

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Mobitel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

17 Kasım 2021

İŞ YATIRIM



İçindekiler

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	3
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	4
3	Finansal Durum.....	5
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	8
4.1	Yurt Dışı Pazar Yaklaşımı	8
4.2	Yurt İçi Pazar Yaklaşımı.....	9
4.3	Gelir Yaklaşımı	10
5	Görüş.....	12
5.1	Yurt Dışı Pazar Yaklaşımı	12
5.2	Yurt İçi Pazar Yaklaşımı.....	13
5.3	Gelir Yaklaşımı	13
5.4	Sonuç	14

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Tarihi	18-19 Kasım 2021
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Borsa’da Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Metodu	Sermaye Artışı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Sermaye	847.000.000 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	178.000.000 TL (Sermaye Artışı) 30.000.000 TL (Ortak Satışı)
Ek Satış	Yoktur.
Satmama Taahhüdü	Şirket tarafından 1 Yıl, Ortaklar tarafından 6 ay
Halka Arz Sonrası Sermaye	1.025.000.000TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%20,3
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Tahsisat Grupları	Yoktur.
Fiyat İstikrarı	Geri Alım Emri Taahhüdü Şirket paylarının Borsa’da işlem görmeye başladığı gün dahil olmak üzere 5 işlem günü süreyle her gün açılış seansında, halka arz fiyatından, 5.000.000 adet
Halka Arz Satış Fiyatı	1,60 TL

Kaynakça: İnfo Yatırım, İzahname

Halka arz gelirlerinin %70’i Şirket’in finansal borç anapara ve faiz ödemelerinde, %30’u Şirket’in işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla kullanılacaktır. İhtiyaç duyulmasında halinde fon kullanım oranlarının belirtilen kalemler arasında değişiklik gösterebileceği belirtilmiştir.

Tablo 2: Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası – Ek Satış Hariç	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Aydın Mistaçoğlu	A	7.000.000	88,5	7.000.000	0,68
	B	743.000.000		713.000.000	69,6
Mistaçoğlu Holding A.Ş.	B	97.000.000	11,5	97.000.000	9,5
Halka Açık Kısım	B	0	0,0	208.000.000	20,3
TOPLAM	A+B	847.000.000	100	1.025.000.000	100

Kaynakça: İnfo Yatırım, İzahname

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Mobitel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. temel olarak Türkiye’ye umumi telefon hatları, özel telefon hatları, yüksekle düşük hızda data, faks, video konferans ve buna bağlı işlemleri içeren hizmetleri sağlamak, her çeşit telefon, cep ve mobil telefonları telefon santralleri, telsiz haberleşme cihazları, nakil vasıtaları ve bunların yedek parça ve aksesuarları, haberleşme hizmetlerini sağlamak için gerekli olabilecek her türlü donanımın dağıtımını, kiralanması ve başka suretle temininin sağlama, burada sayılan faaliyetler dahil olmak üzere program sorumluluklarının yürütülmesi teminen teknik, pazarlama, işletme türlerinin sözleşmeler ile teminini yapmaktadır.

Mobitel, kurulduğu 2001 yılından bu yana, mobil telefon pazarında distribütörlük faaliyeti yürütmekte olup, distribütörlüğünü üstlendiği ürünler arasında tablet bilgisayar, kontör, modem gibi telekomünikasyon operatör ürünleri ile teknolojinin gelişimine paralel olarak akıllı saatler, robot süpürgeler gibi geniş yayılan bir yelpazeye sahiptir.

Türk Telekom’un resmi distribütörü olan Mobitel İletişim, aynı zamanda Türkiye’de mobil telefon satan bütün satış kanalları ile de doğrudan ticaret yapmaktadır. Bunların arasında GSM bayileri, elektronik ürün zincir mağazaları, süper ve hipermarketler, elektronik pazaryerleri, çeyizler ve kurumsal satış bayileri yer almaktadır.

Mobitel Turizm Yatırım A.Ş. distribütörlük faaliyetlerinin yanı sıra, yurt içinde ve yurt dışında turizm ve gayrimenkul projelerine de yatırım yapmaktadır. 2012 yılında Kırgızistan’da kurulu gayrimenkul proje geliştirme şirketi Bishkek Park LLC Şirketinin %30 hissesini satın alarak söz konusu şirkete ortak olmuştur.

Şirket’in konsolide net satışlarının ana faaliyet alanları bazında kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo: 3 Satışların Kırılımı

Hasılat (TL)	2018	2019	2020	30.06.2021
Telekomünikasyon	1.178.494.409	1.315.993.600	1.734.822.476	958.984.791
Gayrimenkul Yönetimi	46.929.881	44.625.534	36.885.862	22.488.273
Eliminasyon	(27.045.788)	(32.399.340)	(5.255.747)	(885.377)
Toplam	1.198.378.502	1.328.219.794	1.766.452.591	980.587.687

Kaynakça: İnfö Yatırım, İzahname

3 Finansal Durum

Tablo 4: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU				
Gelir Tablosu (TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Hasılat	1.198.378.502	1.328.219.794	1.766.452.591	980.587.687
Satışların Maliyeti	(1.073.184.367)	(1.203.791.510)	(1.596.940.339)	(892.154.256)
Brüt Kar / (Zarar)	125.194.135	124.428.284	169.512.252	88.433.431
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	66.508.545	57.432.016	82.610.298	66.620.025
Finansman Geliri / (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı / (Zararı)	67.349.217	58.181.122	494.943.886	130.631.512
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	28.020.162	12.033.456	444.712.564	91.920.329
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Sonrası Karı / (Zararı)	17.354.581	5.445.492	377.588.450	76.101.516
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	17.354.581	5.445.492	377.588.450	76.101.516
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	384.352	(487.348)	99.544.395	2.406.701
Ana Ortaklık Payları	16.970.229	5.932.840	368.044.055	73.694.815

Kaynakça: İnfö Yatırım, İzahname

Şirket, 2020 yılı sonunda net satışlarını yaklaşık olarak %33 oranında arttırmıştır.

Şirket'in ilgili karlılık göstergeleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 5: Karlılık Göstergeleri

Karlılık Oranları (%)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Brüt Kar Marjı	10,45%	9,37%	9,60%	9,02%
Net Kar Marjı	1,45%	0,41%	21,38%	7,76%

Kaynakça: İnfö Yatırım, İzahname

MOBİLTEL İLETİŞİM HİZMETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ | 17 Kasım 2021

Tablo 6: Bilanço

BİLANÇO				
Bilanço (TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Nakit ve Nakit Benzeri	19.525.404	6.728.828	59.133.417	24.537.108
Finansal Yatırımlar	105.970	-	-	-
Ticari Alacaklar	505.975.462	334.532.379	571.112.553	571.623.967
Diğer Alacaklar	40.955	25.491	30.234	2.358.236
Stoklar	34.477.341	61.226.220	68.973.528	113.863.314
Diğer Dönen Varlıklar	85.466	2.230.139	943.546	1.579.012
Peşin Ödenmiş Giderler	6.580.611	28.892.498	32.971.890	28.435.702
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	760.942	35.910
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	317.661.611	742.969	742.969	742.969
Dönen Varlıklar	884.452.820	434.378.524	734.669.079	743.176.218
Ticari Alacaklar	52.009.009	130.535	-	-
Diğer Alacaklar	469.523	496.643	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	964.820.381	964.820.381	1.413.405.033	1.681.550.000
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	132.860	113.822	92.516	334.919
Maddi Duran Varlıklar	15.150.928	16.804.122	21.358.542	23.264.838
Peşin Ödenmiş Giderler	464.108	-	-	-
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	4.142.399	2.659.559	2.048.100
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4.756.990	5.610.836	289.712	319.951
Duran Varlıklar	1.037.803.799	992.118.738	1.438.306.476	1.708.018.922
Toplam Varlıklar	1.922.256.619	1.426.497.262	2.172.975.555	2.451.195.140
Kısa Vadeli Borçlanmalar	68.989.432	316.530.368	405.516.754	585.881.462
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	462.772.156	204.313.361	131.354.427	107.700.470
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	1.047.259	1.484.329	631.794
Diğer Finansal Yükümlülükler	501.664	251.905	228.683	498.029
Ticari Borçlar	82.637.246	65.611.744	103.700.673	154.063.946
Çalış. Sağ. Fayda. Kapsa. Borçlar	682.562	801.756	537.994	702.212
Diğer Borçlar	119.472.614	755.716.281	162.632.472	513.715
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	9.992	629.027	-	3.273.567

MOBİLTEL İLETİŞİM HİZMETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ | 17 Kasım 2021

Ertelenmiş Gelirler	26.559.518	18.766.306	20.900.140	11.988.185-
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.119.341	1.329.195	1.548.608	1.863.752-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.600.257	11.175.687	20.382.125-	14.580.799-
Kısa Vadeli Yükümlülükler	775.344.782	1.376.172.889	848.286.205	881.697.931
Uzun Vadeli Borçlanmalar	209.701.969	142.803.728	266.092.160	245.488.904
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.341.100	6.297.795	5.068.389	6.221.330
Diğer Borçlar	190.163	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	74.360.900	68.333.501	118.002.039	144.963.410
Uzun Vadeli Karşılıklar	907.925	1.161.616	1.426.182	1.497.557
Uzun Vadeli Yükümlülükler	287.502.057	218.596.640	390.588.770	398.171.201
Ödenmiş Sermaye	82.000.000	82.000.000	847.000.000	847.000.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.884.010	6.955.738	7.852.641	10.486.459
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	711.221.287	(334.413.453)	(334.413.453)	(334.413.453)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	13.965.160	37.882.378	192.990.048
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(229.564)	(460.749)	(519.975)	(513.412)
Geçmiş Yıllar Karları/ Zararları	14.758.480	30.656.981	(29.307.082)	336.103.155
Net Dönem Karı	16.970.229	5.932.840	368.044.055	73.694.815
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	830.604.442	(195.363.483)	896.538.564	1.125.347.612
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	28.805.338	27.090.946	37.562.016	45.978.396
Özkaynaklar	859.409.780	(168.272.537)	934.100.580	1.171.326.008
Toplam Kaynaklar	1.922.256.619	1.426.496.992	2.172.975.555	2.451.195.140

*Kaynakça: İnfö Yatırım, İzahname***Tablo 7: Bilanço**

milyon TL	2020	2021
Nakit ve Nakit Benzerleri	59,1	24,5
Yatırım Amaçlı Gay.*	848,0	1.008,9
TTKOM Alacakları**	264,9	352,0
Kısa Vad. Fin. Borç.	(538,6)	(694,7)
Diğer Borçlar***	(162,6)	(0,5)
Uzun Vadeli Finansal Borç	(271,2)	(251,7)
Azınlık Payı	(37,6)	(46,0)
Net Borç	(162,2)	(392,5)

*Kaynakça: İnfö Yatırım, İzahname***Yatırım amaçlı gayrimenkullere %40 likidite iskontosu uygulanmıştır.****Karşı bacağı kredilerde yer alan TTKOM garantili alacak*****Ortaklara olan borç*

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan 2 Kasım 2021 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) ve gelir yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları) dikkate alınmıştır.

4.1 Yurt Dışı Pazar Yaklaşımı

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan 2 Kasım 2021 tarihli fiyat tespit raporunda Şirket'in ana faaliyet konusu ile paralel uluslararası borsalarda yer alan halka açık ortaklıkların 19.10.2021 tarihi itibarıyla hesaplanan oranları kullanarak değerlendirme çalışması yürütülmüştür.

Pazar yaklaşımına baz alınan Şirket'in özet finansal verileri aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 8: Değerlemede Esas Alınan Veriler

Şirket Finansalları	Haz-2021 (12 ay)
Net Satışlar	2.037.922.584
FAVÖK	126.149.957
Net Kar	35.499.525
Net Borç	(392.514.710)
Özkaynaklar	1.006.665.455

Kaynak: İnfo Yatırım

Aşağıdaki tabloda İnfo Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında dikkate alınan halka açık şirketlerin 19.10.2021 tarihli çarpanlarına yer verilmiştir.

Tablo 9: Uluslararası Benzer Şirketler Çarpanları

Şirketler	Ülke	Kod	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/S
SENAO INTL	TAIWAN	2450 TT EQUITY	1,4x	14,7x	7,5x	0,2x
ERAJAYA SWASEMBA	INDONESIA	ERAA IJ EQUITY	1,6x	8,9x	5,9x	0,3x
COM7 PCL	THAILAND	COM7 TB EQUITY	20,9x	38,2x	27,5x	1,9x
MOBILE WORLD INV	VIETNAM	MWG VN EQUITY	4,9x	29,6x	9,2x	0,7x
SUNING.COM CO-A	CHINA	002024 CH EQUITY	0,6x	-	-	0,5x
SHENZHEN AISI-A	CHINA	002416 CH EQUITY	2,4x	17,6x	-	0,2x
JAYMART PCL	THAILAND	JMART TB EQUITY	7,8x	34,0x	112,5x	5,8x
DIGIWORLD CORP	VIETNAM	DGW VN EQUITY	7,6x	26,1x	12,6x	0,3x
Asya Pasifik Medyan			1,6x	17,6x	9,2x	0,3x
MOBILEZONE-REG	SWITZERLAND	MOZN SW EQUITY	33,2x	12,7x	8,6x	0,5x
EUROTEL	POLAND	ETL PW EQUITY	1,7x	7,9x	3,3x	0,3x
OEX SA	POLAND	OEX PW EQUITY	1,0x	8,1x	4,0x	0,4x
Avrupa Medyan			1,4x	8,1x	8,6x	0,4x
BELL-PARK CO LTD	JAPAN	9441 JP EQUITY	1,6x	12,8x	3,7x	0,2x
KOJIMA CO LTD	JAPAN	7513 JP EQUITY	0,9x	6,3x	5,3x	0,2x
CONEXIO CORP	JAPAN	9422 JP EQUITY	1,3x	8,6x	-	-
NOJIMA CORP	JAPAN	7419 JP EQUITY	1,3x	2,5x	3,5x	0,3x

MOBİLTEL İLETİŞİM HİZMETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ | 17 Kasım 2021

BIC CAMERA INC	JAPAN	3048 JP EQUITY	1,3x	17,7x	8,8x	0,3x
T-GAIA CORP	JAPAN	3738 JP EQUITY	1,7x	8,5x	4,4x	0,2x
K'S HOLDINGS COR	JAPAN	8282 JP EQUITY	0,9x	6,9x	4,7x	0,4x
Edion Corp	JAPAN	2730 JP EQUITY	0,6x	7,4x	4,5x	0,2x
JOSHIN DENKI	JAPAN	8173 JP EQUITY	0,7x	7,1x	4,5x	0,2x
TOSHIN GROUP CO	JAPAN	2761 JP EQUITY	1,5x	34,2x	12,6x	0,6x
CROPS CORP	JAPAN	9428 JP EQUITY	1,1x	9,7x	1,8x	0,1x
SAKAI HOLDINGS C	JAPAN	9446 JP EQUITY	1,9x	7,1x	8,6x	1,5x
ALPHA GROUP	JAPAN	3322 JP EQUITY	0,9x	10,3x	3,0x	0,2x
CELLNET GROUP LT	AUSTRALIA	CLT AU EQUITY	0,5x	3,4x	2,7x	0,2x
SEIRYO ELECTRIC	JAPAN	4341 JP EQUITY	0,6x	9,4x	-	-
HKC INTL HLDGS	HONG KONG	248 HK EQUITY	0,4x	26,3x	313,6x	0,9x
NIPPON TELEPHONE	JAPAN	9425 JP EQUITY	2,1x	27,7x	14,3x	0,2x
Diğer Gelişmiş Ülke Medyan			1,1x	9,0x	8,8x	0,2x
Global Medyan			1,4x	9,0x	8,8x	0,3x

Kaynakça: İnfö Yatırım

4.2 Yurt İçi Pazar Yaklaşımı

İnfö Yatırım tarafından hazırlanan 2 Kasım 2021 tarihli fiyat tespit raporunda Şirket'in ana faaliyet konusu ile paralel Borsa İstanbul'da yer alan halka açık ortaklıkların 19.10.2021 tarihi itibarıyla hesaplanan oranları kullanarak değerlendirme çalışması yürütülmüştür.

Aşağıdaki tablolarda İnfö Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında dikkate alınan halka açık şirketlerin 19.10.2021 tarihli raporlarına yer verilmiştir.

Tablo 10: BİST Yıldız Pazar Endeksi Çarpanları

BIST Yıldız Pazar Endeksi	PD	FD/FAVÖK	FD/S	F/K	PD/DD
Ortalama	9,4x	10,7x	1,6x	11,5x	2,2x
Medyan	4,1x	9,3x	1,4x	9,8x	2,1x

Kaynakça: İnfö Yatırım

Tablo 11: BİST Benzer Şirketler Çarpanları

BIST Benzer Şirketler	Kod	FD/FAVÖK	FD/S	F/K	PD/DD
Arena Bilgisayar	ARENA	6,2x	0,2x	20,4x	1,4x
Despec Bilgisayar	DESPC	11,0x	0,4x	10,2x	1,9x
Datagate	DGATE	8,3x	0,2x	15,5x	2,5x
E-Data Teknoloji	EDATA	20,1x	2,7x	21,8x	8,6x
İndeks Bilgisayar	İNDES	3,4x	0,1x	8,4x	2,4x
Penta Teknoloji	PENTA	27,9x	1,5x	95,5x	11,6x
Ortalama		14,7x	0,9x	15,3x	2,1x
Medyan		11,0x	0,3x	15,5x	2,2x

Kaynakça: İnfö Yatırım

Tablo 12: BİST Teknoloji Endeksi Çarpanları

BIST Teknoloji Şirketleri	Kod	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/S
Netaş Telekom	NETAS	1,9x	-6,1x	78,1x	0,9x

MOBİLTEL İLETİŞİM HİZMETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ | 17 Kasım 2021

Kron Telekomünikasyon	KRONT	7,9x	38,2x	56,4x	8,2x
ATP Bilgisayar	ATATP	5,8x	51,0x	34,6x	5,9x
VB T Yazılım	VB TYZ	10,5x	30,6x	28,8x	3,6x
Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım	PENTA	11,6x	95,5x	27,9x	1,5x
Link Bilgisayar	LINK	6,4x	23,1x	27,4x	13,6x
Manas Enerji Yönetimi	MANAS	8,9x	92,3x	21,5x	5,8x
E-Data Teknoloji	EDATA	8,6x	21,8x	20,1x	2,7x
Logo Yazılım	LOGO	6,7x	22,7x	17,4x	6,2x
Plastikkart	PKART	6,2x	25,8x	16,1x	1,4x
Fonet Bilgi Teknolojileri	FONET	4,6x	16,3x	14,2x	7,0x
Matriks Bilgi Dağıtım	MTRKS	13,6x	20,3x	14,0x	3,8x
Despec Bilgisayar	DESPC	1,9x	10,2x	11,0x	0,4x
Karel Elektronik	KAREL	3,1x	12,0x	9,4x	1,7x
ARD Bilişim Teknolojileri	ARDYZ	4,5x	9,9x	8,8x	5,4x
Aselsan	ASELS	1,9x	7,3x	8,6x	2,2x
Kafein Yazılım	KFEIN	2,6x	23,5x	8,6x	1,9x
Datagate Bilgisayar	DGATE	2,5x	15,5x	8,3x	0,2x
Alcatel Lucent Teletaş	ALCTL	1,7x	34,3x	6,8x	0,4x
Arena Bilgisayar	ARENA	1,4x	20,4x	6,2x	0,2x
İndeks Bilgisayar	INDES	2,4x	8,4x	3,4x	0,1x
Escort Teknoloji	ESCOM	2,7x	8,3x	-163,1x	1.070,5x
Papilon Savunma	PAPIL	4,5x	38,1x	-382,2x	12,1x
Ortalama		2,8x	16,4x	15,0x	1,5x
Medyan		2,5x	16,3x	14,0x	1,5x

Kaynakça: İnfö Yatırım

4.3 Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine baz teşkil eden varsayımlar aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 13: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine Baz İskonto Oranları

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	
Risksiz Faiz Oranı (Türkiye 10 yıl)	17,80%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,50%
Borç/Özkaynak	52,80%
Beta	1
Sermaye Maliyeti	23,30%
Borç Maliyeti	22,30%
Vergi Oranı	20,80%
Borç/(Sermaye+Borç)	34,60%
Sermaye/(Sermaye+Borç)	65,40%
AOSM	21,35%
Sonsuz Büyüme Oranı	5,00%

Kaynakça: İnfö Yatırım

Risksiz Faiz Oranı için projeksiyon dönemi ile de örtüşmesi sebebiyle Türkiye 10 yıllık tahvil faiz oranı olan %17,80 kullanılmıştır. Piyasa Risk Primi güncel halka arzlarda kullanılan oranlar dikkate alınarak %5,5 olarak belirlenmiştir. Şirketin halka açık olmaması sebebiyle sermaye betası 1,0 olarak dikkate alınmıştır.

MOBİLTEL İLETİŞİM HİZMETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ | 17 Kasım 2021

Tablo 14: İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu

İNA Analizi														
mTL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Uç Değer
Net Satışlar	1.178	1.316	1.735	2.165	3.050	3.991	5.010	6.073	7.247	8.164	9.226	10.333	11.573	
Yıllık Büyüme (%)		12%	32%	25%	41%	31%	26%	21%	19%	13%	13%	12%	12%	
Faaliyet Karı (FAVÖK)	66	77	119	127	171	223	284	348	417	471	532	596	668	
Net Satışlara Oranı	5,6%	5,9%	6,9%	5,9%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
Yıllık Büyüme (%)		16,7%	54,5%	6,7%	34,6%	30,4%	27,4%	22,5%	19,8%	12,9%	13,0%	12,0%	12,1%	
Esas Faaliyet Karı	64	74	115	121	164	216	277	340	414	468	535	600	671	
Yıllık Büyüme (%)		16%	55%	5%	36%	32%	28%	23%	22%	13%	14%	12%	12%	
Vergi (%)	22,0%	22,0%	22,0%	25,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Operasyonel Vergi	(14)	(16)	(25)	(30)	(38)	(43)	(55)	(68)	(83)	(94)	(107)	(120)	(134)	
Amortisman	(2)	(2)	(5)	(6)	(7)	(6)	(7)	(7)	(2)	(3)	(3)	(3)	(4)	
Net Yatırım Giderleri	(13)	(4)	(8)	(4)	(2)	(1)	(2)	(2)	(1)	(1)	(2)	(2)	(1)	
İşletme Sermaye Değişimi				(73)	71	68	66	61	70	48	77	80	90	
Kaldıraçsız Nakit Akımı				51	61	110	160	217	262	328	347	395	443	2.843
Yıllık Büyüme (%)					19,6%	80,3%	45,5%	35,6%	20,7%	25,2%	5,8%	13,8%	12,2%	5,0%
AOSM				21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
İndirgenmiş Nakit Akımı				48	50	75	90	100	100	103	90	84	78	499

*Kaynakça: İnfö Yatırım***Tablo 15: Hisse Fiyatı tablosu**

mın TL	Haz.21
Firma Değeri	1.314
Uç Değer Payı	37,90%
Uç Değer Büyüme	5,00%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	4,3
Konsolide Net Borç	(393)
Konsolide Piyasa Değeri	1.707
Hisse Sayısı	847
Hisse Fiyatı	2,02

Kaynakça: İnfö Yatırım

Uç değer büyüme oranı 2030 yılından sonrası için %5 varsayılmış olup İnfö Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda olduğu üzere özsermaye değeri hesaplanırken Şirket'in 30.06.2021 tarihli Net Nakit tutarı eklenilerek özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Sonuç olarak;

Tüm benzer şirket gruplarında FD/FAAVÖK çarpanına %90, FD/Satışlar çarpanına %10 ağırlık verilerek Nihai Özsermaye Değer'ine aşağıdaki şekilde ulaşılmıştır:

Tablo 16: Değerleme Özeti

Değerleme Özeti	Piyasa Değeri (mın TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) İNA	1.707	2,02
2) BİST Teknoloji Endeksi	2.280	2,69
3) Yurtdışı Benzerler	1.459	1,72
4) Yurtiçi Benzerler	1.709	2,02
5) Yıldız Pazar	1.737	2,05
Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri*	1.725	2,04
Halka Arz İskontosu	21%	
Konsolide Değer	1.355	1,60

Kaynakça: İnfö Yatırım

*Değerlemede numaralarına göre ağırlıkları şöyledir; 1) %60, 2) %5, 3) %5, 4) %25 ve 5) %5.

Mobiltel için yapılan değerleme çalışmaları neticesinde %21 halka arz iskontosu uygulandığında iskontolu Özsermaye Değeri 1.355 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Birim pay değeri 1,60 TL'ye karşılık gelmektedir.

5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerleme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Yurt Dışı Pazar Yaklaşımı

İnfo Yatırım'ın yurt dışı çarpan analizi yöntemine temel oluşturan şirketler örneklemini incelendiğinde, satış pazarları ve faaliyet benzerliği sebebiyle, seçilen şirketler değerlemeye uygun bulunmuştur.

Aşağıdaki tablolarda değerleme çalışmasında dikkate alınan halka açık şirketlerin 16.11.2021 tarihli çarpanlarına yer verilmiştir. Uç değer çarpanlar hesaplamalarda dikkate alınmamıştır.

Tablo 17: Uluslararası Benzer Şirketler Çarpanları

Şirketler	Ülke	Kod	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/S
SENAO INTL	TAIWAN	2450 TT EQUITY	4,8x	34,9x	19,7x	1,1x
ERAJAYA SWASEMBA	INDONESIA	ERAA IJ EQUITY	10,0x	13,2x	7,3x	0,4x
COM7 PCL	THAILAND	COM7 TB EQUITY	46,5x	49,0x	33,8x	2,5x
MOBILE WORLD INV	VIETNAM	MWG VN EQUITY	13,1x	29,6x	17,0x	1,2x
SUNING.COM CO-A	CHINA	002024 CH EQUITY	0,3x	-	-	0,6x
SHENZHEN AISI-A	CHINA	002416 CH EQUITY	2,5x	19,2x	-	0,3x
JAYMART PCL	THAILAND	JMART TB EQUITY	5,4x	54,3x	207,2x	9,9x
DIGIWORLD CORP	VIETNAM	DGW VN EQUITY	17,1x	33,3x	34,7x	0,9x
Medyan			7,7x	33,3x	17,0x	1,0x
MOBILEZONE-REG	SWITZERLAND	MOZN SW EQUITY	1,9x	16,5x	12,1x	0,8x
EUROTEL	POLAND	ETL PW EQUITY	2,6x	8,9x	5,0x	0,4x
OEX SA	POLAND	OEX PW EQUITY	16,6x	10,0x	4,6x	0,4x
Medyan			2,6x	10,0x	8,6x	0,4x
BELL-PARK CO LTD	JAPAN	9441 JP EQUITY	2,1x	133,0x	49,8x	2,1x
KOJIMA CO LTD	JAPAN	7513 JP EQUITY	1,6x	8,3x	5,2x	0,2x
CONEXIO CORP	JAPAN	9422 JP EQUITY	3,8x	11,8x	4,6x	0,3x
NOJIMA CORP	JAPAN	7419 JP EQUITY	3,8x	4.937,5x	-	11,3x
BIC CAMERA INC	JAPAN	3048 JP EQUITY	1,3x	-	-	-
T-GAIA CORP	JAPAN	3738 JP EQUITY	7,5x	59,7x	17,8x	0,5x
K'S HOLDINGS COR	JAPAN	8282 JP EQUITY	-	-	-	-
Edion Corp	JAPAN	2730 JP EQUITY	-	-	-	-
JOSHIN DENKI	JAPAN	8173 JP EQUITY	1,5x	-	-	-
TOSHIN GROUP CO	JAPAN	2761 JP EQUITY	0,4x	-	-	-
CROPS CORP	JAPAN	9428 JP EQUITY	2,4x	243,8x	80,3x	5,2x
SAKAI HOLDINGS C	JAPAN	9446 JP EQUITY	3,1x	-	-	12,0x

MOBİLTEL İLETİŞİM HİZMETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ | 17 Kasım 2021

ALPHA GROUP	JAPAN	3322 JP EQUITY	0,6x	-	-	-
CELLNET GROUP LT	AUSTRALIA	CLT AU EQUITY	0,6x	5,6x	4,3x	0,2x
SEIRYO ELECTRIC	JAPAN	4341 JP EQUITY	0,4x	-	-	-
HKC INTL HLDGS	HONG KONG	248 HK EQUITY	0,5x	29,4x	24,9x	1,0x
NIPPON TELEPHONE	JAPAN	9425 JP EQUITY	-	33,6x	18,0x	0,2x
Medyan			1,5x	33,6x	17,9x	0,7x
Medyan			2,6x	33,3x	17,0x	0,7x
Ortalama			6,0x	301,7x	32,1x	2,4x

Kaynakça: İş Yatırım

5.2 Yurt İçi Pazar Yaklaşımı

İnfo Yatırım'ın yurtiçi çarpan analizi yöntemine temel oluşturan şirketler örneklemini incelendiğinde, satış pazarları ve faaliyet benzerliği sebebiyle seçilen şirketlere Armada Bilgisayar eklenmiştir.

Aşağıdaki tablolarda değerlendirme çalışmasında dikkate alınan halka açık şirketlerin 16.11.2021 tarihli çarpanlarına yer verilmiştir. Penta Teknoloji'nin FD/FAVÖK değeri muhafazakar yaklaşımla değerlendirmeye alınmamıştır.

Tablo 18: Uluslararası Benzer Şirketler Çarpanları

Şirketler	Kod	Sermaye (mn TL)	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/S
Arena Bilgisayar	ARENA	100,0	1,4x	14,8x	6,4x	0,2x
Armada Bilgisayar	ARMDA	24,0	3,0x	37,7x	18,2x	0,5x
Despec Bilgisayar	DESPC	23,0	1,8x	18,9x	11,1x	0,4x
Datagate	DGATE	30,0	2,5x	21,8x	8,3x	0,2x
E-Data Teknoloji	EDATA	45,0	3,3x	19,7x	15,7x	2,1x
İndeks Bilgisayar	İNDES	224,0	2,3x	8,3x	3,1x	0,1x
Penta Teknoloji	PENTA	43,7	10,6x	-	26,3x	1,4x
Medyan			2,5x	19,3x	9,7x	0,4x
Ortalama			3,6x	20,2x	10,5x	0,7x

Kaynakça: İş Yatırım

İnfo Yatırım'ın pazar yaklaşımı çerçevesinde değerlendirdiği BİST Teknoloji Endeksi ve Yıldız Pazarı Çarpanları çalışmalarının değerlendirme çalışmasında bir takım şirketlerin birden fazla sayılmasına sebep olmasından ötürü, bu değerlemelerin ağırlıklarının Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanlarının ağırlıklarına eklenmesi uygun bulunmuştur. Özellikle Mobitel ile aynı borsada ve benzer faaliyetlerde bulunan şirketler bulunabilmesinden dolayı, piyasa çarpanları çalışmalarında yurt içi benzer şirketler ve yurt dışı benzer şirketler örneklemelerinin çarpan sonuçlarına ağırlık verilmiştir.

5.3 Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, başka bir deyişle indirgenmiş nakit akımı yöntemi, gelecek yıllarda elde edilmesi planlanan nakit akımlarının bugüne indirgenmesi neticesinde (İNA) elde edilen şirket değerinin net borç düşülerek elde edilen özsermaye değeridir. Çarpan olarak dikkate alınan benzer şirketler olmasına rağmen, Şirket'in faaliyetlerden elde edilmesi planlanan nakit akışları verisinin bugüne indirgeyerek elde edilecek özsermaye değerini ek bir yöntem olarak ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplamasında dahil edilmiştir.

İNA yöntemi ile değerlemenin diğer bir yararı ise; benzerlik gösterdiği varsayımıyla seçilen şirketlerin ölçek ve satışa sunulacakları pazarlar anlamında benzerlik göstermelerine rağmen faaliyet konularında farklılıklar olabileceği ve bu farklılıkların değerlemeye etkilerini de minimize edebilmesidir.

Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde 2021-2030 yılları arasını kapsayan 10 yıllık bir projeksiyon dönemi kullanılmış olup, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabında, analizin yapıldığı dönemin 10 yıllık tahvil faizleri dikkate alınarak değişken risksiz faiz oranı üzerine %5,5 hisse senedi risk primi öngörülmüştür. AOSM değeri makul bulunmuştur.

Şirket'in henüz halka açık olmaması nedeniyle, halka arzından sonra da Borsa İstanbul genelindeki hisse senetlerinin genel seyirlerinin paralelinde hareket edeceği varsayılmış ve bu varsayım doğrultusunda da betası 1 olarak kabul edilmiştir.

İnfo Yatırım tarafından paylaşılan İNA tablosunda 2021 Kaldıraçsız Nakit Akımı tutarı olan 51mn TL'ye ulaşılammış olup, bu değere varılması konusunda yeterince veri paylaşılmamış olduğu düşünülmektedir. Fakat tabloda sağlanan projeksiyonların işlendiği İNA sonucu oluşan firma değeri, İnfo Yatırım'ın varsayımları ile değerlendirildiğinde makul bulunmuştur.

Gelir yaklaşımı yönteminde hesaplanan değer için hedeflenen, özellikle ilk üç yıldaki %41, %31 ve %26, ciro büyümelerinin gerçekleşmesi ve hedeflenen marjların yakalanması önem arz etmektedir. Aksi halde değerde sapmalar görülecektir.

Büyüme ve yatırım harcamaları arasında doğrudan ilişki kurulamamaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca satışların %0,03'ü olacağı öngörülen yatırım harcamalarına karşın, projeksiyon döneminde satışlar ise tutar bazında ise %21 YBBO ile büyüyeceği öngörülmüştür. %5 olarak öngörülen terminal büyüme oranı da göz önünde bulundurulduğunda, gerekli satış miktarına ulaşmak için yatırım harcamalarının artırılması gerekebilecektir.

Vergi Oranı TBMM'de görüşülen torba yasa teklifine istinaden 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23 olarak varsayılmıştır, makul bulunmuştur.

%5 olarak değerlendirilen terminal büyüme oranının makul olduğunu düşünmekteyiz.

5.4 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

İnfo Yatırım tarafından Mobitel için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yönteme göre (İndirgenmiş Nakit Akımları, Piyasa Çarpanları) Mobitel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değer in ağırlıklandırılması sonucu toplamı alınmıştır.

Tablo 19: Uluslararası Benzer Şirketler Çarpanları

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (mn TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) İNA	1.707	2,02
2) Yurtdışı Benzerler	2.467	2,91
3) Yurtiçi Benzerler	1.575	1,86
Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri*	1.699	2,01

Kaynakça: İş Yatırım

**Değerlemede numaralarına göre ağırlıkları şöyledir; 1) %60, 2) %5 ve 3) %35.

İNA yöntemi ve piyasa çarpanları yöntemleri neticesinde özsermaye değeri 1.699 mn TL olarak hesaplanırken, hisse başına değer 2,01 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına halka arz fiyatı olarak belirlenen 1,60 TL, hesaplanan hisse başına değerden düşüktür.

İfo Yatırım'ın fiyat tespit raporundaki yaklaşımını makul bulmaktayız ve raporda yer alan veriler ışığında 1,60 TL aralığında açıklanan halka arz iskontosu sonrası hisse fiyatının İfo Yatırım'ın yaptığı değerlendirme sonucu elde edilen birim hisse fiyatının aşağısında olması göz önünde bulundurulduğunda makul olduğu kanaatine varılmıştır.

Sonuç olarak, İfo Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 1,60 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.