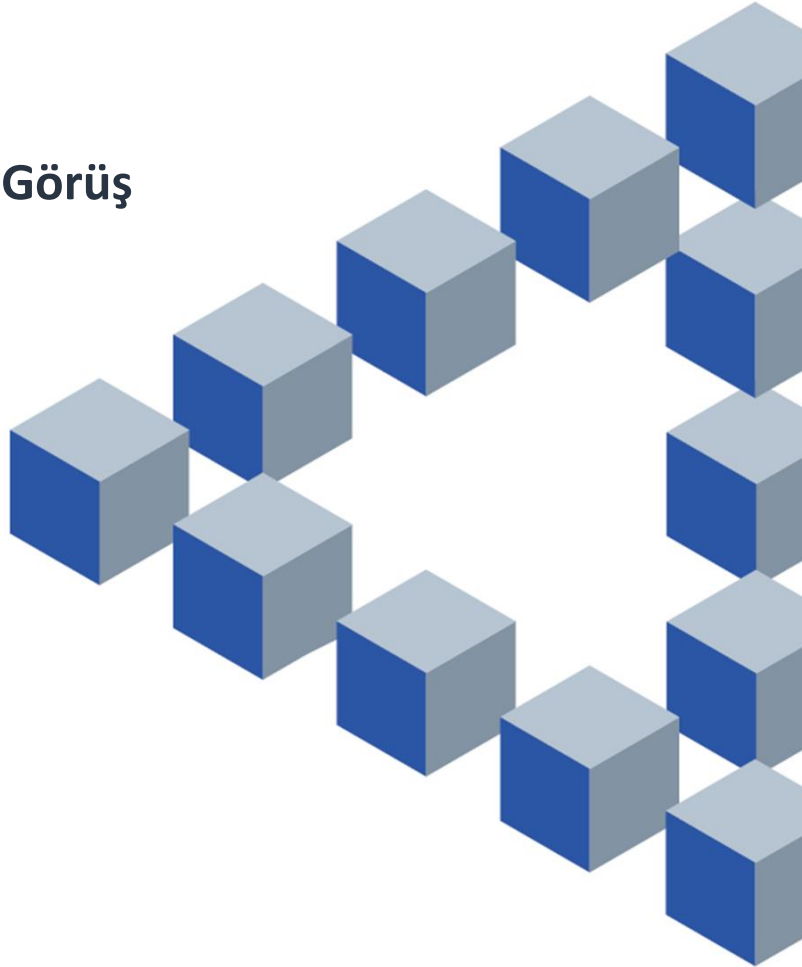


Mackolik İnternet Hizmetleri Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

18 Ocak 2023



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3	Finansal Durum	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	9
4.1	Pazar Yaklaşımı	9
4.1.1	Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi	10
4.1.2	Yurt İçi Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi	11
4.1.3	Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları	12
4.2	Gelir Yaklaşımı	13
4.3	Sonuç	15
5	Görüş	15
5.1	Pazar Yaklaşımı	15
5.2	Gelir Yaklaşımı	15
5.3	Sonuç	16

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("İfo Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Mackolik İnternet Hizmetleri A.Ş. ("Maçkolik", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İfo Yatırım'ın hazırladığı 29 Aralık 2022 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Konsorsiyum Lideri	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Eşit
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	25.000.000 TL
Halka Arz Oranı	34,00%
Halka Arz Metodu	%100 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	8.500.000 TL
Ek Satış	Yoktur.
Satmama Taahhüdü	Şirket tarafından 1 yıl, Ortaklar tarafından 6 ay
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %39 Şirket Çalışanları %1 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %40 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar %20
Fiyat İstikrarı	Fiyat istikrarı yerine geri alım emri taahhüdü uygulanacaktır.
Günlük Geri Alım Emri Taahhüdü	5 işlem günü süreyle her gün açılış seansında, halka arz fiyatından, İnfo Yatırım aracılığı ile 1.700.000 adet alış emri girilecektir.
Halka Arz Büyüklüğü	323.000.000 TL
Talep Toplama	19 – 20 Ocak 2023
Halka Arz Fiyatı	38,00 TL
BIST İşlem Kodu	MACKO
Bağımsız Denetçi	Ram Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Mediazz Yeni Medya ve Teknoloji Yatırımları A.Ş.	A	4.225.000	16,90	4.225.000	16,90
Mediazz Yeni Medya ve Teknoloji Yatırımları A.Ş.	B	8.525.000	34,10	8.525.000	34,10
Abdulkadir Emre Uğurlu	A	25.000	0,10	25.000	0,10
Abdulkadir Emre Uğurlu	B	3.725.000	14,90	3.725.000	14,90
İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş. Pre-IPO girişim Sermayesi Yatırım Fonu	B	8.500.000	34,00	-	-
Halka Açık Kısım	B	-	-	8.500.000	34,00
TOPLAM		25.000.000	100	25.000.000	100

Kaynak: İzahname



Halka Arz, Paylarını Halka Arz Eden Ortak İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş. Pre-IPO Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun mevcut paylarının halka arz kapsamında satılması yoluyla gerçekleştirileceğinden Şirket, herhangi bir gelir elde etmeyecektir.

Kaynak: İzahname

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket'in faaliyet konusu, esas sözleşmesinin "Amaç ve Konu" başlıklı 3. Maddesinde belirtilmekte olup özetle, On-Line sistemler içinde ve telekomünikasyon yolu ile her türlü bilginin dağıtım ve iletişimini yapmak, çeşitli alanlarda ve konularda bilgi üreten özel veya tüzel kişiler resmi daireler, kurum ve kuruluşlar ile işbirliği yaparak elektronik ortamda bilgi ve alış-verişi ve dağıtımını yapmak, üretilen bilgilerin elektronik ortamda elde edilmesini, yayılmasını ve dağıtılmasını sağlamak, bilgi üretimini genişletmek, çeşitlendirmek ve yaygınlaştırmak için gereken girişimlerde bulunmak, kaynakları hazırlamak, kullanılacak ve dağıtım yapılacak bilgileri gerektiğinde şirketin kendi kaynakları ile üretmek veya hazırlamak veya üretilmesini veya hazırlamasını sağlamaktır.

Mevcut durum itibarıyla Şirket; web siteleri ve uygulamaları vasıtasıyla reklam geliri ve reklam gelirlerinin optimizasyonu üzerinden sunduğu yazılım hizmetlerinden gelir elde etmektedir.

Maçkolik, kurulduğu 2001 yılından itibaren güvenilir bilginin, Türkiye'nin yanı sıra dünya futbol tarihinin ve futbol, basketbol, tenis dallarında canlı skorların sporseverlerle buluşmasını amaçlamaktadır. Bu doğrultuda web siteleri, iOS, Android ve Huawei uygulamalarının yanı sıra sosyal medya platformlarını da kullanmakta kullanıcı dostu web siteleri ve uygulamalar tasarlayarak kullanıcı kitlesini korumayı ve büyütmeyi hedeflemektedir. Şirket'in kurduğu yazılım altyapı sayesinde web siteleri ve uygulamalar çoklu dile uyarlanabilecek dinamik bir alt yapıya sahip olup farklı coğrafya ve kültürlerde web sitesi ve uygulamaların kullanımını pratik bir şekilde entegrasyonunu sağlayarak uluslararası bir kullanıcı kitlesi yaratmayı ve Maçkolik kitlesinin büyütülmesini amaçlamaktadır. Bu kapsamda Şirket, Fransa merkezli canlı skor ve veri platformu Match en Direct (MeD)'in sahibi Activaweb SAS'ın sermayesini temsil eden payları tamamını 2021 yılında satın almıştır.

Şirket'in kullanıcılarına sunduğu hizmetler aşağıdaki gibi olup kullanıcılara canlı skor, haber, bilgi ve istatistik sunduğu üç ana spor dalı futbol, basketbol ve tenistir.

- 100'den fazla ligden canlı skor bilgisi,
- Maç içi topa sahi olma, ısı haritaları, kaç korner atıldığı, kaç şut çekildiği gibi istatistikler,
- Oyuncu ve takım istatistikleri,
- Forum odası,
- Bazı maçlar için özet görüntüler,
- Geçmişe dönük, futbolcu ve takım istatistikleri veri arşivi,
- Spor haberleri,
- İstenen maçlar için bildirim (push notification) hizmeti.

Şirket'in satışlarının ürün bazında kırılım bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 3: Satışların Ürün Bazında Kırılımı

Hasılat (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022	(%)
Reklam Gelirleri	28.350.303	32.734.314	98.144.121	54.737.202	108.007.185	87,46%
Mobil Reklam Gelirleri	12.914.080	15.344.153	65.385.274	35.444.710	56.442.333	45,8%
Şans Oyunu İş Ortaklığı	12.425.000	14.750.000	22.135.207	15.061.383	37.867.633	30,7%
Web Sitesi Reklam Gelirleri	2.935.508	2.579.456	7.062.408	2.841.698	7.211.492	5,9%



Hasılat (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022	(%)
Proje Bazlı Satışlar	75.715	60.705	3.561.232	1.389.410	6.485.727	5,3%
Yazılım Hizmet Gelirleri	-	-	15.699.075	9.617.710	15.178.710	12,3%
Data Sağlama Gelirleri	322.195	194.419	6.000	-	-	0,0%
Üyelik Gelirleri	-	-	-	-	61.281	0,0%
TOPLAM	28.672.498	32.928.733	113.849.196	64.360.912	123.247.176	100%

Kaynak: İzahname

3 Finansal Durum

Şirket'e ilişkin Bilanço, Gelir Tablosu aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Tablo 4: Bilanço

BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	22.042.786	40.697.942	40.155.793	78.207.941
Ticari Alacaklar	12.900.092	10.352.164	25.559.633	30.331.828
Diğer Alacaklar	327.494	74.727.386	6.096.834	6.813.037
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	327.494	74.727.386	-	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	6.096.834	6.813.037
Peşin Ödenmiş Giderler	152.487	221.001	345.301	2.908.399
Diğer Dönen Varlıklar	-	294.352	686.967	224.991
Dönen Varlıklar	35.422.859	126.292.845	72.844.528	118.486.196
Uzun Vadeli Diğer Alacaklar	59.321.039	-	-	-
Kullanım Hakkı Varlıkları	673.036	872.594	830.408	1.615.384
Maddi Duran Varlıklar	388.960	408.984	559.982	1.074.287
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.345	1.243.494	52.064.865	48.041.146
Peşin Ödenmiş Giderler	152.296	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	65.947	242.012	618.751	2.327.242
Duran Varlıklar	60.606.623	2.767.084	54.074.006	53.058.059
TOPLAM VARLIKLAR	96.029.482	129.059.929	126.918.534	171.544.255
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	216.568	87.001
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	132.253	382.128	1.304.192	1.102.902
Ticari Borçlar	579.814	1.301.345	2.873.506	4.361.583
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	349.924	-	324.820
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	579.814	951.421	2.873.506	4.036.763
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	121.418	132.225	188.512	308.426
Diğer Borçlar	817.015	13.535.317	2.571.989	3.741.752
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	12.813.830	-	-
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	817.015	721.487	2.571.989	3.741.752
Ertelenmiş Gelirler	14.113	14.554	-	-
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2.333.111	1.463.180	6.898.094	12.092.068
Kısa Vadeli Karşılıklar	234.267	565.095	7.387.190	7.764.869



BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	203.243	349.464	483.688	1.286.588
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	31.024	215.631	6.903.502	6.478.281
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.231.991	17.393.844	21.440.051	29.458.601
Uzun Vadeli Borçlanmalar	735.329	830.574	-	681.342
Diğer Borçlar	10.116.946	-	-	-
İlişkili Taraflar Diğer Borçlar	9.883.648	-	-	-
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	233.298	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	12.643	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	419.486	438.695	576.921	773.986
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11.284.404	1.269.269	576.921	1.455.328
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	15.516.395	18.663.113	22.016.972	30.913.929
Ödenmiş Sermaye	4.250.000	4.250.000	8.200.000	25.000.000
Kar veya Zarardan Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	16.849	12.243	3.813	18.968
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler (Yabancı Para Çevrim Farkları)	-	-	9.513.217	11.916.776
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	850.000	850.000	850.000	3.569.674
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	51.251.447	75.396.238	790.941	30.013.664
Net Dönem Karı/Zararı	24.144.791	29.888.335	85.543.591	70.111.244
Özkaynaklar	80.513.087	110.396.816	104.901.562	140.630.326
TOPLAM KAYNAKLAR	96.029.482	129.059.929	126.918.534	171.544.255

Kaynak: İzahname

Tablo 5: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU					
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ				
	Solo	Solo	Konsolide	Konsolide	Konsolide
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Hasılat	28.672.498	32.928.733	113.849.195	64.360.912	123.247.176
Satışların Maliyeti	(6.935.108)	(11.889.769)	(25.771.979)	(14.808.719)	(30.072.943)
Brüt Kar	21.737.390	21.038.964	88.077.216	49.552.193	93.174.233
Genel Yönetim Giderleri	(1.871.492)	(2.102.686)	(11.363.522)	(3.478.232)	(19.699.790)
Pazarlama Giderleri	(572.580)	(883.982)	(4.544.337)	(1.449.631)	(8.928.738)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.698.225	1.941.173	5.278.230	840.275	6.054.008
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(2.755.131)	(1.711.559)	(1.957.021)	(1.299.231)	(3.138.130)
Esas Faaliyet Karı	18.236.412	18.281.910	75.490.566	44.165.374	67.461.583
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3.348.985	4.184.140	2.993.268	2.996.067	-



GELİR TABLOSU					
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ				
	Solo	Solo	Konsolide	Konsolide	Konsolide
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	(46.775)	-	-
Finansman Geliri Öncesi Faaliyet Karı	21.585.397	22.466.050	78.437.059	47.161.441	67.461.583
Finansman Gelirleri	11.856.824	25.810.003	41.097.333	30.078.342	20.812.754
Finansman Giderleri	(2.863.809)	(9.976.675)	(15.551.874)	(12.118.234)	(3.118.832)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	30.578.412	38.299.378	103.982.518	65.121.549	85.155.505
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	(6.433.621)	(8.411.043)	(18.438.927)	(16.837.579)	(15.044.261)
Dönem Vergi Gideri	(6.222.379)	(8.585.957)	(20.542.413)	(16.178.156)	(16.756.541)
Ertelenmiş Vergi Gideri	(211.242)	174.914	2.103.486	(659.423)	1.712.280
Dönem Karı/(Zararı)	24.144.791	29.888.335	85.543.591	48.283.970	70.111.244

Kaynak: İzahname

Şirket'in net finansal borçluluk durumu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 6: Net Finansal Borçluluk Durumu

Net Borçluluk Durumu (30.09.2022)	Tutar (TL)
A. Nakit	-
B. Nakit Benzerleri	78.207.941
C. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar	-
D. Likidite (A+B+C)	78.207.941
E. Kısa Vadeli Finansal Alacaklar	-
F. Kısa Vadeli Banka Kredileri	-
G. Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısım	-
H. Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1.189.903
I. Kısa Vadeli Finansal Borçlar (F+G+H)	1.189.903
J. Kısa Vadeli Net Finansal Borçluluk (I-E-D)	(77.018.038)
K. Uzun Vadeli Banka Kredileri	-
L. Tahviller	-
M. Diğer Uzun Vadeli Finansal Borçlar	681.342
N. Uzun Vadeli Finansal Borçluluk (K+L+M)	(681.342)
O. Net Finansal Borçluluk (J+N)	(76.336.696)

Kaynak: İzahname

Şirket'in karlılık ve FAVÖK durumuna ilişkin oranlar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 7: Karlılık ve FAVÖK Durumu

(TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Brüt Kar/(Zarar)	21.737.390	21.038.964	88.077.216	49.552.193	93.174.233
Brüt Kar Marjı %	75,8%	63,9%	77,4%	77,0%	75,6%
Faaliyet Giderleri	(2.444.072)	(2.986.668)	(15.907.859)	(4.927.863)	(28.628.528)



(TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Amortisman	394.732	570.276	5.197.466	2.773.173	7.655.412
FAVÖK	19.688.050	18.622.572	77.366.823	47.397.503	72.201.117
FAVÖK Marjı %	68,7%	56,6%	68,0%	73,6%	58,6%

Kaynak: İzahname

Şirket'in rasyoları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 8: Rasyolar

Rasyolar	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Cari Oran	8,37	7,26	3,40	4,02
Likidite Oranı	8,26	2,93	3,07	3,68
Özkaynaklar/Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,19	5,92	4,76	4,55
Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Kaynaklar	0,16	0,14	0,17	0,18
Özsermaye Karlılığı	0,30	0,27	0,82	0,50
Alacak Tahsil Süresi	164	129	58	62
Borç Ödeme Süresi	31	29	30	33

Kaynak: İzahname

Şirket'in işletme sermayesi hesaplaması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 9: İşletme Sermayesi Hesaplaması

İşletme Sermayesi	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Dönen Varlıklar	13.380.073	85.594.903	32.688.735	40.278.255
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.099.738	17.011.716	19.919.291	28.268.698
Net İşletme Sermayesi	9.280.335	68.583.187	12.769.444	12.009.557

Kaynak: İzahname

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 29 Aralık 2022 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) ve gelir yaklaşımı (indirgenmiş nakit akımı) dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı metoduyla yapılan değerlemede İnfo Yatırım çarpan analizi metodunu tercih etmiştir. Bu metod kapsamında benzer özellik gösteren şirketler dört grup altında incelenmiş olup, bu gruplar yurtdışı benzer şirketler, BİST-Bilişim şirketleri, BİST Ana Pazar şirketleri ve BİST Hizmet Endeksi şirketleri olarak incelenmiş ve 13.12.2022 tarihi itibarıyla verileri dikkate alınmıştır. Bununla birlikte pazar yaklaşımı kapsamında benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmıştır.

Çarpan analizi yönteminde İnfo Yatırım tarafından Şirket'in 2022 yılının Eylül ayı sonu son 12 aylık FAVÖK ve 2022 yılının Eylül ayı sonu Net Borç değerleri kullanılmıştır.

Şirket'in 30.09.2022 itibarıyla izahnamede hesaplanan kısa vadeli finansal borçlar ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal varlıklar çıkarıldığında net nakit durumu 76.336.696



TL olarak hesaplanmıştır. Fiyat tespit raporunda değerlemeye temel olarak kullanılan net nakit durumu kısa vadeli finansal borçlar, uzun vadeli finansal borcun kısa vadeli kısmı, uzun vadeli finansal borçlar, diğer borçlar ve uzun vadeli borçlardan nakit ve nakit benzerleri ve diğer alacaklar çıkarıldığında 78,7 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Hesaplamaya dâhil edilen diğer alacaklar, vergi dairesinden alacaklardan oluşmaktadır.

Şirket'in 30.09.2022 itibarıyla son 12 aylık dönemdeki FAVÖK'ü 102.170.437 TL olarak hesaplanmıştır. Son 12 ay hesaplaması ise 30.09.2022 FAVÖK değeri + 31.12.2021 FAVÖK değeri - 30.09.2021 FAVÖK değeri olarak yapılmıştır.

Bu doğrultuda İno Yatırım tarafından 2022/09 son 12 ay FAVÖK değeri 102,2 milyon TL ve 30.09.2022 sonu itibarıyla Net Nakit durumu 78,7 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

4.1.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler piyasa çarpan analizi kapsamında kullanılan şirketlerin bilgileri aşağıdaki tabloda verilmektedir. İno Yatırım tarafından yapılan değerlendirme kapsamında 13.12.2022 tarihli FD/FAVÖK ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır. 30,0x üzeri değerler İno Yatırım tarafından aykırı değer olarak kabul edilmiştir. Aşağıdaki şirketlerin yerel para birimlerine göre FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının medyanı alınarak yurt dışı benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanı 12,4x ve F/K çarpanı 14,3x olarak hesaplanmıştır.

Tablo 10: Amerika Kıtası Gelişmiş Ülkeler Şirketler Çarpanları

Şirket	Ülke	PD (Mn \$)	FD/FAVÖK	F/K
Penn Entertainment Inc	Amerika	5.435	9,1x	15,2x
Draftkings Inc-CI A	Amerika	6.181	m.d.	m.d.
Rush Street Interactive Inc	Amerika	829	m.d.	m.d.
Gan Ltd	Amerika	77	37,9x	m.d.
Playmaker Capital Inc	Kanada	82	25,8x	m.d.
	Ortalama	2.521	17,5x	15,2x
	Medyan	829	17,5x	15,2x
	Minimum	77	9,1x	15,2x
	Maksimum	6.181	37,9x	15,2x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 11: Avrupa Gelişmiş Ülkeler Şirketler Çarpanları

Şirket	Ülke	PD (Mn \$)	FD/FAVÖK	F/K
Genius Sports Ltd	İngiltere	943	m.d.	m.d.
Sportradar Group Ag-A	İsviçre	3.112	15,8x	117,4x
Flutter Entertainment Plc-Di	İrlanda	25.634	62,9x	m.d.
Entain Plc	İngiltere	10.159	10,6x	38,2x
Aspire Global Plc	Malta	-	12,7x	-
Zeal Network Se	Almanya	670	17,2x	30,1x
Evolution Ab	İsveç	21.664	18,3x	25,5x
	Ortalama	10.364	14,9x	25,5x
	Medyan	6.635	15,8x	25,5x
	Minimum	670	10,6x	25,5x
	Maksimum	25.634	62,9x	117,4x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



Tablo 12: Diğer Gelişmiş - Gelişmekte Olan Ülkeler Şirketler Çarpanları

Şirket	Ülke	PD (Mn \$)	FD/FAVÖK	F/K
Kambi Group Plc	Malta	574	8,9x	30,5x
Kindred Group Plc	Malta	2.502	12,1x	13,5x
888 Holdings Plc	Cebelitarık	504	5,5x	13,1x
Super Group Sghc Ltd	Man Adası	1.544	m.d.	m.d.
	Ortalama	1.281	8,9x	13,3x
	Medyan	1.059	8,9x	13,3x
	Minimum	504	5,5x	13,1x
	Maksimum	2.502	12,1x	30,5x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı benzer şirketler FD/FAVÖK ve F/K çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 13: Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri Hesabı

Global	PD (Mn \$)	FD/FAVÖK	F/K
Ortalama	5.327	13,6x	16,8x
Medyan	1.544	12,4x	14,3x
Minimum	77	5,5x	13,1x
Maximum	25.634	62,9x	117,4x
Maçkolik	1.443	12,4x	14,3x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları esas alınması sonucu şirketin piyasa değeri **1.443 milyon TL**'dir.

4.1.2 Yurt İçi Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi

İnfo Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan yurt içi benzer şirketlerin 13.12.2022 tarihli FD/FAVÖK ve F/K piyasa çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Maçkolik'in faaliyet alanı olarak Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında bire bir şirket bulunmamaktadır. Bununla beraber Şirket'in faaliyet alanları internet sitesi ve mobil uygulamaları üzerinden veri sağlayarak reklam geliri sağlanması ve kendi ekibiyle geliştirdiği yazılım satışlarından gelir elde edilmesi nedeniyle Borsa İstanbul yatırımcı algısının değerinde yansıtabilmek adına BİST'te işlem gören ana faaliyeti yazılım olan şirketlerden örnekleme oluşturulmuştur. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 30,0x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Gelen değere FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına %50'şer ağırlık verilmiştir.

Tablo 14: Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanları

BIST Kodu	Şirket	PD (Mn TL)	FD/FAVÖK	F/K
ARDYZ	ARD Bilişim Teknolojileri	1.887	8,5x	9,2x
ATATP	ATP Bilgisayar	2.717	27,8x	25,9x
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri	708	12,9x	17,1x
HTTBT	Hitit Bilgisayar Hizmetleri	3.662	35,4x	154,2x
KFEIN	Kafein yazılım	636	9,1x	13,6x
LINK	Link Bilgisayar	707	43,9x	17,4x
LOGO	Logo Yazılım	6.310	13,4x	14,0x
MTRKS	Matriks Bilgi Dağıtım	1.311	21,4x	27,8x
SMART	Smartiks Yazılım	375	17,7x	46,6x



BIST Kodu	Şirket	PD (Mn TL)	FD/FAVÖK	F/K
VBTYZ	VBT Yazılım	1.426	23,9x	20,2x
	Ortalama	1.974	16,8x	18,2x
	Medyan	1.369	15,6x	17,3x
	Minimum	375	8,5x	9,2x
	Maksimum	6.310	43,9x	154,2x
	Maçkolik	1.761	15,6x	17,2x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.3 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken FD/FAVÖK ve F/K çarpanı ile Şirket'in 2022/9 itibarıyla son 12 aylık FAVÖK ve Net Kar verileri kullanılmış; cari FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Şirket'in her dönem nakit üreten mekanizma nedeniyle net nakit pozisyonu kaynaklı net finansman geliri elde ediyor olması şirket için F/K çarpanını ön plana çıkarabilmektedir. Şirket'in son 12 aylık FAVÖK'ü 102,2 milyon TL ve net karı 107,4 milyon TL iken 30.09.2022 tarihli net nakit pozisyonu 78,7 milyon TL seviyesindedir. Yurtiçi bilişim, Ana Pazar, Hizmet Endeksi ve yurtdışı benzer şirketlerin çarpanlarından hesaplanan değerler aşağıdaki tablolarda özetlenmiştir.

Tablo 15: Yurtiçi Benzer Şirket Çarpan Analizi Sonuçları

Mn TL	Değer
Maçkolik FAVÖK Son 12 Ay	102,2
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK	15,6x
Firma Değeri	1.591
Net Borç 2022/09	(79)
Piyasa Değeri	1.670
Maçkolik Net Kar Son 12 Ay	107,4
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan F/K	17,2x
Piyasa Değeri	1.852
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.761

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 16: BIST Ana Pazar Çarpan Analizi Sonuçları

Mn TL	Değer
Maçkolik FAVÖK Son 12 Ay	102,2
BIST Ana Pazar Medyan FD/FAVÖK	15,2x
Firma Değeri	1.550
Net Borç 2022/09	(79)
Piyasa Değeri	1.629
Maçkolik Net Kar Son 12 Ay	107,4
BIST Ana Pazar Medyan F/K	20,8x
Piyasa Değeri	2.231
BIST Ana Pazar Çarpanına Göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	1.930

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



Tablo 17: BIST Hizmet Endeksi Çarpan Analizi Sonuçları

Mn TL	Değer
Maçkolik FAVÖK Son 12 Ay	102,2
BIST Hizmet Endeksi FD/FAVÖK	8,2x
Firma Değeri	836
Net Borç 2022/09	(79)
Piyasa Değeri	915
Maçkolik Net Kar Son 12 Ay	107,4
BIST Hizmet Endeksi F/K	14,5x
Piyasa Değeri	1.559
BIST Hizmet Endeksi Çarpanına Göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	1.237

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 18: Yurtdışı Benzer Şirket Çarpan Analizi Sonuçları

Mn TL	Değer
Maçkolik FAVÖK Son 12 Ay	102,2
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK	12,4x
Firma Değeri	1.268
Net Borç 2022/09	(79)
Piyasa Değeri	1.347
Maçkolik Net Kar Son 12 Ay	107,4
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K	14,3x
Piyasa Değeri	1.540
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.443

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre şirketin piyasa değeri **477,8 milyon TL**'dir.

4.2 Gelir Yaklaşımı

İnfo Yatırım yapılan indirgenmiş nakit akımları analizi Şirket tarafından sağlanan bilgiler ışığında yapılmıştır.

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için projeksiyon dönemi boyunca kullanılan AOSM değerleri ve ilgili açıklamalarına aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 19: AOSM Hesaplaması

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması	
AOSM	22,0%
Risksiz Getiri Oranı	16,5%
Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	5,5%
Ülke Risk Primi	-
Sermaye Maliyeti	22,0%
Özkaynak Oranı	100,0%
Borçlanma Maliyeti	18,5%
Vergi Oranı	22,8%
Borç Oranı	0,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında:

- 30.09.2022 tarihli mali verilere ve Şirketin finansal borcu bulunmaması nedeniyle toplam finansmandaki borç oranı %0 olarak alınmıştır. Buna göre, vergi sonrası borç maliyeti %0, sermaye maliyeti oranı ise %100 ağırlıklandırılarak AOSM hesaplanmıştır.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye 10 yıllık TL Devlet Tahvilinin cari, 3 aylık, 6 aylık ve 1 yıllık ortalamaları dikkate alınarak %16,5 kabul edilmiştir.
- Şirket'in getirisinin borsa getirisine paralel olacağı varsayım altında kaldıraçlı beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Piyasa risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır.
- Türkiye'deki bir finansal enstrüman olan 10 yıllık tahvil baz alınarak risksiz getiri oranı belirlendiğinden içerisinde ülke riskini barındırdığı değerlendirilmiş ve bu kapsamda ilave bir ülke risk primi mükerrer olacağından dikkate alınmamıştır.
- Şirket'in kurumlar vergisi oranı projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı olarak %22,8 olarak hesaplanmıştır.
- AOSM hesaplanmasında kullanılan ve yukarıda açıklanan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.

Böylelikle, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti projeksiyon dönemi için %22 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in halka arz edilecek pay başı değerinin tespitinde indirgenmiş nakit akımları analizi aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 20: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA Tablosu (TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Uç Değer
Net Satışlar	28,7	32,9	124,1	175,8	224,8	295,1	382,6	468,9	556,3	
Değişim		15%	277%	42%	28%	31%	30%	23%	19%	
FAVÖK	19,7	18,6	86,0	96,6	108,1	136,4	190,3	247,4	300,2	
Değişim		-6%	362%	12%	12%	26%	40%	30%	21%	
FAVÖK marjı	68,6%	56,5%	69,3%	54,9%	48,1%	46,2%	49,7%	52,8%	54,0%	
Esas Faaliyet Karı	19,3	18,1	80,1	85,6	95,6	122,5	174,5	229,3	279,7	
Değişim		-6%	343%	7%	12%	28%	42%	31%	22%	
Vergi				22,6%	23,1%	23,8%	23,7%	24,0%	24,4%	
Operasyonel Vergiler				(19,3)	(22,1)	(29,1)	(41,4)	(55,0)	(68,3)	
Amortisman	(0,4)	(0,6)	(5,9)	(11,0)	(12,6)	(13,9)	(15,8)	(18,1)	(20,5)	
Net Yatırım Giderleri	(0,1)	(1,5)	(4,3)	(4,9)	(6,3)	(8,2)	(10,7)	(13,1)	(15,5)	
Yatırım/Satış	0,4%	4,5%	3,4%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	
Yatırım/Amortisman	0,3	2,6	0,7	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	
İşletme Sermayesi Değişimi		2,4	(1,9)	(1,0)	(2,8)	(3,9)	(5,4)	(5,3)	(5,3)	
Kaldıraçsız Nakit Akımı				71,4	77,0	95,0	132,9	174,0	211,0	1.304,0
Değişim					7,8%	23,4%	39,9%	30,9%	21,3%	5,0%
AOSM			22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
İndirgenmiş Nakit Akımı				13,5	66,3	67,1	76,9	82,6	82,1	507,2

Firma Değeri	896
Uç Değer Payı	56,6%
Uç Değer Büyümesi	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	4,3
Net Borç (Net Nakit)	(79)
Piyasa Değeri 30.09.22	974
Piyasa Değeri 13.12.2022	1.014
Hisse Sayısı	25
Hisse Fiyatı	40,58

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş nakit akımları analizi esas alınması sonucu şirketin özsermaye değeri **1.014 milyon TL**'dir.

4.3 Sonuç

Sonuç olarak:

Değerleme çalışması kapsamında gelir yaklaşımı %70 ve pazar yaklaşımı %30 ağırlıklandırılmıştır.

Bu kapsamda kullanılan ağırlıklandırmanın özeti ve söz konusu ağırlıklandırma sonucunda İno Yatırım tarafından hesaplanan piyasa değeri ve halka arz fiyatı aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 21: Değerleme Sonucu ve Halka Arz Fiyatı

Değerleme Sonucu	Piyasa Değeri (m TL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
İNA	1.014	70,0%	40,58
BİST Bilişim Endeksi	1.761	7,5%	70,44
Yurtdışı Benzerler	1.443	7,5%	57,73
Ana Pazar	1.930	7,5%	77,21
Hizmet Endeksi	1.237	7,5%	49,47
Halka Arz Piyasa Değeri	1.188	100%	47,52
Halka Arz İskontosu	-20%		-20%
Nihai Değer	950		38,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Maçkolik için İno Yatırım tarafından yürütülen değerleme çalışması kapsamında hesaplanan Şirket piyasa değerine %20,00 oranında halka arz iskontosu uygulanması sonucunda, halka arz edilmesi planlanan 1 TL nominal değerli payın halka arz fiyatı 38,00 TL olarak belirlenmiştir.

5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizi kapsamında benzer özellik gösteren şirketlerin yurtdışı benzer şirketler, BİST-Bilişim şirketleri, BİST Ana Pazar şirketleri ve BİST Hizmet Endeksi şirketleri olarak dört grup altında incelenmesini makul buluyoruz.
- Seçilen yurt dışı benzer şirketler arasında Şirket'e benzer operasyonları ve ürün portföyleri bulunan firmalar bulunduğu için seçilen yurt dışı şirketlerin çarpan analizinde kullanılmasını makul buluyoruz.
- Şirket değeri hesaplamasında sıklıkla kullanılan FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını ve bu çarpanın medyan değerlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizi kapsamında BİST'te işlem gören ve ana faaliyeti yazılım olan şirketlerin benzerlik göstermesi sebebiyle ağırlıklandırmaya dâhil edilmesini makul buluyoruz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Gelir yaklaşımı yönteminde hesaplanan değer için tahmin edilen büyüme marjlarının gerçekleşmesi önem arz etmektedir. Aksi halde, yaşanabilecek sapmaların değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.

- Şirket'in Match en Direct (MeD) yatırımının projeksiyon dönemi içerisinde beklenen gelir rakamlarının gerçekleşmesi önem arz etmektedir. Aksi halde yaşanabilecek sapmalar değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.
- Şirket'in 2022-2027 yılları arasında öngördüğü gelir ve karlılıklara ulaşması projeksiyon dönemi için planladığı sezonluk spor aktivitelerinin gerçekleşmesine ve bu aktiviteler dolayısıyla elde edeceği reklam gelirlerine bağlıdır. Aksi halde, İNA hesaplaması ve değerlemenin etkilenebileceğini düşünmekteyiz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini ve risksiz faiz oranlarını makul buluyoruz.
- Şirket'in betası hesaplanırken muhafazakâr yaklaşımda bulunulmasını olumlu buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan vergi oranlarını makul buluyoruz.
- Şirket'in iş modeli gereği yüksek yatırım ihtiyacı bulunmadığı varsayımından finansal borç kullanmayıp, borçlanma maliyetinin AOSM hesabında %0 alınmasını makul buluyoruz. Projeksiyon dönemi içerisinde yüksek yatırım gereksiniminde yaşanabilecek sapmaların değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırılmalarını makul buluyoruz.

5.3 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. Ayrıca 38,00 TL halka arz fiyatı ve fiyat tespit raporunda yer alan veriler kullanılarak, 2022/09 FD/FAVÖK çarpanı 8,5x, F/K çarpanı 8,8x ve 2022 yılsonu tahmini FD/FAVÖK çarpanı 9,0x olarak hesaplanmıştır.

İnfo Yatırım tarafından Şirket 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 yönetime göre (Piyasa Çarpanları, İndirgenmiş Nakit Akımları) Mackolik İnternet Hizmetleri Ticaret A.Ş.'nin Şirket değeri hesaplanmıştır. Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değer ağırlıklandırılması sonucu toplamaları alınmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, İnfo Yatırım tarafından konu alınan yurt dışı benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %7,5, BİST-Bilişim şirketlerinden elde edilen değere %7,5, BİST Ana Pazar şirketlerinden elde edilen değer %7,5 ve BİST Hizmet Endeksinde yer alan şirketlere elde edilen değere %7,5 ve indirgenmiş nakit akımları yönteminde %70 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

İnfo Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 38,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.