

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Mobitel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Mobitel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	MOBTL
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyat ile Talep Toplama & En İyi Gayret Aracılığı
Tahsisatlar	Yurtiçi Bireysel: %60 Yurtiçi Kurumsal: %25 Yurtdışı Kurumsal: %15
Dağıtım Şekli	Oransal Dağıtım
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	18 - 19 Kasım 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	847.000.000 TL
Sermaye Artırımı	178.000.000 TL
Ortak Satışı	30.000.000 TL
Ek Satış Ortak	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	1.025.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı Ek Satış Dahil	20,29%
Talep Toplama Fiyatı Taban	1,60 TL
Halka Arz Büyüklüğü	284.800.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.355.200.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.640.000.000 TL
Satmama Taahhüdü	Ortaklar 6 ay boyunca pay satışı yapmayacak ve 1 yıl boyunca da arz fiyatının altında satış yapmayacak
Halka Arz Sonrası Uygulamalar	5 iş gün boyunca her gün 5 milyon lot arz fiyatından alım emri girilecek

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç2	3,11
FD/FAVÖK 2021Ç2	14,52
PD/DD 2021Ç2	1,16

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç2	3,76
FD/FAVÖK 2021Ç2	14,52
PD/DD 2021Ç2	1,13

ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

Mobitel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Mobitel veya Şirket) kurulduğu 2001 yılından bu yana, mobil telefon (GSM) pazarında distribütörlük faaliyeti yürüten şirketlerden biridir. Distribütörlüğünü üstlendiği ürün grupları arasında mobil telefonlar, telefon aksesuarları, tabletler, bilgisayarlar, laptoplar, eko sistem ürünleri, modemler, DECT telefonlar, eski ismi ile "kontör" tabir edilen POS TL, konuşma kartları ve SİM kartlar ile teknolojinin gelişimine paralel olarak son yıllarda hayatımıza giren akıllı saatlerden robot süpürgelere kadar geniş yelpazeye yayılan mobil telefon dışı ürünler de yer almaktadır. 2020 yılı itibarıyla Şirket cirosunun %94'ü; mobil telefonlar (%67,7) ile operatör ürünlerinden (%26,4) oluşmaktadır. Şirket yerli ve yabancı tedarikçilerden cep telefonları satın almaktadır. Türk Telekom'un resmi distribütörü olan Mobitel, aynı zamanda Türkiye'de mobil telefon satan bütün satış kanalları ile de doğrudan ticaret yapmaktadır. Bunlar arasında GSM bayileri, elektronik ürün zincir mağazaları, süper ve hipermarketler, elektronik pazaryerleri, çeyizciler ve kurumsal satış bayileri yer almaktadır. Şirket, Türk Telekom'un münhasır iki distribütöründen biridir. Şirket'in bölgesinde Türkiye'nin 59 ilinde 385 adet perakende satış mağazası, 14 entegre dağıtım merkezi ve 12 alternatif satış kanalı şeklinde bayileri bulunmaktadır. Bununla birlikte TTKOM dışı kanalda 1000'e yakın alt bayiye (bağımsız kanal) düzenli fatura kesilmektedir. Şirket alt bayi kanalı ile 2020 ve 2021 'de önemli bir büyüme elde ederken gelecek yıllarda bu segmentte kayda değer bir potansiyel bulunmaktadır.

Mobitel'in 847.000.000 TL tutarındaki mevcut sermayesinin %88,5'lik kısmına karşılık gelen 750.000.000 TL nominal değerli paylar Aydın Mistaçoğlu'na, %11,5'lik kısmına karşılık gelen 97.000.000 TL nominal değerli paylar ise Mistaçoğlu Holding A.Ş.'ye aittir. Şirket sermayesi 31.12.2019 tarihinde 82.000.000 TL seviyesinde yer alırken 08.07.2020 tarihinde alınan karar ile 65.000.000 TL'nin tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmak üzere sermaye 147.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. 29.12.2020 tarihinde arttırılan 700.000.000 TL sermayenin tamamı ortakların Şirketten olan alacaklarından karşılanmıştır. 27.01.2021 tarihinde ise Aydın Mistaçoğlu, hissesinin 97.000.000 TL'lik kısmını Mistaçoğlu Holding'e satmıştır.

Şirketin %100 bağlı ortaklığı olan 45 mn TL sermayeye sahip Mobitel Turizm Yatırım A.Ş.'nin ana faaliyet konusu mobil telefon ve aksesuarları ile operatör ürünlerinin perakende ve toptan satışı ve mağazacılık faaliyetlerinin yanı sıra, yurt içinde ve yurt dışında turizm ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmaktır. Bağlı ortaklık, 2019 yılına kadar cep telefonu, telefon aksesuarları ve operatör ürünlerinin perakende ve toptan satışını yapmak üzere İstanbul'da perakende satış mağazaları işletmiştir. Mobitel Turizm Yatırım A.Ş., son dönemde gayrimenkul yatırımı ve projelerine yoğunlaşmıştır. Mobitel Turizm Yatırım A.Ş.'nin aktifinde Çobançeşme Mah. Kımız Sok. No:16/A Yenibosna-Bahçelievler-İstanbul adresinde 2.410 m2 büyüklüğünde ofis binası bulunmakta olup, bu binayı grup şirketlerine kiraya vermektedir. Ayrıca, Mobitel Turizm, 2012 yılında Kırgızistan'da kurulu gayrimenkul proje geliştirme şirketi Bishkek Park Limited şirketinin %30 hissesini satın alarak ortak olmuştur. Daha sonra, Mobitel Turizm Yatırım A.Ş.'nin Bishkek Park Ltd. şirketindeki payı zamanla %97'ye yükselmiştir. Mobitel Turizm Yatırım A.Ş.'nin ortağı olduğu Bishkek Park Ltd. şirketinin aktifinde ise Bishkek Park Kompleksi bulunmaktadır. Kırgızistan'ın en büyük gayrimenkul yatırımı olan Bishkek Park projesi, 2013 yılında hayata geçmiştir. Bishkek'in ilk ve en büyük alışveriş merkezi olan Bishkek Park AVM ve bu yapının üzerine konumlanan her biri 18 katlı ve son teknolojilerle donatılmış Prime Suites Residence ile Sheraton Bishkek Otel, Kırgızistan'ın en yüksek yapıları olma özelliğini taşımaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Halka arz gelirinin %70'i şirketin finansal borç anapara ve faiz ödemelerinde, %30'u işletme sermayesi ihtiyacında kullanılmasına, ihtiyaç duyulması halinde de ifade edilen fon kullanım kalemleri arasında geçiş yapılabilmesine karar vermiştir.

Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	TL	%	TL	%
Aydın Mıstaçoğlu	750.000.000	89%	720.000.000	70%
Mıstaçoğlu Holding	97.000.000	11%	97.000.000	9%
Halka Açık Kısım			208.000.000	20%
Toplam Çıkarılmış Sermaye	847.000.000	100%	1.025.000.000	100%

Mali Tablolar

Mobitel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2018	2019	2020	2021/06
Dönen Varlıklar	884.452.820	434.378.524	734.669.079	743.176.218
Nakit ve Nakit Benzerleri	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
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	3.390.591	11.547.573	30.628.530	4.218.691
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	502.584.871	322.984.806	540.484.023	567.405.276
Diğer Alacaklar	40.955	25.491	30.234	2.358.236
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	40.955	25.491	30.234	2.358.236
Stoklar	34.477.341	61.226.220	68.973.528	113.863.314
Peşin Ödenmiş Giderler	6.580.611	28.892.498	32.971.890	28.435.702
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	760.942	35.910
Diğer Dönen Varlıklar	85.466	2.230.139	943.546	1.579.012
Ara Toplam	566.791.209	433.635.555	733.926.110	742.433.249
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	317.661.611	742.969	742.969	742.969
Duran Varlıklar	1.037.803.799	992.118.738	1.438.306.476	1.708.018.922
Finansal Yatırımlar				
Ticari Alacaklar	52.009.009	130.535	-	-
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	52.009.009	130.535	-	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	-	-
Diğer Alacaklar	469.523	496.643	501.114	501.114
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	469.523	496.643	501.114	501.114
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	964.820.381	964.820.381	1.413.405.033	1.681.550.000
Maddi Duran Varlıklar	15.150.928	16.804.122	21.358.542	23.264.838
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	4.142.399	2.659.559	2.048.100
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	132.860	113.822	92.516	334.919
Peşin Ödenmiş Giderler	464.108	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4.756.990	5.610.836	289.712	319.951
Toplam Varlıklar	1.922.256.619	1.426.497.262	2.172.975.555	2.451.195.140

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2018	2019	2020	2021/06
Kısa Vadeli Yükümlülükler	775.344.782	1.376.172.889	848.286.205	881.697.931
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
Diğer Finansal Yükümlülükler	501.664	251.905	228.683	498.029
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	-	1.047.259	1.484.329	631.794
Ticari Borçlar	82.637.246	65.611.744	103.700.673	154.063.946
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	-	-	1.526.134
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	82.637.246	65.611.744	103.700.673	152.537.812
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	682.562	801.756	537.994	702.212
Diğer Borçlar	119.472.614	755.716.281	162.632.472	513.715
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	118.895.191	755.305.925	162.322.772	-
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	577.423	410.356	309.700	513.715
Ertelenmiş Gelirler	26.559.518	18.766.306	20.900.140	11.988.185
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	26.559.518	18.766.306	20.900.140	11.988.185
Dönem Karı Vergi Yükümlülükleri	9.992	629.027	-	3.273.567
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.119.341	1.329.195	1.548.608	1.863.752
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	868.984	1.078.838	1.298.251	1.613.395
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	250.357	250.357	250.357	250.357
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.600.257	11.175.687	20.382.125	14.580.799
Uzun Vadeli Yükümlülükler	287.502.057	218.596.640	390.588.770	398.171.201
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	209.701.969	142.803.728	266.092.160	245.488.904
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	2.341.100	6.297.795	5.068.389	6.221.330
Diğer Borçlar	190.163	-	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	190.163	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	907.925	1.161.616	1.426.182	1.497.557
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	907.925	1.161.616	1.426.182	1.497.557
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	-	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	74.360.900	68.333.501	118.002.039	144.963.410
Özkaynaklar	859.409.780	-168.272.267	934.100.580	1.171.326.008
Ödenmiş Sermaye	82.000.000	82.000.000	847.000.000	847.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	-	-	-	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.884.010	6.955.738	7.852.641	10.486.459
Ortak Kontrolde 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
-Yabancı Para Çevrim Farkı	-	13.965.160	37.882.378	192.990.048
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak	-	-	-	-
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-229.564	-460.479	-519.975	-513.412
-Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları ve kayıpları	-229.564	-460.479	-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
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	28.805.338	27.090.946	37.562.016	45.978.396
Toplam Kaynaklar	1.922.256.619	1.426.497.262	2.172.975.555	2.451.195.140

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Mobitel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu

TL	2018	2019	2020	2020/06	2021/06	Yıllıklandırılmış
Hasılat	1.198.378.502	1.328.219.794	1.766.452.591	670.310.745	980.587.687	2.076.729.533
Yıllık Değişim		10,8%	33,0%		46,3%	
Satışların Maliyeti (-)	-1.073.184.367	-1.203.791.510	-1.596.940.339	-605.743.236	-892.154.256	-1.883.351.359
Yıllık Değişim		12,2%	32,7%		47,3%	
Brüt Kar	125.194.135	124.428.284	169.512.252	64.567.509	88.433.431	193.378.174
Yıllık Değişim		-0,6%	36,2%		37,0%	
Brüt Kar Marjı	10,4%	9,4%	9,6%	9,6%	9,0%	
Genel Yönetim Giderleri (-)	-14.080.038	-17.144.185	-12.290.920	-5.459.116	-8.060.346	-14.892.150
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-34.275.080	-21.245.465	-28.982.453	-10.567.414	-15.886.803	-34.301.842
Faaliyet Karı	76.839.017	86.038.634	128.238.879	48.540.979	64.486.282	144.184.182
Yıllık Değişim		12,0%	49,0%		32,8%	
Faaliyet Kar Marjı	6,4%	6,5%	7,3%	7,2%	6,6%	
Amortisman	13.790.747	15.663.852	11.041.860	5.686.313	7.223.881	12.579.428
FAVÖK1	90.629.764	101.702.486	139.280.739	54.227.292	71.710.163	156.763.610
Yıllık Değişim		12,2%	36,9%		32,2%	
FAVÖK1 Marjı	7,6%	7,7%	7,9%	8,1%	7,3%	
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	133.199.863	49.474.949	224.049.360	5.665.675	97.029.212	315.412.897
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-138.602.682	-77.225.892	-266.822.682	-21.216.028	-96.193.329	-341.799.983
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer						
Düşüklüğü Kazançları (Zararları)	-4.927.653	-855.675	-2.855.259	-1.225.897	1.297.860	-331.502
Esas Faaliyet Karı	66.508.545	57.432.016	82.610.298	31.764.729	66.620.025	117.465.594
Yıllık Değişim		-13,6%	43,8%		109,7%	
FAVÖK2	80.299.292	73.095.868	93.652.158	37.451.042	73.843.906	130.045.022
Yıllık Değişim		-9,0%	28,1%		97,2%	
FAVÖK2 Marjı	6,7%	5,5%	5,3%	5,6%	7,5%	
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	840.672	749.106	412.333.588	-	64.011.487	476.345.075
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0	0	0	-	-
Finansman Gelir/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı	67.349.217	58.181.122	494.943.886	31.764.729	130.631.512	593.810.669
Finansman Gelirler	832.192	554.821	447.414	35.382	1.536.453	1.948.485
Finansman Giderleri (-)	-40.161.247	-46.702.487	-50.678.736	-9.431.819	-40.247.636	-81.494.553
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar	28.020.162	12.033.456	444.712.564	22.368.292	91.920.329	514.264.601
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)						
Dönem Vergi Gideri	-7.508.964	-8.052.057	-14.492.306	-4.888.007	-5.480.593	-15.084.892
Ertelenmiş Vergi Geliri	-3.156.617	1.464.093	-52.631.808	-55.530	-10.338.220	-62.914.498
Net Dönem Karı	17.354.581	5.445.492	377.588.450	17.424.755	76.101.516	436.265.211

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

İnfo Yatırım; Mobitel İletişim'in pay başına değerinin tespit edilmesinde Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ve Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Şirket özelinde yönetimin beklentilerini yansıtmaları açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

- Çarpan analizinde, Şirket'in sektöründe kullanılan aşağıda belirtilen çarpanlar kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.06.2020-30.06.2021) Net Satış ve EBITDA tutarları esas alınarak Şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

Firma Değeri /EBITDA (EV/EBITDA)

Firma Değeri/Net Satış (EV/Satış)

Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi

➤ Yurt Dışı Benzer Şirketler:

28 uluslararası firma örneklemede kullanılmıştır Yurtiçinde Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren halka açık firma sayısının az olması nedeni ile değerlemede Şirket'in bulunduğu sektörün dinamiklerini daha iyi yansıtabilmesi adına Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 19 Ekim 2021 tarihli dir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. EV/EBITDA çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Tablolarda görülen tüm değer çarpanları Şirket'in telekomünikasyon segmentinden oluşan çarpanlarını ifade etmektedir.

Asya Pasifik Gelişmekte		
Olan Şirketler	EV/EBITDA	EV/Satışlar
Senao International	7,5	0,2
Erajaya S wa s em bada	5,9	0,3
Com 7 Pcl	27,5	1,9
Mobil e Worid Inv	9,2	0,7
Suning Com	M.D.	0,5
Shenzen Aisidi	M.D.	0,2
Jaymart Pcl	112,5	5,8
Digiworld Corp	12,6	0,3
Ortalama	12,5	0,6
Medyan	9,2	0,3
Minimum	5,9	0,2
Maksimum	112,5	5,8

Diğer Gelişmiş Ülke		
Şirketleri	EV/EBITDA	EV/Satışlar
Bell-Park Co Ltd	3,7	0,2
Kojima Co Ltd	5,3	0,2
Conexia Corp	M.D	M.D
Nojima Corp	3,5	0,3
Bic Camera İne	8,8	0,3
T-Gaia Corp	4,4	0,2
K's Holding Corp	4,7	0,4
Edion Corp	4,5	0,2
Joshin Denki Co	4,5	0,2
Toshin Group	12,6	0,6
Crops Corp	1,8	0,1
Sakai Holdings	8,6	1,5
Alpha Group	3	0,2
Cellnet Group	2,7	0,2
Seiry Electric	M.D	M.D
Hkc International	313,6	0,9
Nippon Telephone	14,3	0,2
Ortalama	9,9	0,4
Medyan	8,8	0,2
Minimum	1,8	0,1
Maksimum	313,6	1,5

Avrupa Gelişmiş-		
Gelişmekte Olan Şirketler	EV/EBITDA	EV/Satışlar
Mobilezone Holding	8,6	0,5
Eurotel S A	3,3	0,3
Oex SA	4	0,4
Ortalama	8,6	0,4
Medyan	8,6	0,4
Minimum	3,3	0,3
Maksimum	8,6	0,5

Global Şirket		
	EV/EBITDA	EV/Satışlar
Ortalama	11	0,4
Medyan	8,8	0,3
Minimum	1,8	0,1
Maksimum	313,6	5,8
Mobiltelet (mn TL)	8,8	0,3

➤ **Yurt İçi Benzer Şirketler:**

BIST Teknoloji Endeksi & Yurtiçi Benzerler & Yıldız Pazar

Teknoloji Endeksi ve yurtiçi benzerler. Mobitel'in ana faaliyet alanı tüketici elektroniği ticareti olması nedeniyle BIST Teknoloji endeksindeki şirketler ile benzeşmektedir. Mobitel özellikle Arena Bilgisayar, Despec Bilgisayar, E-data Teknoloji, Datagate Bilgisayar, Penta Teknoloji ve İndeks Bilgisayar ile benzer alanda faaliyet göstermektedir. Bu nedenle teknoloji endeksi şirketlerinin çarpanları ile benzer şirketler olan Arena Bilgisayar, Despec Bilgisayar, E-data Teknoloji, Datagate Bilgisayar, Penta Teknoloji ve İndeks Bilgisayar şirketlerinin çarpanları ayrı ayrı olarak çarpan değerlemesinde dikkate alınmıştır. Şirketin halka arz sonrası yıldız pazarda işlem görmesi öngörüldüğü için yıldız pazar şirketlerinin çarpanları da değerlemede göz önünde bulundurulmuştur. EV/EBITDA çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında ise 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir.

BIST Kodu	Şirket Adı	EV/ EBITDA 2021/06	EV/ Satışlar 2021/06
ARENA	Arena Bilgisayar	6,2	0,2
DESPC	Despec Bilgisayar	11	0,4
DGATE	Datagate Bilgisayar	8,3	0,2
EDATA	E-Data Teknoloji	20,1	2,7
INDES	İndeks Bilgisayar	3,4	0,1
PENTA	Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım	27,9	1,5
Ortalama		14,7	0,9
Medyan		11	0,3
Minimum		3,4	0,1
Maksimum		27,9	2,7
Mobitel		11	0,3

BIST Kodu	EV/ EBITDA 2021/06	EV/ Satışlar 2021/06
NETAS	78,1	0,9
KRONT	56,4	8,2
ATATP	34,6	5,9
VBTYZ	28,8	3,6
PENTA	27,9	1,5
LİNK	27,4	13,6
MANAS	21,5	5,8
EDATA	20,1	2,7
LOGO	17,4	6,2
PKART	16,1	1,4
FONET	14,2	7
MTRKS	14	3,8
DESPC	11	0,4
KAREL	9,4	1,7
ARDYZ	8,8	5,4
ASELS	8,6	2,2
KFEIN	8,6	1,9
DGATE	8,3	0,2
ALCTL	6,8	0,4
ARENA	6,2	0,2
INDES	3,4	0,1
ESCOM	-163,1	1.070,50
PAPIL	-382,2	12,1
Ortalama	15	1,5
Medyan	14	1,5
Minimum	-382,2	0,1
Maksimum	78,1	1.070,50
Mobitel	14	1,5

Telekomünikasyon kısmının halka arz çarpanlarının tespiti. Tespit edilen konsolide halka arz piyasa değeri hem telekomünikasyon kısmının piyasa değerini hem de gayrimenkul kısmının piyasa değerini kapsamaktadır. Halka arz piyasa değerinin Telekomünikasyon kısmı için denk geldiği EV/EBITDA, EV/Satışlar, PD/DD ve F/K çarpanlarının hesaplanabilmesi için konsolide halka arz piyasa değeri karşılık gelen telekomünikasyon firma değeri ile telekomünikasyon piyasa değerinin tespit edilmiştir.

Finansal Kalemler	TL Tutarları
Konsolide Piyasa Değeri	1.355.200.000
Konsolide Net Borç	-392.514.710
Yatırım amaçlı Hariç GYO Kısmı Net Borcu	223.982.848
%40 İskontolu Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Kayıtlı Değeri	1.008.930.000
Telekomünikasyon 2021/06 4Ç EBITDA	126.149.957
Telekomünikasyon 2021/06 4Ç Satışlar	2.037.922.584
Telekomünikasyon 2021/06 4Ç Net Kar	35.499.525
Telekomünikasyon 2021/06 Özkaynaklar	1.006.665.455

Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
Mobitel EBITDA 2021/06 4Ç	126
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	11
Yurtiçi Benzer Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.392
Mobitel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
Yurtiçi Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.785
Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
Mobitel Satışlar 2021/06 4Ç	2.038
Yurtiçi Seçilmiş Şirketler Medyan EV/Satışlar (x)	0,3
Yurtiçi Benzer Şirketleri EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	630
Mobitel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
Yurtiçi Benzer Şirketler EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.022
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.709

Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
Mobitel EBITDA 2021/06 4Ç	126
BIST Teknoloji Sektörü Medyan EV/EBITDA (x)	14
BIST Teknoloji Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.763
Mobitel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
BIST Teknoloji Sektörü EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.155
Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
Mobitel Satışlar 2021/06 4Ç	2.038
BIST Teknoloji Sektörü Medyan EV/Satışlar (x)	1,5
BIST Teknoloji Şirketleri EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	3.007
Mobitel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
BIST Teknoloji Sektörü EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	3.399
BIST Teknoloji Sektöründen Gelen Nihai Piyasa Değeri	2.280

Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
Mobitel EBITDA 2021/06 4Ç	126
BIST Yıldız Pazar Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	9,3
BIST Yıldız Pazar Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.171
Mobitel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
Yıldız Pazar Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.564
Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
Mobitel Satışlar 2021/06 4Ç	2.038
BIST Yıldız Pazar Şirketleri Medyan EV/Satışlar (x)	1,4
BIST Yıldız Pazar Şirketleri EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.904
Mobitel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
BIST Yıldız Pazar Şirketleri EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	3.297
Yıldız Pazar Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	1.737

Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
Mobitel EBITDA 2021/06 4Ç	126
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	8,8
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.113
Mobitel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.506
Mn TL - Telekomünikasyon Kısmı	Değer
Mobitel Satışlar 2021/06 4Ç	2.038
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/Satışlar (x)	0,3
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	642
Mobitel Net Borç 2021/06 (Konsolide)	-393
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/Satışlar Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.035
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.459

EV/EBITDA ve EV/Satışlar çarpanları kullanılmıştır. Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken EV/EBITDA ve EV/Satışlar çarpanları dikkate alınmıştır. Tüm çarpan kategorilerinde 2021/06 sonu yıllık EBITDA ve Net Satış verilerine göre çarpan değerlemesi yapılmıştır. Şirket'in düzenli olarak EBITDA ürettiği olması ve EV/Satışlar çarpanının EBITDA marjı ile birlikte değerlendirilmesi gerekmesi nedeniyle değer tespit edilirken EV/EBITDA çarpanına %90, EV/Satışlar çarpanına %10 ağırlık verilmiştir.

Operasyonel değer telekomünikasyon faaliyetlerinden kaynaklanmakta. Şirket'in satışları ile EBITDA rakamının çok büyük bir bölümünün telekomünikasyon kısmının faaliyetlerinden kaynaklanıyor olması nedeniyle değer tespit edilirken ilk etapta benzer şirketlerden elde edilen çarpanlar Şirket'in telekomünikasyon kısmına ait satış ve EBITDA rakamları ile çarpılıp ifade edilen oranlarda ağırlıklandırılarak telekomünikasyon kısmının firma değerine ulaşılmıştır. İkinci adımda ise konsolide piyasa değerine ulaşabilmek için konsolide finansal tablolardaki net borç tutan hesaplanıp firma değerinden çıkarılarak konsolide piyasa değeri hesaplanmıştır.

TLm	2020	2021/06
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 -
Konsolide Özkaynak	896,5	1.125,3
Net Borç/Özkaynak	-18,10%	-34,90%
Net Borç/EBITDA	-1,2	-2,6
EBITDA****	132,9	149,3

*Yatırım amaçlı gayrimenkullere %40 likidite iskontosu uygulanmıştır

**Karşı bacağı kredilerde yer alan TTKOM garantili alacak

****Ortaklara olan borç

****Konsolide EBITDA kullanılmıştır

Finansal Kalemler	TL Tutarları
Konsolide Piyasa Değeri	1.355.200.000
Konsolide Net Borç	-392.514.710
Yatırım amaçlı Hariç GYO Kısmı Net Borcu	223.982.848
%40 Iskentolu Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Kayıtlı Değeri	1.008.930.000
Telekomünikasyon 2021/06 4Ç EBITDA	126.149.957
Telekomünikasyon 2021/06 4Ç Satışlar	2.037.922.584
Telekomünikasyon 2021/06 4Ç Net Kar	35.499.525
Telekomünikasyon 2021/06 Özkaynaklar	1.006.665.455

Çarpanlar	Çarpan Seviyesi
2021/06 4Ç Telekomünikasyon EV/EBITDA	7,63x
2021T EV/EBITDA Telekomünikasyon EV/EBITDA	7,58x
2021/06 4Ç Telekomünikasyon EV/Satışlar	0,47x
2021T Telekomünikasyon EV/Satışlar	0,44x
2021/06 4Ç Telekomünikasyon F/K	16,06x
2021/06 Telekomünikasyon PD/DD	0,57x

İmdirgenmiş Nakit Akım

İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş yıl verileri ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir.

Satışlar: 2021 yılının ikinci yarısında özellikle cep telefonu satışları için daha iyi bir yıl beklenmektedir. Mobitel, yılın ikinci yarısı itibarıyla Vivo, Tecno, Infinix, Tel, Omix markalarının dağıtımını almış ve bu durum satışlarda etkili olmaya başlamıştır. Söz konusu nedenlerden dolayı yılın ikinci yansında cep telefonu satışlarında daha iyi bir trend beklenirken 2020 sonuna göre 2021 yılında %6,2'lik reel büyüme öngörülmektedir. 2022 yılında pandeminin etkilerinin önemli oranda kaybolması ile sağlanacak baz etkisi ve 2021 yılının ikinci yarısında anlaşılan yeni markaların dağıtımı ile cep telefonu segmentinde %28'lik bir reel büyüme beklenmektedir. 2023 yılında lansmanı yapılması öngörülen 5G teknolojisi sonrası yaklaşık 77 mn adet telefonun yıllara sari yeni teknolojiye adaptasyon için yenilenme süreci ile 2023-2027 yıllarında ivmesi azalsa da telefon satışlarında önemli bir reel büyüme yönetim tarafından tahmin edilmektedir. Mobil telefon sektörünün artan kur ve pandemi nedeniyle daraldığı bir dönemde Şirket'in gelirlerinde önemli bir artış yaşanmıştır. Bu durumda TTKOM dışı kanala yatırım yapılması etkili olmuştur. 2018 ve 2019 yıllarında bağımsız bayiler olarak görülen TTKOM dışı alt bayilere herhangi bir şekilde satış gerçekleşmezken 2020 yılında alt bayiler toplam gelirden %26,5'lik pay almıştır. Söz konusu trendin projeksiyon döneminde sürmesi beklenirken 2021/06'da toplam gelirlerden %27,7 pay alan alt bayi satışlarının yıllara sari artış trendini koruyarak 2027'de %60'a ulaşacağı varsayılmaktadır.

Pazarlama giderlerinde: Pazarlama segmentinde 2021 yılının ilk yarısında kısa çalışma uygulaması ile personel maliyetleri gerilerken yılın ikinci yarısından itibaren ödenek etkisinin yok olacağı dikkate alınmıştır. 2022 yılında ise performans yönetim sistemine geçiş ile tüm personellerde ortalama bir iyileştirme planlanmaktadır. Şirkette personel sayısının büyümesi ve insan kaynağı açısından rekabete açık hale gelmesi iyileştirme gereğini ortaya çıkarmaktadır. Hepsiburada.com ve Trendyol gibi hızlı büyüyen yapılar personel transferi gelecek dönemde bir risk unsuru olarak görülmektedir. Bu durum ortalama personel giderlerinin 2022'de %27,6 artmasının temel nedendir. Sonraki yıllarda ise ortalama personel maliyetinin beklenen enflasyon kadar artacağı varsayılmaktadır. Pazarlama giderlerinde yer alan ilan ve reklam giderlerinin geçmiş yıllarda yıllara sari azaldığı dikkat çekmektedir.

Genel yönetim giderleri: 2021/06 itibarıyla 64 kişiden oluşan genel yönetim personel sayısının alt bayi kanalındaki sistemin oturmasıyla 2025 yılında 55'e kadar gerileyeceği varsayılmıştır. Personel birim maliyetlerinde 2021 yılının ikinci yarısında sonlanan kısa çalışma ödeneğinin ilave maliyet etkisi dikkate alınırken 2022 yılında devreye alınacak performans sistemi ile enflasyonun üzerinde genel bir iyileştirme yapılmış ve personel maaşları enflasyonun üzerinde artırılmıştır.

Yatırım Harcamaları: Şirket, 2018-2021 yıllarında ortalama yıllık 7 mn TL yatırım gerçekleştirirken projeksiyon döneminde yıllık 1,5 mn TL ortalama yıllık yatırım yönetim tarafından projekte edilmiştir. Şirket nihai tüketiciye ürün satmadığı ve bir üretim firması olmadığı için kayda değer bir sabit sermaye yatırımına ihtiyaç duymamaktadır.

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.

- **Risksiz Getiri Oranı:** 10 yıllık devlet tahvilinin 3 aylık ortalaması olan %17,8 risksiz getiri olarak varsayılmıştır
- Piyasa risk primi: %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
- **Beta:** Beta değeri olarak benzer şirketlerin ortalama Beta değeri, 1 olarak baz alınmıştır. Beta, halka arz olacak şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiki hesaplamaların imkânsızlığından 1 olarak kabul edilmesi halka arzlarda tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- **Özsermaye Maliyeti:** Risksiz Getiri, Risk Primi ve Beta ile hesaplanan Sermaye Maliyeti 2021 yılı için %23,30,
- **Borçlanma Maliyeti:** Borçlanma Maliyeti, 2021 yılı için şirketin ortalama borç maliyeti olan 22,3 alınmıştır
- **Borç Oranı:** 2021/06 mali verileri kullanılırken TTKOM alacağına karşılık kullanılan kredi finansal borçlardan çıkartmıştır. toplam finansal borçların, finansal borçlar ile özkaynakların toplamına oranı (Borç Oranı) %34,6 seviyesindedir. Şirket'in nakit yaratma kabiliyeti,
- **Vergi;** Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır %20,6 seviyesinde kullanılmıştır
- **İşletme Sermayesi:**
- Sermaye Maliyeti ve Borçlanma Maliyeti'nin Özkaynak - Finansal Borç oranlarına göre ağırlıklandırılmasıyla Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti 2021 yılı için %21,3 hesaplanmaktadır.

Uç Değer Büyüme Oranı: %5 olarak varsayılmıştır.

- **İşletme sermayesi:** Sadece telekomünikasyon tarafının dönen varlıkları ve kısa vadeli yükümlülükleri Şirketten temin edilmiştir. Ticari alacak hesaplanırken TTKOM garantili ve karşı bacağı kredi olan tutar dikkate alınmamıştır. Şirket 2020 yılına kadar sadece TTKOM bayilerine ürün satarken pandemi döneminde bağımsız satış kanalları olan alt bayilere de ürün satmaya başlamıştır.
- **Sonuç olarak;** 5 yıllık serbest nakit akımları ve devam eden değer ilgili dönem indirgeme oranları, ve %5,0 devam eden değer büyüme oranına göre hesaplanan Şirket Değeri 1.314 milyon TL'dir.

Halka Arz Değeri

Halka arz İskontosu öncesi 1.725 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 1.355 mn TL değere ulaşılmıştır. Halka arz fiyatı belirlenirken elde edilen değere %21 halka arz İskontosu uygulanmıştır.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başlı Değer (TL)
İNA	1.707	60,00%	2,02
BIST Teknoloji Endeksi	2.280	5,00%	2,69
Yurtdışı Benzerler	1.459	5,00%	1,72
Yurtiçi Benzerler	1.709	25,00%	2,02
Yılda Pazar	1.737	5,00%	2,05
Hedef Değer (TL)	1.725		2,04
Halka Arz İskontosu	21%		
Konsolide Değer (TL)	1.355		1,6

Telekomünikasyon Değer Çarpanları	2021/06-4Ç	2021T
EV/EBITDA	7,63	7,58
F/K	16,06	m.d.
EV/Net Satış	0,47	0,44
PD/DD	0,57	m.d.

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken 2,04 ve %15 halka arz iskontoları uygulanarak pay başına 1,60 halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan iskontoların makul olduğunu, değerle oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Mobitel'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Mobitel özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- İnfo Yatırım tarafından Mobitel İletişim'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt dışı ve yurt içi benzer faaliyet gösteren şirketlerin ve seçilmiş borsa şirketlerinin Firma Değeri /EBITDA (EV/EBITDA) Firma Değeri/Net Satış (EV/Satış) medyanı kullanılmıştır. Bu oranların medyanının kullanılması makuldür.
- Mobitel İletişim'in çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2030 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı hesaplanırken, projeksiyon dönemiyle uyumlu olacak şekilde, Projeksiyon 10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 3 Aylık Ortalama Kapanışı olan 17,8% kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Sermaye Maliyeti, 2021 yılı için, Risksiz Getiri Oranı üzerine 5,5 puan risk primi eklenerek %22,30 olarak hesaplanmıştır. Beta 1 olarak kabul

edilmiştir. Borç Oranı %34,6 olarak kabul edilmiştir. AOSM 2021 ve devam eden yıllar için %21,3 olarak hesaplanmıştır.

- Ekim 2021 itibari ile 10 yıl vadeli tahvillerin faiz oranı %19 seviyesindedir. AOSM çalışmasında bu oranın kullanması gerektiğini düşünmekteyiz. AOSM hesaplamasında beta'nın kaldıraçlandırılması ve %19 risksiz getiri oranının kullanılması ile yeniden hesaplanan AOSM ile raporda kullanılan AOSM arasında önemli fark çıkmadığından dolayı kullanılan risksiz getiri oranı varsayımı ve AOSM tarafımızca makuldür.
- Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir
- Uygulanan iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Mobitel'in halka arz fiyatının tespit edilmesinde %21 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 1,60 TL pay başı talep toplama fiyatının, İNA'da 2021-2030 arasında öngörülen gelir-gider-nakit akım varsayımlarının gerçekleşeceği varsayımı altında, makul olduğu kanaatindeyiz.