



**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin  
Denetimden Sorumlu Komite Tarafından Hazırlanan Gerçekleşme ve  
Değerlendirme Raporu (2021 yılı 12 Aylık Malî Tablolara İlişkin)**

**MİA TEKNOLOJİ ANONİM ŞİRKETİ TARAFINDAN SERMAYE  
PİYASASI KURULU'NUN VII-128.1 SAYILI PAY TEBLİĞİ'NİN 29/5  
MADDESİ UYARINCA HAZIRLANMIŞTIR.**

**18.02.2022**

## 1. RAPORUN AMACI

Bu raporun amacı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi uyarınca Şirket'in halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmedi ise nedeninin açıklanmasıdır.

## 2. DEĞERLEMeye İLİŞKİN VARSAYIM, SINIRLAYICI ŞART, ÖZEL VE OLAĞANDIŞI VARSAYIMLAR

Halka arz sürecinde Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan ve Şirketimizin internet sitesi ile KAP üzerinden yatırımcıların bilgisine sunulan 02/11/2021 tarihli fiyat tespit raporunda (Rapor) kullanılan ifadeler ve varsayımlar aşağıdaki şekildedir.

Bu çalışma, Şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilmiştir. Bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır. Şirket'in tâbi olduğu mevzuatın öngördüğü yükümlülükleri yerine getireceği varsayılmış, yararlanılacak teşvikler konusunda bir değerlendirme yapılmamıştır.

MİA Teknoloji A.Ş. için değerlendirme ve fiyat tespit çalışmasında; Şirket'in 01 Ocak-30 Haziran 2021, 01 Ocak-30 Haziran 2020; 01 Ocak-31 Aralık 2020, 01 Ocak-31 Aralık 2019 ve 01 Ocak-31 Aralık 2018 malî dönemlerine ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş olan finansal tabloları esas alınmıştır. Ayrıca Şirket yönetimi tarafından sağlanan satış yöntemi, ihale süreçleri, tahsilat ve ödeme koşulları gibi bazı bilgiler veri alınarak bu verilerin Şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir.

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

i) Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı malî kriz, doğal afetler, olağandışı siyasî ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukukî gelişmeler vs. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,

ii) Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,

iii) Türkiye ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gelişmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden önemli oranda sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin malî yapısı ve defter değeri
- İşletmenin kâr yaratma kapasitesi
- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri

### 3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

Değerleme çalışması; SPK'nın III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütülmüş olup tüm yönleriyle ilgili standartlara uygundur. Buna göre; Şirket değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanır. Bu temel değerleme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içerir. Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıkların içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekir.

Bu yöntemler;

- a) Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)
  - b) Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları İNA)
  - c) Maliyet (Net Aktif Değer) Yaklaşımı
- olarak sıralanabilir.

Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder.

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir carî değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

Maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. no'lu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamamaktadır. MİA Teknoloji Anonim Şirketi'nin faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak yapılan değerleme çalışmasında "**Pazar Yaklaşımı**" ile "**Gelir Yaklaşımı**" yöntemleri kullanılmıştır. Kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygundur.

Yöntemlerin verdiği sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

| Değerleme Yöntemi                                                                          | Piyasa Değeri (TL) | Hisse Başına Değer (TL) |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|-------------------------|
| 1) Pazar Yaklaşımı Yöntemi                                                                 | 551.576.841        | 18,39                   |
| 2) Gelir Yaklaşımı Yöntemi                                                                 | 656.679.541        | 21,89                   |
| <b>Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (Pazar yaklaşımı %50, Gelir yaklaşımı %50 ağırlık)</b> | <b>604.128.191</b> | <b>20,14</b>            |
| İskonto Tutarı (%22)                                                                       | 130.189.625        |                         |
| <b>İskontolu Şirket Değeri</b>                                                             | <b>473.938.566</b> | <b>15,80</b>            |

İki yönteme eşit ağırlık verilmiş ve sonuç olarak MİA Teknoloji için yapılan değerleme çalışmaları neticesinde Şirket değeri **604.128.191 TL** olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 30.000.000 TL'ye göre birim pay değeri **20,14 TL**'ye karşılık gelmektedir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine **%22** oranında **halka arz iskontosu** uygulanarak, **15,80 TL** olarak belirlenmiştir.

### 3.1. "PAZAR YAKLAŞIMI" YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

"Pazar Yaklaşımı" yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplanmasında genel kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlar olan;

- 1) "Fiyat / Kazanç" (F/K)
  - 2) "Firma Değeri/FAVÖK" (FD/FAVÖK)
  - 3) "Firma Değeri/Satışlar" (FD/Satışlar)
- oranlarına yer verilmiştir.

Şirketin geçmiş 3 yıllık dönem verileri göz önüne alındığında istikrarlı bir kâr marjı sergilemesi, F/K çarpanının Şirket değerlemesinde sıklıkla kullanılması ve hisse senetleri arasında karşılaştırma yapmaya uygun olması dikkate alınarak F/K çarpanı değerlemede kullanılmıştır. Şirket'in nakit yaratma kapasitesi, ülkeler arası vergilendirme farklılıklarını ortadan kaldırması, Şirketin gelecekte kar yaratma kapasitesini göstermesi, Şirketin faaliyetlerinden sağladığı karları dikkate alarak faaliyet kârı üzerinden analizi mümkün kılması nedeniyle FD/FAVÖK çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

Şirket' in cirosu üzerinden analizi mümkün kılması nedeniyle FD/Satışlar çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında **medyan** kullanılmış ve uç değerler değerlendirme harici tutulmuştur.

Şirket'in ana faaliyet konusu yazılımdır. Dolayısıyla, Şirket'in faaliyet konusu ile doğrudan yakınlık gösterdiği için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan çarpanlarda **(i) BİST-Yazılım Şirketleri**, **(ii) Yurtdışı Benzer Şirketler** olarak sınıflandırılan halka açık ortaklıkların 01.11.2021 tarihi itibarıyla hesaplanan değerleri kullanılmıştır. Baz alınan veriler çarpan analizi uygulanabilmesi için gerekli güvenilirliğe sahiptir.

#### i) BİST-Yazılım Şirketleri

Değerlemede baz alınan BİST-Yazılım Şirketlerinin 01.11.2021 tarihi itibarıyla çarpanları aşağıdaki gibidir:

| Şirketler* | FD/FAVÖK  | F/K    | FD/Satışlar |
|------------|-----------|--------|-------------|
| ARDYZ      | 7,68      | 8,60   | 4,59        |
| ATATP      | (135,27)  | zarar  | (189,39)    |
| FONET      | 14,02     | 16,78  | 7,18        |
| KFEIN      | 7,77      | 24,81  | 1,98        |
| KRONT      | 46,74     | 53,67  | 7,69        |
| LINK       | 21,11     | 27,90  | 13,52       |
| LOGO       | 14,18     | 20,94  | 5,86        |
| MANAS      | 45,44     | 74,56  | 20,03       |
| MTRKS      | 11,93     | 20,40  | 3,86        |
| PAPIL      | (4396,72) | 40,07  | 12,84       |
| PENTA      | 157,11    | 136,87 | 10,58       |

|               |              |              |             |
|---------------|--------------|--------------|-------------|
| PKART         | 12,89        | 22,46        | 1,21        |
| SMART         | 9,08         | 36,42        | 5,61        |
| VBTYZ         | 22,11        | 30,56        | 4,35        |
| <b>Medyan</b> | <b>14,02</b> | <b>26,36</b> | <b>5,74</b> |

Kaynak: Finnet

\* Negatif veriler ile standart sapmanın 3 katını aşan veriler aşırı uç olarak değerlendirilmiş ve medyan hesabına dahil edilmemiştir.

## ii) Yurtdışı Benzer Şirketler

Değerlemede baz alınan Yurtdışı benzer şirketlerinin 01.11.2021 tarihi itibarıyla rasyoları aşağıdaki gibidir.

| Şirketler*    | FD/FAVÖK     | F/K          | FD/Satışlar |
|---------------|--------------|--------------|-------------|
| PALT          | 16,73        | 12,27        | 3,43        |
| SSNT          | 9,56         | 29,40        | 0,55        |
| NTWK          | 4,02         | 30,13        | 0,56        |
| MNDO          | 8,17         | 11,48        | 2,10        |
| IFBD          | 12,26        | 15,09        | 4,25        |
| WFCF          | 17,14        | 27,88        | 3,27        |
| PCYG          | 17,13        | 31,50        | 4,41        |
| BMTX          | 3,53         | 4,40         | 5,61        |
| ASUR          | 51,04        | zarar        | 2,76        |
| ZDGE          | 19,03        | 26,20        | 8,16        |
| PUBM          | 20,33        | 34,64        | 7,03        |
| IMMR          | 9,23         | 12,89        | 4,28        |
| CMCM          | 0,05         | 2,59         | (0,02)      |
| MIXT          | 13,77        | 13,92        | 1,88        |
| XELA          | 19,35        | zarar        | 1,56        |
| INS           | 23,49        | 43,19        | 8,21        |
| PRTH          | 5,21         | 27,79        | 1,87        |
| EGAN          | 27,89        | 49,14        | 3,36        |
| BNFT          | 17,79        | zarar        | 1,98        |
| ZIXI          | (0,07)       | zarar        | 0,02        |
| SSTI          | 66,55        | 3,89         | 8,19        |
| MOGO          | 17,65        | 135,86       | 9,1         |
| SOS           | 60,09        | 1,68         | 1,06        |
| BCOV          | 22,16        | 45,09        | 1,76        |
| BTBT          | 16,28        | 18,11        | 8,28        |
| RAAS          | (0,31)       | zarar        | 0,22        |
| ABST          | 40,26        | 160,57       | 3,55        |
| DBD           | 10,79        | zarar        | 0,71        |
| ECOM          | 25,31        | 39,86        | 4,31        |
| TCX           | 25,97        | 130,63       | 3,52        |
| IIIV          | 36,12        | zarar        | 3,74        |
| RMNI          | 33,07        | zarar        | 2,29        |
| EBIX          | 11,48        | 12,33        | 1,74        |
| <b>Medyan</b> | <b>17,14</b> | <b>18,11</b> | <b>2,53</b> |

Kaynak: yahoofinance.com

\* Negatif veriler ile standart sapmanın 3 katını aşan veriler aşırı uç olarak değerlendirilmiş ve medyan hesabına dahil edilmemiştir.

### iii) SONUÇ

Oran analizinde baz alınan rasyolar aşağıdaki tabloda toplu olarak gösterilmiştir.

| 01/11/2021 İtibariyle Değerleme Oranları |              |              |             |
|------------------------------------------|--------------|--------------|-------------|
| Pazar ve Sektör Verileri                 | FD/FAVÖK     | F/K          | FD/Satışlar |
| BİST-Benzer Yazılım Şirketleri           | 14,02        | 26,36        | 5,74        |
| Yurtdışı Benzer Şirketler                | 17,14        | 18,11        | 2,53        |
| <b>Ortalama*</b>                         | <b>15,58</b> | <b>22,23</b> | <b>4,13</b> |

Kaynak: Finnet

\*Ortalama hesaplanırken, yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler eşit ağırlıklandırılmıştır.

Piyasa Çarpanları için kullanılan Şirket verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

| Şirket Verileri | Net Kar*   | FAVÖK*     | Satışlar*   | Net Nakit** |
|-----------------|------------|------------|-------------|-------------|
| (TL)            | 28.589.211 | 31.033.759 | 133.537.849 | -7.957.450  |

\*Net Kâr, FAVÖK ve Satış rakamları hesaplanırken 30 Haziran 2021 tarihi itibariyle son bir yıllık yıllıklandırılmış rakamlar baz alınmıştır.

\*\* 30.06.2021 verileri baz alınmıştır.

MİA Teknoloji için BİST-Benzer Yazılım Şirketleri ve Yurtdışı Benzer Şirketlerin iş bu rapor tarihinden bir (1) iş günü öncesi 01.11.2021 tarihli rasyoları ile hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

| Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler        | Piyasa Değerleri (TL) |                    |                    |
|-------------------------------------------|-----------------------|--------------------|--------------------|
|                                           | FD/FAVÖK*             | F/K                | FD/Satışlar*       |
| BİST-Benzer Yazılım Şirketleri            | 427.172.868           | 753.468.656        | 757.882.114        |
| Yurtdışı Benzer Şirketler                 | 523.961.179           | 517.750.611        | 329.225.619        |
| <b>Ortalama Şirket Değeri</b>             | <b>475.567.024</b>    | <b>635.609.634</b> | <b>543.553.866</b> |
| <b>Nihai Şirket Değeri (Eşit Ağırlık)</b> | <b>551.576.841</b>    |                    |                    |
| <b>Birim Pay Değeri</b>                   | <b>18,39</b>          |                    |                    |

\*Piyasa değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplamaya dahil edilmiştir.

Oran Analizi yöntemiyle, MİA Teknoloji için tüm rasyolarının verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 551.576.841 TL'lik piyasa değerine ve 18,39 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

### 3.2. “GELİR YAKLAŞIMI” (İNA) YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

Gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır.

#### İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi;

Şirket’in “İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi”ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- 1) Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindendir.
- 2) İndirgenmiş Nakit Akımı analizi gelecek beşbuçuk yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- 3) 2021-2026 yıllarını kapsayan analize konu olan dönemde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında kullanılan terimler ve hesaplanmaları aşağıda gösterilmiştir.

Projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akışları ve diğer finansal verilerin, projeksiyon dönemine göre belirlenen makul bir geçmiş dönemde değerlendirme konusunun gerçekleşen ilgili nakit akışları ve diğer finansal verileri ile uyumlu, tutarlı ve bu veriler çerçevesinde öngörülebilir olmasına özen gösterilmiştir.

**Risksiz Faiz Oranı ( $R_F$ ):** Projeksiyon dönemi ile uyumlu olması açısından Türkiye 5 yıllık tahvil faizinin (TRT020926T17) oranı olan %19,52’nin kullanılması uygun görülmüştür. Önümüzdeki 2 yıl için TCMB piyasa katılımcıları anketinden %10 yukarı yönde sapacağı şekilde faiz oranlarında gerileme öngörülmüş sonrasında ise sabit kalacağı varsayılmıştır.

**Piyasa Ortalama Getiri Beklentisi ( $R_M$ ):** Piyasanın Getiri Beklentisini göstermektedir. BIST-100 endeksi, BİST’ in genel trendini göstermesi açısından en köklü ve yakından izlenen endekslerin başında gelmektedir. BİST- 100 endeksinin 2010-2020 yılları arasında son 10 yıl, 9 yıl, 8 yıl, 7 yıl, 6 yıl ve 5 yıl şeklinde hesaplanan yıllık bileşik getiri oranı %8,39 ile %15,54 aralığındadır.

**Piyasa Risk Primi ( $R_P$ ):** Piyasa ortalama getiri beklentisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır. Formülasyonu  $R_M - R_F$  olarak ifade edilir. Buna göre son 10 yılın maksimum bileşik getirisinin gerçekleşmesi temel alınsa bile;

$R_P = R_M - R_F = 15,54 - 19,52 = -3,98$  rakamına ulaşılmaktadır.

Öte yandan New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından hazırlanan çalışmaya göre Türkiye için ülke risk primi %5,33 seviyesindedir. [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

Uygulamada ise; BIST’te son 3 yılda gerçekleşen halka arzlarda risk primi %5-%6 bandı aralığında kullanılmaktadır. BIST’deki genel eğilim, Şirketin düşük borçluluk yapısı ve Aswath Damodaran’ın çalışmaları da göz önünde bulundurulduğunda piyasa risk primi olarak %5,5 oranının kullanılması uygun görülmüştür.

**Beta Katsayısı B:** MİA Teknoloji için Beta katsayısı “1” olarak hesaplanmaya dahil edilmiştir.

**Terminal Büyüme:** Şirket'in 2026 yılından sonrasına ilişkin terminal (nihai) büyüme oranı %5 olarak alınmıştır.

**Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti:** Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu uyarınca, Bölgede faaliyet gösteren gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin, münhasıran bu Bölgedeki yazılım, tasarım ve AR-GE faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları 31.12.2028 tarihine kadar gelir ve kurumlar vergisinden müstesnadır. Ayrıca, Bölgede çalışan; AR-GE, tasarım ve destek personelinin bu görevleri ile ilgili ücretleri 31.12.2028 tarihine kadar her türlü vergiden müstesnadır. İndirim ve istisna kapsamına girmeyen gelirler için 2021-2026 dönemi için önceki 3 yılın ortalama vergi oranı kullanılmıştır. 31.12.2028 tarihinde sona erecek vergi teşvikinin süresi daha önce uzatılmıştır ve 31.12.2028 tarihinin de uzatılma beklentisi vardır. Öte yandan teşviklerin 31.12.2028 tarihinde sona ermesi durumunda bu durum AOSM'yi düşürecek ve değerlemeyi yukarı çekecek etki yapacaktır. Bu yüzden değerlemede muhafazakâr davranmak adına terminal dönem için de mevcut durumun devam edeceği varsayımıyla AOSM hesaplanması uygun görülmüştür.

**Sermaye Maliyeti (R<sub>E</sub>):** Piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpılması sonucu elde edilen rakamın risksiz faiz oranına eklenmesi ile hesaplanmakta olup;

$$R_E = R_F + B * R_P$$

| İskonto Oranları                     | 2021         | 2022         | 2023 ve sonrası |
|--------------------------------------|--------------|--------------|-----------------|
| Risksiz Faiz Oranı (%)               | 19,52        | 15,30        | 12,40           |
| Sermaye Maliyeti (%)                 | 25,02        | 20,80        | 17,90           |
| Borçlanma Faizi (%)                  | 20,00        | 16,83        | 13,64           |
| Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti (%) | 19,72        | 16,67        | 13,49           |
| Piyasa Risk Primi (%)                | 5,5          |              |                 |
| Beta                                 | 1            |              |                 |
| Borçluluk Oranı (%)                  | 14,44        |              |                 |
| <b>AOSM (%)*</b>                     | <b>24,26</b> | <b>20,20</b> | <b>17,26</b>    |

*\*AOSM (Ağırlıklı Sermaye Maliyeti): İskonto oranı olarak da adlandırılan bu veriye aşağıdaki şekilde ulaşılabilir.*

| (TL)                              |            |
|-----------------------------------|------------|
| Kısa vadeli borçlanmalar          | 11.099.788 |
| Uzun vadeli finansal borçlanmalar | 3.235.882  |
| Özkaynaklar                       | 84.941.695 |
| Borçluluk Oranı (%)               | 14,44      |

AOSM = Sermaye Maliyeti\*(1-borçluluk oranı) + Vergi Sonrası borçlanma maliyeti\*(borçluluk oranı)

$$AOSM (2021) = 25,02*(1-0,1444) + 19,72*0,1444 = 24,26$$

$$AOSM (2022) = 20,80*(1-0,1444) + 16,67*0,1444 = 20,20$$

$$AOSM (2023 ve sonrası) = 17,90*(1-0,1444) + 13,49*0,1444 = 17,26$$

Şirket'in mevcut faaliyetlerine dayanan satış gelirleri projeksiyonlarında, toplam satışların makroekonomik ve sektörel beklentileri yansıtacak şekilde artacağı tahmin edilmiştir. Öte yandan halka arzdan sağlanacak gelir ve bu gelirin sağlayacağı fayda ihtiyatlılık açısından değerlemeye dahil edilmemiştir. Yöntemin doğası gereği, finansal gelir-gider kalemleri dikkate alınmamış, değerlendirme FAVÖK kârı üzerinden yapılmıştır.

Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlemesinin yapılabilmesi için ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek (*Serbest Nakit Akımları\*İskonto Oranı*) bugünkü değerine indirgenmiştir. Projeksiyon dönemi 2021-2026 yılları arasında altı yıllık dönemi kapsamaktadır. Serbest nakit akımlarının toplamından finansal borçlar düşülüp nakit benzeri hazır değerler eklenerek Şirket'in nihai değerine ulaşılmaktadır. 30.06.2021 itibariyle Şirket'in net finansal borçluluk durumu aşağıdaki gibidir;

| (TL)                              |            |
|-----------------------------------|------------|
| Kısa vadeli borçlanmalar          | 11.099.788 |
| Uzun vadeli finansal borçlanmalar | 3.235.882  |
| Nakit Benzerleri                  | 6.378.220  |
| Net Nakit                         | -7.957.450 |

Serbest nakit akımları hesaplanırken öncelikle 2021-2026 yılları için faiz ve vergi öncesi kâr tahminleri yapılmıştır. Bu kâr rakamından vergiler düşüldükten sonra Şirket'in yatırım yapmak için elinde kalan nakit kaynak rakamı bulunmuştur. Bu rakamdan net yatırım harcamalarının ve işletme sermayesi gereksiniminin düşülmesiyle serbest nakit akımlarına ulaşılmıştır.

**Satışlardaki Büyüme:** 2018 yılında 24,3 milyon TL olan net satış hasılatı 2019 yılında %226 oranında artarak 79,5 milyon TL, 2020 yılında da %9 oranında artarak 86,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2021/6 aylık dönemde ise hasılat geçen yılın aynı dönemine göre %261 oranında artarak 65,1 milyon TL olmuştur. Yıllar içerisinde hasılat artışının kaynağı müşteri sayısı, ürünleşmiş proje sayısı ve/veya sözleşme tutarlarındaki artışlardan kaynaklanmaktadır. Şirket cirosu içerisinde en büyük payı yazılım gelirleri oluşturmaktadır. 2018 yılında %52 olan yazılım gelirlerinin ciro içerisindeki ağırlığı 2019'da %55, 2020'de %42, 2021/6 aylık dönemde ise %46 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ciro içerisindeki diğer önemli alt kalem ise donanım gelirleridir. Donanım gelirlerinin ciro içerisindeki payı ise 2018 yılında %20, 2019 yılında %6, 2020 yılında %41 ve 2021/6 aylık dönemde %38 olarak gerçekleşmiştir. Bunların yanında anahtar teslim projeler de Şirket cirosunda etkili olmaktadır. Anahtar teslim projelerin ciro içerisindeki payı 2018 yılında %0 iken, 2019 yılında %27, 2020 yılında %5 ve 2021/6 aylık dönemde %11 olmuştur. Şirket'in satış hasılatının tamamı yurtiçi satışlardan oluşmaktadır.

Satışlardaki artış trendinin önümüzdeki yıllarda da devam etmesi öngörülmektedir. Gerek mevcut gerçekleşmeler gerekse Şirketin gelecek projeksiyonları göz önüne alınarak, Şirket için 5,5 yıllık projeksiyon döneminde 2021 için %63,5, 2022 için %45, 2023 için %30, 2024 ve 2025 yıllarında yıllık %25 ve 2026 yılında %20 oranında yıllık ciro artışı gerçekleştireceği tahmini değerlendirilmiştir.

**Maliyetler:** Maliyetlerin satışlara oranı 2018 yılında %77,24, 2019 yılında %84,32, 2020 yılında %73,56 ve 2021/6 aylık dönemde %70,02 seviyesindedir. 2021 yılı için bu oran %72,16 olarak hesaplanmış olup, projeksiyon döneminde bu oranın kademeli olarak hafif bir gerileme kaydederek 2026 yılında %69,91 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

**Esas Faaliyet Kârı;** Şirketin esas faaliyet kârı yıllar içerisinde artmakta olup, kâr marjlarında da artış söz konusudur. 2018 yılında %17,78 olan esas faaliyet kâr marjı 2019 yılında %15,35, 2020 yılında %25,01, 2021/6 aylık dönemde ise %26,80 olarak gerçekleşmiştir. Yapılan projeksiyonda 2021 yılı için esas faaliyet kâr marjının %26,99 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Projeksiyon döneminde bu oranın kademeli olarak artış göstererek 2026 yılında %29,71 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

| KÂR veya ZARAR KISMI (TL)             | Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş |                           |                          |                          |                          |
|---------------------------------------|---------------------------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
|                                       | 01 Ocak - 30 Haziran 2021       | 01 Ocak - 30 Haziran 2020 | 01 Ocak - 31 Aralık 2020 | 01 Ocak - 31 Aralık 2019 | 01 Ocak - 31 Aralık 2018 |
| <b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER</b>         |                                 |                           |                          |                          |                          |
| <b>Hasılat</b>                        | 65.114.735                      | 18.054.705                | 86.477.819               | 79.452.227               | 24.341.132               |
| Satışlardaki Büyüme (%)               | 260,65                          |                           | 8,84                     | 226,41                   |                          |
| Satışların Maliyeti (-)               | -45.591.531                     | -6.940.813                | -63.614.841              | -66.993.636              | -18.800.420              |
| Maliyetlerin Satışlara Oranı (%)      | 70,02                           | 38,44                     | 73,56                    | 84,32                    | 77,24                    |
| <b>Ticarî Faaliyetlerden Brüt Kâr</b> | 19.523.204                      | 11.113.892                | 22.862.978               | 12.458.591               | 5.540.712                |
| Brüt Kâr Marjı %                      | 29,98                           | 61,56                     | 26,44                    | 15,68                    | 22,76                    |
| Faaliyet Giderleri                    | (2.072.831)                     | (183.189)                 | (1.232.330)              | (265.618)                | (1.213.696)              |
| <b>ESAS FAALİYET KÂRI/ZARARI</b>      | 17.450.373                      | 10.930.703                | 21.630.648               | 12.192.973               | 4.327.016                |
| <b>Esas Faaliyet Kâr Marjı</b>        | 26,80                           | 60,54                     | 25,01                    | 15,35                    | 17,78                    |

Net işletme sermayesinin hesaplanmasında 2019-2020 yıllarından hareket edilmiş olup, işletme sermayesi ihtiyacı yıllar itibariyle aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

| (TL)                             | 2021 T              | 2022 T              | 2023 T              | 2024 T              | 2025 T              | 2026T               |
|----------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| <b>Net Satışlar</b>              | <b>141.391.234</b>  | <b>205.017.289</b>  | <b>266.522.476</b>  | <b>333.153.095</b>  | <b>416.441.369</b>  | <b>499.729.643</b>  |
| <b>SMM (-)</b>                   | <b>-102.034.679</b> | <b>-145.611.041</b> | <b>-186.780.825</b> | <b>-233.367.720</b> | <b>-291.338.076</b> | <b>-349.340.561</b> |
| Ticarî Alacaklar                 | 24.784.722          | 42.684.614          | 51.104.600          | 66.621.623          | 81.563.983          | 98.904.608          |
| Stoklar                          | 15.792.298          | 15.005.321          | 24.078.340          | 27.066.335          | 35.673.438          | 41.646.350          |
| Ticarî Borçlar                   | 25.217.291          | 35.710.327          | 45.984.408          | 57.343.013          | 71.656.644          | 85.881.285          |
| <b>NET İŞLETME SERMAYESİ</b>     | <b>15.359.730</b>   | <b>21.979.607</b>   | <b>29.198.532</b>   | <b>36.344.946</b>   | <b>45.580.777</b>   | <b>54.669.672</b>   |
| <b>Değişim</b>                   | <b>6.724.361</b>    | <b>6.619.878</b>    | <b>7.218.925</b>    | <b>7.146.414</b>    | <b>9.235.831</b>    | <b>9.088.895</b>    |
| Ortalama Tahsilat Süresi/Gün     | 64,0                | 76,0                | 70,0                | 73,0                | 71,5                | 72,2                |
| Ortalama Stokta Kalma Süresi/Gün | 56,5                | 37,6                | 47,1                | 42,3                | 44,7                | 43,5                |
| Ortalama Borç Ödeme Süresi/Gün   | 90,2                | 89,5                | 89,9                | 89,7                | 89,8                | 89,7                |

**İndirgenmiş Nakit Akımı:**

| <b>MİA Teknoloji-Değerleme (TL)</b>                                       | <b>2021 T</b>        | <b>2022 T</b>        | <b>2023 T</b>        | <b>2024 T</b>        | <b>2025 T</b>        | <b>2026T</b>         |
|---------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Net Satışlar</b>                                                       | <b>141.391.234</b>   | <b>205.017.289</b>   | <b>266.522.476</b>   | <b>333.153.095</b>   | <b>416.441.369</b>   | <b>499.729.643</b>   |
| <i>Satışlardaki Büyüme (%)</i>                                            | 63,5                 | 45,0                 | 30                   | 25                   | 25                   | 20                   |
| <b>Satışların Maliyeti</b>                                                | <b>(102.034.679)</b> | <b>(145.611.041)</b> | <b>(186.780.825)</b> | <b>(233.367.720)</b> | <b>(291.338.076)</b> | <b>(349.340.561)</b> |
| <i>Maliyetlerin Satışlara Oranı (%)</i>                                   | 72,16                | 71,02                | 70,08                | 70,05                | 69,96                | 69,91                |
| <b>Brüt Kar</b>                                                           | <b>39.356.555</b>    | <b>59.406.248</b>    | <b>79.741.651</b>    | <b>99.785.375</b>    | <b>125.103.293</b>   | <b>150.389.082</b>   |
| <i>Brüt Kar Marjı (%)</i>                                                 | 27,84                | 28,98                | 29,92                | 29,95                | 30,04                | 30,09                |
| Faaliyet Giderleri (Diğer Gelir/Gider dahil)                              | (1.191.337)          | (1.519.982)          | (1.604.196)          | (1.820.542)          | (1.874.509)          | (1.943.307)          |
| <i>Faaliyet Giderlerinin Satışlara Oranı (%)</i>                          | 0,84                 | 0,74                 | 0,60                 | 0,55                 | 0,45                 | 0,39                 |
| <b>Esas Faaliyet kârı (E)</b>                                             | <b>38.165.218</b>    | <b>57.886.267</b>    | <b>78.137.455</b>    | <b>97.964.833</b>    | <b>123.228.784</b>   | <b>148.445.775</b>   |
| Vergi (V)                                                                 | (529.211)            | (552.620)            | (845.069)            | (1.117.717)          | (1.305.041)          | (1.623.745)          |
| Yatırım Harcamaları (Y)                                                   | (33.821.864)         | (40.854.042)         | (48.945.247)         | (56.694.910)         | (63.958.479)         | (70.288.234)         |
| Δ Çalışma Sermayesi (Ç)                                                   | (6.724.361)          | (6.619.878)          | (7.218.925)          | (7.146.414)          | (9.235.831)          | (9.088.895)          |
| Amortisman (A)                                                            | 8.551.387            | 17.376.711           | 27.721.865           | 40.434.563           | 54.907.453           | 71.415.508           |
| <b>Serbest Nakit Akışı (E+V+Y+Ç+A)</b>                                    | <b>5.641.170</b>     | <b>27.236.438</b>    | <b>48.850.080</b>    | <b>73.440.355</b>    | <b>103.636.887</b>   | <b>138.860.410</b>   |
| <i>İndirgeme Oranı (AOSM) (%)</i>                                         | (24,26)/2            | 20,20                | 17,26                | 17,26                | 17,26                | 17,26                |
| <i>İndirgenme Katsayısı</i>                                               | 0,89                 | 0,74                 | 0,63                 | 0,54                 | 0,46                 | 0,39                 |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>                                         | <b>5.031.030</b>     | <b>20.207.713</b>    | <b>30.908.671</b>    | <b>39.627.623</b>    | <b>47.689.834</b>    | <b>54.492.672</b>    |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı<br/>2021-2026 dönemi toplam (1)</b> | <b>197.957.543</b>   |                      |                      |                      |                      |                      |

|                                                 |                                                                            |
|-------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| <b>Terminal Büyüme Oranı</b>                    | 5,0%                                                                       |
| <b>Uç Dönem Serbest Nakit Akımları</b>          | $138.860.410 \cdot (1 + 5\%) / (5\% - 17,26\%) = 1.189.211.272 \text{ TL}$ |
| <b>İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri (2)</b> | <b>466.679.448 TL</b>                                                      |
| <b>Firma Değeri (1) + (2)</b>                   | <b>664.636.991 TL</b>                                                      |
| <b>Net Borç</b>                                 | <b>7.957.450 TL</b>                                                        |
| <b>Tahmini Gerçeğe Uygun Değer</b>              | <b>656.679.541 TL</b>                                                      |
| <b>Tahmini Birim Pay Değeri</b>                 | <b>21,89 TL</b>                                                            |

| Değerleme Yöntemi                        | Ağırlık            | Piyasa Değeri (TL) | Hisse Başına Değer (TL) |
|------------------------------------------|--------------------|--------------------|-------------------------|
| 1) Piyasa Çarpanları Yöntemi             | %50                | 551.576.841        | 18,39                   |
| 2) İNA Yöntemi                           | %50                | 656.679.541        | 21,89                   |
| <b>Ağırlıklandırılmış Şirket değeri:</b> | <b>604.128.191</b> |                    | <b>20,14</b>            |
| <b>İskonto Tutarı (%22):</b>             | <b>130.189.625</b> |                    |                         |
| <b>İskontolu Şirket Değeri:</b>          | <b>473.938.566</b> |                    | <b>15,80</b>            |

İki yöntem eşit ağırlıklandırılmış ve sonuç olarak MİA Teknoloji A.Ş. için yapılan değerleme çalışmaları neticesinde Şirket değeri **604.128.191 TL** olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 30.000.000 TL'ye göre birim pay değeri **20,14 TL**'ye karşılık gelmektedir.

Birim pay değerine %22 oranında **halka arz iskontosu** uygulanarak, Şirket'in birim halka arz fiyatı, **15,80 TL** olarak belirlenmiştir.

| <b>MİA Teknoloji A.Ş. HALKA ARZ ÖZETİ</b> |                                  |
|-------------------------------------------|----------------------------------|
| Çıkarılmış Sermaye                        | 30.000.000 TL                    |
| Ortak Satışı                              | 8.000.000 TL                     |
| Sermaye Artırımı                          | 4.500.000 TL                     |
| Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar   | 12.500.000 TL                    |
| Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye      | 38.000.000 TL                    |
| Halka Açılacak Oran                       | 32,89 %                          |
| Halka Arz Şekli                           | Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı |
| Halka Arz İskontosu                       | 22 %                             |
| Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)        | 15,80 TL                         |
| Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)       | 20,14 TL                         |
| Şirket Değeri (İskontolu)                 | 473.938.566 TL                   |
| Şirket Değeri (İskontosuz)                | 604.128.191 TL                   |

|                    | <b>BİST-Benzer<br/>Yazılım<br/>Şirketleri*</b> | <b>Yurtdışı<br/>Benzer<br/>Şirketler*</b> | <b>MİA<br/>Teknoloji<br/>Halka Arz<br/>Öncesi</b> | <b>MİA<br/>Teknoloji<br/>Halka Arz<br/>Sonrası</b> |
|--------------------|------------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| <b>F/K</b>         | 26,36                                          | 18,11                                     | 16,58                                             | 21,00                                              |
| <b>FD/FAVÖK</b>    | 14,02                                          | 17,14                                     | 15,53                                             | 15,59                                              |
| <b>FD/Satışlar</b> | 5,74                                           | 2,53                                      | 3,61                                              | 3,62                                               |

*\*01/11/2021 itibariyle finnet ve yahoo.finance üzerinden alınmış bu oranlarda Katsayılar hesaplanırken medyan değerler kullanılmıştır.*

Kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi/değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemleri uygulanması veya farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda Şirket için buradaki değerlerden daha farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

#### 4. SONUÇ

Sonuç olarak MİA Teknoloji için yapılan değerlendirme çalışması neticesinde ağırlıklandırılmış Şirket değeri 473.938.566 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 38.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 20,14 TL'ye karşılık gelmektedir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %22 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, 15,80 TL olarak belirlenmiştir.

## 5. 31.12.2021 GERÇEKLEŞMELERİ

| MİA TEKNOLOJİ GELİR<br>TABLOSU TAHMİN VE<br>GERÇEKLEŞMELER (TL) | TAHMİN      | GERÇEKLEŞEN | GERÇEKLEŞME<br>ORANI |
|-----------------------------------------------------------------|-------------|-------------|----------------------|
|                                                                 | 31.12.2021  | 31.12.2021  | 31.12.2021           |
| Net Satışlar                                                    | 141.391.234 | 164.195.110 | 116,13%              |
| Brüt Kâr                                                        | 39.356.555  | 60.609.535  | 154,00%              |
| Brüt Kâr Marjı                                                  | 27,84%      | 36,91%      | 132,61%              |
| Faaliyet Giderleri                                              | -1.191.337  | -6.611.870  | 555,00%              |
| Faaliyet Giderleri/Net Satışlar                                 | 0,84%       | 5,08%       | 604,76%              |
| Faaliyet Kârı                                                   | 38.165.218  | 56.239.356  | 147,36%              |
| <i>Faaliyet Kâr Marjı</i>                                       | 27,00%      | 32,90%      | 121,85%              |
| FAVÖK                                                           | 46.716.605  | 62.009.472  | 132,74%              |
| <i>FAVÖK Marjı</i>                                              | 33,04%      | 37,77%      | 114,30%              |

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemine göre 2021 yılı net satışları 141.391.234 TL olarak tahmin edilirken; 31.12.2021 tarihi itibarıyla 164.195.110 TL olarak gerçekleşmiştir. Gerçekleşme oranı yaklaşık %116'dır.

İNA yöntemine göre 2021 yılı brüt kâr tutarı 39.356.555 TL, brüt kâr marjı ise %27,84 olarak tahmin edilirken; 31.12.2021 tarihi itibarıyla gerçekleşen brüt kâr tutarı 60.609.535 TL, brüt kâr marjı ise %36,91 olmuştur. Brüt kâr marjı için gerçekleşme oranı %132 seviyelerindedir.

İNA yöntemine göre 2021 yılı toplam faaliyet giderleri 1.191.337 TL olarak tahmin edilirken 31.12.2021 döneminde gerçekleşen toplam faaliyet giderleri 6.611.870 TL olmuştur. Bunun sonucunda tahmin edilen faaliyet giderleri/net satışlar oranı %0,84 iken gerçekleşen oran %5,08'dir. Gerçekleşme oranı ise %555 olmuştur.

2021 yılının tamamı için tahmin edilen faaliyet kârı 38.165.218 TL ve tahmin edilen faaliyet kâr marjı %27 iken 31.12.2021 döneminde faaliyet kârı 56.239.356 TL ve faaliyet kâr marjı %32,90 olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet kâr marjının gerçekleşme oranı ise %121,85 TL olmuştur.

İNA yöntemine göre Şirketimizin 2021 yılı FAVÖK tutarı 46.716.605 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.12.2021 tarihi itibarıyla gerçekleşen FAVÖK tutarımız ise 62.009.472 TL'dir. Böylelikle FAVÖK gerçekleşme oranı yaklaşık %132,74 olmuştur. Aynı zamanda FAVÖK marjı da %33,04 olarak tahmin edilmiştir ve gerçekleşen oran ise yaklaşık %37,77'dir.

Sonuç olarak halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların büyük ölçüde gerçekleştiği hatta birçok kalemdede varsayımların üzerinde bir performans sağlandığı görülmektedir.

Bilgilerinize sunarız.

Saygılarımızla...

**MİA TEKNOLOJİ A.Ş. DENETİM KOMİTESİ**