüme Oranı}) / (\text{İskonto Oranı} - \text{Büyüme Oranı})}{\text{Son yıla ait iskonto faktörü}}$$

$$\text{Şirketin Süregelen Değeri} = \frac{\text{Gelecek Dönem Beklenen Nakit Akımı}}{(\text{İskonto Oranı} - \text{Büyüme Oranı})}$$

Kabul edilen varsayımların ve projeksiyonların gerçekleşmesi şartına bağlı olarak, projeksiyon döneminin son yılı olan 2030 yılına ilişkin nakit akımları üzerinden Şirketin Süregelen Değeri ("Devam Eden Değer" ya da "Terminal Değer") aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Süregelen Değer Hesaplaması	
Normalleştirilmiş Nakit Akışı (Son Yıla Ait Tutar)	11.040.731
İndirgeme Oranı	%13,6364
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	%2,00
İndirgeme Faktörü (Son Yıla Ait)	%16,847
Uzun Vadeli Akışlarının Bugünkü Değeri (Süregelen Değer)	16.304.292

Raporda belirtilen varsayımlara ve projeksiyonların gerçekleşmesine bağlı olarak, Şirket tarafından,

- Projeksiyon dönemi boyunca yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı **84.022.786 TL.**
- Projeksiyon dönemi sonrasında yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı **16.304.292 TL.**
- Yaratılacak nakit akımlarının toplam bugünkü değerleri toplamı **107.297.054 TL.**

olarak hesaplanmaktadır.

Bu tutarların toplamına, 31.12.2020 tarihli bilançoda yer alan; operasyonel olmayan (Hazır Değerler + Menkul Değerler =) **5.497.069 TL.** ile diğer alacaklar ilave edilip, kısa ve uzun vadeli finansal borçlar düşülerek İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine göre Şirketin değeri hesaplanmış olmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine göre Şirketin değeri, aşağıdaki tabloda detaylı olarak gösterildiği üzere **111.704.673 TL.** olarak hesaplanmıştır.

(+) Serbest Nakit Akışların Bugünkü Değeri (TL.)	84.022.786
(+) Uzun Vadeli Net Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri (TL.)	16.304.292
(+) Nakit ve Nakit Benzerleri (TL.)	5.497.069
(+) Diğer Alacaklar (TL.)	2.335.814
(-) Diğer Borçlar (TL.)	-
(-) Kısa Vadeli Finansal Borçlar (TL.)	-1.545.657
(-) Uzun Vadeli Finansal Borçlar (TL.)	-1.879.606
Şirketin İndirgenmiş Nakit Akımına Göre Değeri (TL)	104.734.698

10. SONUÇ

Şirketin tahmini piyasa değerini belirlemek için, aktif bazlı değerlendirme (düzeltilmiş net aktif değeri), piyasa bazlı değerlendirme (çarpan analizine dayalı değerlendirme) ve gelir bazlı değerlendirme (indirgenmiş nakit akımlarına dayalı değerlendirme) yöntemlerine başvurulmuştur. Başvurulan değerlendirme yöntemlerinden;

İndirgenmiş nakit akım yöntemi, gelecekle ilgili beklentileri daha iyi yansıttığı için daha gerçekçi kabul edilmiştir.

Çarpan analizi yöntemi, hesaplama esas alınan emsal şirket sayısının yeterli olmaması ve değerlendirme konusu şirket ile emsal alınan şirketlerin farklılıklar gösterme ihtimali nedeniyle ihtiyatlı şekilde dikkate alınmıştır.

Net aktif değeri yöntemi ise, değerlendirme konusu şirketin hizmet sektöründe faaliyet gösteriyor olması nedeniyle daha ihtiyatlı dikkate alınmıştır.

Açıklanan nedenlerle, Şirketin nihai değerinin hesaplanması için, değerlemede daha yoğun bir kullanıma sahip İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemine %70, Çarpan Analizine Dayalı Değerleme Yöntemine %15 ve Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yöntemine %15 değer verilmesi uygun görülmüştür.

Buna göre şirketin nihai değeri, aşağıda belirtildiği üzere, 116.249.682 TL. olarak hesaplanmıştır.

Hesaplama Yöntemi	Hesaplanan Değer(TL)	Ağırlık Oranı	Ağırlıklı Değer (TL)
<i>İndirgenmiş Nakit Akımlarına Dayalı Değerleme</i>	104.734.698	%70	73.314.289
<i>Çarpan Analizine Dayalı Değerleme</i>	275.863.317	%15	41.379.498
<i>Düzeltilmiş Net Aktif Değerine Dayalı Değerleme</i>	10.372.644	%15	1.555.896
AĞIRLIKLIL ORAN DİKKATE ALINARAK HESAPLANAN DEĞERİ		%100	116.249.682