

Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'na onaylı Ar-Ge Merkezi olan Şirket, müşteri bazında özel olarak tasarlanan ve geliştirilen orta-yüksek teknoloji ürün ve sistemler üzerine odaklandığından, yukarıda da belirtildiği üzere, görece büyük boyutlu ve karmaşık mekanik/otomasyon sistem ve ürün siparişlerini içeren projeleri devreye almaktadır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak, üretim süreci uzun zamana yayıldığından, kapasite raporunda yer alan ürün adetleri ile kıyaslandığında üretim adetsel bazda görece düşük düzeyde gerçekleşebilmekte ve dolayısıyla kapasite kullanım oranı da seri imalat şirketlerine göre düşük seviyede seyredebilmektedir. Ancak, bu durum, Şirket'in hasılatına yansımamaktadır; zira müşterilerin talebi doğrultusunda tasarlanan büyük boyutlu ve orta-yüksek teknolojili aksam ve parçalardan oluşan mekanik/otomasyon sistem ve ürünlerin satışı daha yüksek fiyatla gerçekleşmektedir. Bu şekilde, Şirket'in üretim faaliyetleri daha katma değerli hale gelmiştir. Tüm bu gelişmelerin sonucunda, Şirket'in hasılatı 8.3.1'de yer alan Tablo 10'da da izlendiği gibi son 10 yılda Yıllık Bileşik Büyüme Oranı (YBBO) olarak %24, son beş yılda ise %37 oranında büyüme göstermiştir.

8.3.2.3 Üretim ve Kapasite Kullanım Gelişmeleri

Şirket'in ana üretim, satış sonrası bakım & yedek parça tedariki ve otomasyon sistem kurulumu altında gerçekleştirdiği üretim hacmi ve kapasite kullanım oranları (KKO) aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Kapasite rakamları ilgili yılda geçerli bulunan kapasite raporlarından temin edilmiştir⁷. Kocaeli Sanayi Odası'ndan alınan 12.08.2020 tarihli, 2020-709 sayılı kapasite raporunda, üretim kapasitesi 2020 yılı için 4.285 adet olarak hesaplanmıştır.

Tablo 12 Üretim (Adet) ve Kapasite Kullanım Oranı (KKO; %)

	2019			2020			2021			Ocak-Mart 2022		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
Toplam	1.901	3.637	52,3%	2.785	4.285	65,0%	2.250	4.285	52,5%	330	4.285	7,7%
Ürün & Hizmetler	1.746	3.637	48,0%	2.103	4.285	49,1%	1.860	4.285	43,4%	303	4.285	7,1%
-Robotik Ürünler	7	86	8,1%	25	205	12,2%	38	205	18,5%	0	205	0,0%
-Hidrolik Ürünler	872	3.551	24,6%	1.179	4.080	28,9%	931	4.080	22,8%	137	4.080	3,4%
-Satış Sonrası Hizm.	867			899			891			166		
Sistemler	155			682			390			27		
-Hidromekanik	125			669			265			25		
-Otomasyon Robotik	30			13			125			2		

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirket'in toplam üretim hacmi adetsel bazda 2020 yılında 2019 yılına göre %46,5 oranında artış gösterirken, söz konusu artışa en büyük katkının, toplam üretim kapasitesinin %95'inden fazlasını oluşturan Hidrolik ürünler grubundan geldiği gözlenmiştir. 2020 yılında Hidrolik ürünler grubunda üretim hacmi adetsel bazda 2019 yılına göre %35,2 oranında artarken, üretim kapasitesinin %5'ine yakın kısmı oluşturan Robotik ürünler grubunun üretim hacminde ise 2020 yılında bir önceki yıla göre %257,1 oranında adetsel bazda artış kaydedilmiştir. Ürün tedarikini Robotik ve Hidrolik ürün segmentlerinden sağlayan "Satış

Sonrası Tamir, Bakım ve Yedek Parça” hizmetlerinde ise 2020 yılında %3,7 oranında adetsel bazda yıllık artış yaşanmıştır. Aynı şekilde, Robotik ve Hidrolik üretim parkından ürün tedariki sağlayan Hidromekanik Sistemler segmentinde 2020 yılında yıllık %435,2 oranında adetsel artış gerçekleşirken, Mekanik Otomasyon Sistemler segmentinde ise 2020 yılında 2019 yılına göre adetsel bazda %56,7 oranında düşüş kaydedilmiştir.

2021 yılında üretim kapasitesinin büyük kısmını oluşturan Hidrolik ürünler segmentinde 2020 yılına göre adetsel bazda %21,0’lık bir düşüş gerçekleşmiştir. Robotik ve Hidrolik üretim parkurundan ürün tedariki sağlayan Satış Sonrası & Yedek Parça Hizmetleri ile Hidromekanik Sistemler segmentinde sırasıyla yıllık %0,9 ve %60,4 oranlarında küçülme olurken, Mekanik Otomasyon Sistemlerinde ise %861,5 gibi oldukça büyük bir oranda artış gerçekleşmiştir. Bu gelişmelerin ardından 2021 yılında HKTM’nin toplam üretim hacmi adetsel bazda 2020 yılına göre %19,2 oranında azalmıştır.

İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.2 numaralı bölümünde yer alan Faaliyet ve Üretim Süreci başlığı altında yapılan açıklamalar, hasılatın YBBO %34 oranında arttığı 2019-2021 yılları arasında üretim hacmi ve kapasite kullanımlarında gözlenen dalgalanmaların ana nedeni olmuştur.

2022 yılı Ocak – Mart döneminde Satış Sonrası & Yedek Parça Hizmetleri hariç diğer tüm segmentlerde adetsel olarak üretim düşüşü yaşanmıştır. 2022 yılın ilk çeyreğinde, 2021 yılının aynı döneminde göre Satış Sonrası & Yedek Parça Hizmetlerde %55,1 oranında adetsel bazda artış gerçekleşirken, Hidromekanik Sistemler segmentinde %39,0 oranında düşüş yaşanmıştır. 2022’nin ilk çeyreğinde Robotik üretim gerçekleşmezken, Mekanik Otomasyon Robotik Sistemler segmentinde sadece 2 adet sistem üretimi olmuş ve bir önceki yılın aynı döneminde göre %93,3 oranında düşüş kaydedilmiştir. Ana segmentlerdeki bu düşüşlerin ardından Şirket’in toplam üretiminde 2022 yılının ilk çeyreği itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre %15,4 oranında adetsel bazda düşüş kaydedilmiştir. Söz konusu segmentlerde gerçekleşen dalgalanmalarda, 8.3.2.2 numaralı bölümde yer alan Faaliyet ve Üretim Süreci başlığı altında yapılan açıklamalar ana etken olmuştur. Ayrıca dönemsel bazda bakıldığında, 1.Ç ve 2.Ç’de sözleşme ve sipariş görüşmeleri yapan Şirket, 2.Ç sonlarına doğru mühendislik tasarımlarını geliştirip 3.Ç’de projelerin imalatlarını tamamlayarak faturaya dönüştürmekte ve siparişlerin anahtar teslimlerini gerçekleştirmeye başlamaktadır. 4.Ç itibarıyla da üretim süreçleri tamamlanıp faturaya dönüşüm en üst seviyeye çıkmaktadır. Dolayısıyla, ilk yarıda hem üretim hem de kapasite kullanımı görece düşük gerçekleşmektedir.

İşbu Fiyat Tespit Raporu’nun 8.3.2.2 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, Şirket, Robotik ve Hidrolik ürünlere sağladığı Satış Sonrası Tamir-Bakım ve Yedek Parça hizmeti için gereken ürün ve bileşenlerinin tedarikini aynı üretim parkından gerçekleştirdiği; benzer şekilde anahtar teslim Hidromekanik ve Mekanik Otomasyon Robotik Sistemleri de aynı

üretim parkında geliştirildiği için söz konusu segmentlerde ayrı kapasite kullanım oranı hesaplanmamıştır. Yukarıda değindiğimiz ana segmentlere ilişkin adetsel üretim hacimlerine karşılık gelen Kapasite kullanım oranları, Şirket'in tarafımıza sağladığı 11.03.2022 tarihli Makine Değerleme Raporunda yer alana Kapasite Hesapları baz alınarak hesaplanmıştır.

Buna göre, Robotik Ürünlerde Kapasite Kullanım Oranı (KKO) 2019 yılında %8,1, 2020 yılında %12,2, 2021 yılında %18,5 seviyesinde hesaplanırken; henüz bu segmentte üretimin gerçekleşmediği 2022 1.Çeyrek için KKO hesaplanmamıştır. Hidrolik ürünlerde KKO 2019'da %24,6, 2020'de %28,9, 2021 yılında %22,8 seviyesinde hesaplanırken; 2022 yılının ilk üç ayında sadece %3,4 olmuştur. Şirket'in Hidrolik ve Robotik ürün segmentindeki üretim kapasitesini kullanan Satış Sonrası Tamir-Bakım ve Yedek Parça hizmeti ile Hidromekanik ve Mekanik Otomasyon Sistemleri segmentlerindeki faaliyetlerini eklediğimizde HKTM'nin 2019, 2020 ve 2021 yıl sonları ile 2022 1. Çeyrek için üretim parkının tamamında kapasite kullanım oranları sırasıyla %52,3, %65,0, %52,5 ve %7,7 olarak hesaplanmaktadır.

Netice itibarıyla, Şirket'in Robotik ve Hidrolik üretim parkını boyut olarak daha büyük ve fonksiyon açısından daha kompleks yapıya sahip orta-ileri teknoloji bileşenlerden oluşan Sistem üretiminde de kullanması ve bu segmentteki üretimin görece daha uzun zaman alması nedeniyle kapasite kullanımında yukarıda anlatılan dalgalanmalar ortaya çıkmıştır.

Tablo 13/A		Hasılat* Gelişimi							
(000 TL)	2019			2020			2021		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
Toplam	88.456	2.515	90.970	119.713	9.164	128.877	156.452	25.313	181.765
Ürün&Hizmetler	23.584	876	24.460	22.957	6.514	29.471	45.372	6.325	51.698
Ürünler	17.615	850	18.465	17.803	6.250	24.054	36.754	5.781	42.535
-Robotik Ürünler	582	0	582	1.779	1.551	3.330	2.751	1.846	4.597
-Hidrolik Ürünler	17.033	850	17.882	16.024	4.699	20.723	34.003	3.935	37.938
-Satış Sonrası Hiz	5.969	26	5.995	5.153	264	5.417	8.618	545	9.162
Sistemler	24.101	513	24.614	53.250	430	53.680	60.944	16.435	77.379
-Hidromekanik	20.927	0	20.927	50.971	380	51.351	41.214	16.358	57.572
-Otomasyon	3.174	513	3.687	2.279	49	2.328	19.731	77	19.807
Ticari Mal	40.770	1.127	41.897	43.506	2.221	45.727	50.136	2.552	52.688

Kaynak : Şirket

* : İskonto ve iadeler düşüldükten sonra kalan net hasılat tutarı

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydan Sok. B Blok Kat: 3
No: 13 D: 5 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Maslak No: 388 004 352 Tic Sic.No: 270900
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 0388004352100015

Tablo 13/B

(000 TL)	Hasılat* Gelişimi					
	Ocak – Mart 2021			Ocak – Mart 2022		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
Toplam	33.661	3.132	36.793	40.912	2.686	43.599
Ürün & Hizmetler	6.351	1.759	8.110	7.829	1.150	8.979
Ürünler	5.099	1.662	6.761	5.624	1.081	6.705
-Robotik Ürünler	321	1.597	1.918	0	0	0
-Hidrolik Ürünler	4.778	65	4.843	5.624	1.081	6.705
-Satış Sonrası Hizmetler	1.252	97	1.350	2.205	70	2.275
Sistemler	16.645	772	17.417	17.906	1.287	19.193
-Hidromekanik	10.659	772	11.431	14.639	1.287	15.926
-Otomasyon	5.986	0	5.986	3.267	0	3.267
Ticari Mal	10.665	600	11.265	15.177	249	15.426

Kaynak : Şirket

* : İskonto ve iadeler düşüldükten sonra kalan net hasılat tutarı

Tablo 14 / A

(Yıllık % Değişim, TL)	Hasılat* Gelişimi								
	2020			2021			Ocak-Mart 2022		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
Toplam	35,3%	264,4%	41,7%	30,7%	176,2%	41,0%	21,5%	-14,2%	18,5%
Ürün & Hizmetler	-2,7%	643,9%	20,5%	97,6%	-2,9%	75,4%	23,3%	-34,6%	10,7%
Ürünler	1,1%	635,4%	30,3%	106,4%	-7,5%	76,8%	10,3%	-35,0%	-0,8%
-Robotik Ürünler	205,4%	0,0%	471,8%	54,7%	19,0%	38,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-Hidrolik Ürünler	-5,9%	452,9%	15,9%	112,2%	-16,3%	83,1%	17,7%	1565,0%	38,4%
-Satış Sonrası Hizmetler	-13,7%	925,8%	-9,6%	67,2%	106,4%	69,1%	76,1%	-28,7%	68,5%
Sistemler	120,9%	-16,2%	118,1%	14,4%	3725,8%	44,1%	7,6%	66,7%	10,2%
-Hidromekanik	143,6%	0,0%	145,4%	-19,1%	4199,3%	12,1%	37,3%	66,7%	39,3%
-Otomasyon	-28,2%	-90,4%	-36,8%	765,6%	56,0%	750,7%	-45,4%	0,0%	-45,4%
Ticari Mal	6,7%	97,1%	9,1%	15,2%	14,9%	15,2%	42,3%	-58,4%	36,9%

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

* : İskonto ve iadeler düşüldükten sonra kalan net hasılat tutarı

Galataport projesi ile ilgili olarak yıllar itibarı ile cirolar aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Söz konusu projede hidromekanik sistemler kapsamında kapak ve asansör sistemlerinin anahtar teslim imalatı gerçekleştirilmiştir.

Tablo 14/B Galataport Projesi Hasılat Tutarı (TL)

2019	2.675.708
2020	33.456.184
2021	16.943.166
Toplam	53.075.058

Kaynak: Şirket

8.3.2.4 Hasılat Gelişimi

Şirket'in üretim ve kapasite kullanımında ortaya koyduğu inişli çıkışlı performans, 8.3.2.2 numaralı bölümde ifade edildiği üzere, satış gelirlerinde gözlenmemektedir. 2020 yılında Robotik Ürün Satış tutarı TL bazında yıllık %471,8 oranında artış gösterirken, Hidrolik

Ürünlerde satış tutarı TL bazında yurtdışı satışların katkısıyla %15,9 oranında artış göstermiştir. Satış Sonrası Hizmet ve Yedek Parça gelirleri aynı dönemde %9,6 oranına azalırken, Hidromekanik ve Mekanik Otomasyon Robotik Sistemler toplam satış gelirleri 2020 yılında bir önceki yıla göre %118,1 oranında yükselmiştir. Alt segmentlerde satış tutarı Hidromekanik Sistemler’de %145,4 artarken, Mekanik Otomasyon Sistemleri satış geliri 2020’de yıllık bazda %36,8 oranında azalmıştır. Satış hasılatında yaşanan daralma, Şirket’in bu segmentte bakiye ve yeni alınan siparişlerin büyüklüklerinin ve tamamlanma sürelerinin yıldan yıla farklılık göstermesinden ve söz konusu sipariş projelerin hak edişlerinin yıllara yayılmasından kaynaklanmaktadır. Tüm bu gelişmelerin ardından HKTM’nin toplam satış gelirleri 2020 yılında %41,7 oranında artış göstermiştir.

2021 yılında, 2020 yılından gelen yüksek baz etkisine rağmen Robotik ürün hasılatında %38,0 oranında artış yaşanırken, 2022 yılının ilk çeyreğinde ise, sözleşme süreci ve sipariş aşamaları zaman aldığından ve üretim sürecine geçilemediğinden, hasılat elde edilememiştir. Hidrolik ürünlerin satış gelirleri 2021 yılında 2020 yılına göre %83,1 oranında artış gösterirken, 2022’nin ilk çeyreğinde yıllık bazda %38,4 oranında artarak katma değerli performansını sürdürmüştür.

Satış Sonrası Hizmet ve Yedek Parça Servis faaliyetlerinden elde edilen hasılat 2020 yılında %9,6 oranında azalırken, 2021 yılına %69,1, 2022 yılının ilk çeyreğinde de %68,5 oranında artmıştır. Adetsel bazda gelişmelerle kıyaslandığında, bu segmentteki faaliyetin 2021 ve 2022 yılında görece katma değerli hale geldiği gözlenmektedir. Zira, 2021 yılında adetsel olarak %0,9’luk bir düşüş olurken, 2022 yılının ilk çeyreğinde adetsel bazdaki artışı %55,1 ile hasılat artışının gerisinde kaldığı gözlenmektedir. Bu noktada, müşteri beklentileri doğrultusunda özel olarak tasarlanan ve orta-yüksek teknolojiye kompleks yapıda bileşenler içeren dolayısıyla adet olarak görece az fakat fiyat olarak yüksek tutarda olan ürün ve sistemlerin satış sonrası hizmetleri Şirket’in hasılatına daha fazla katkı sağlamıştır.

2020 yılında ekseriyetle Hidromekanik Sistemlerde yurtiçine yapılan satışlardaki artışla (%143,6) %118,1 oranında büyüme gösteren Hidromekanik ve Mekanik Otomasyon Robotik Sistemler toplam hasılat tutarı, 2021 yılında bu defa Mekanik Otomasyon segmentindeki yurtiçi satış büyümesiyle toplamda %44,1 oranında artış göstermiştir. 2022 yılının ilk çeyreğinde ise Hidromekanik ve Mekanik Otomasyon Sistemler hasılat tutarı, bir miktar ivme kaybetse de bir önceki yılın aynı dönemine göre %10,2 oranında artmıştır. Adetsel olarak bakıldığında 2021 ve 2022 1.çeyrekte sırasıyla %42,8 ve %62,0 oranında yaşanan düşüslere rağmen bu segmentin satış tutarında süre gelen hasılat büyümesi, Şirket’in Hidromekanik ve Otomasyon sistemlerinin üretim sürecinin detaylandırıldığı 8.3.2.2 numaralı bölümde yer alan faktörlerden ileri gelmiştir.

Ticari ürün satışlarında Şirket’in istikrarlı bir büyüme trendinde olduğu gözlenmektedir. 2020 yılında yurtdışına yapılan satışların etkisiyle %9,1’lik bir hasılat artışına ulaşan HKTM,

2021 yılında yurtiçi ve yurtdışında gösterdiği dengeli büyüme performansı ile %15,2 oranında büyüme oranına ulaşırken, 2022 1. Çeyrekte yurtdışı satışlarının daralmasına rağmen toplam ticari ürün satış hasılatında %36,9 oranında bir büyüme oranı yakalamıştır. İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.3 bölümünde ifade edilen faaliyetlerdeki dönemsellik etkisinden dolayı yıl içinde ciro dağılımı dengeli olmayıp ağırlıklı olarak yılın ikinci yarısında, ekseriyetle de 4. Çeyrekte, hasılatla dönüşmektedir.

8.3.2.5 Sipariş gelişimi ve projeksiyonlar

İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.1 numaralı bölümünde vurguladığımız gibi Şirket'in satış projeksiyonları "tüme varım" yaklaşımıyla dört ana grupta detaylandırılmıştır. Buna göre,

- 2021 ve önceki yıllardan devralınan ve halihazırda devam etmekte olan işler (bakiye siparişler)
- 2022 yılında sözleşmesi imzalanmış kesinleşmiş projeler
- Şirket'in teklif verdiği ve kısa listede olduğu, Şirket yönetiminin proje ihalesini kazanma olasılığını yüksek değerlendirdiği işler
- Şirket'in İş Geliştirme / Ar-Ge ekibinin takip ettiği potansiyel projelerden alınacak yeni işler

Şirket'in önümüzdeki döneme ilişkin üretim, kapasite kullanımı ve satış hasılatına ilişkin yapılacak varsayım ve projeksiyonlara temel teşkil edecektir. 2020 yılında devralınan ve halihazırda devam etmekte olan projelerin tutarı 1,27 Milyon Avro olup, sözleşmeleri 2021 yılında imzalanan ve üretim süreci henüz devam eden projelerin toplam tutarı ise 5,74 Milyon Avro'dur. Özetle 2021 ve öncesinden gelen bakiye siparişlerin toplam tutarı 7,01 Milyon Avro'dur. Söz konusu bakiye siparişler, 2022 yılı içinde ve takip eden dönemlerde faturalandırılacaktır. 2021 ve önceki yıllardan devralınan ve halihazırda devam etmekte projelerden (bakiye siparişlerden) %90'nın (yaklaşık 6,31 Milyon Avro) 2022 yılında faturalandırılması beklenmektedir. Kalan %10'luk kısmın ise (yaklaşık 701 Bin Avro) 2023 yılının sonuna kadar faturalandırılıp hasılatla dönüşmesi beklenmektedir.

Öte yandan, Şirket Haziran 2022 ortası itibarıyla 5,01 Milyon Avro tutarında sözleşme imzalamış olup, söz konusu projelerin %75'inin (3,76 Milyon Avro) tutarındaki kısmının 2022 yılı içinde faturalandırılması beklenmektedir. Kalan 1,25 Milyon Avro tutarındaki projenin ise 2023 yılı sonuna kadar faturalandırılacağı öngörülmektedir.

Özetle, 2021 ve öncesinden gelen bakiye siparişler ile 2022 yılında sözleşmesi imzalanmış kesinleşmiş projelerden 2022 yılında toplam 10 Milyon Avro tutarında hasılat beklenmektedir. Bu sözleşmelerin tamamı sevk tarihindeki EUR/TL kuru üzerinden hesaplanarak satışa dönecektir.

Hizmet verilen sektörlerin yatırım bütçelerinin genelde yılın başında belirlenmesi sebebiyle

sözleşme görüşmeleri ve sipariş aşamaları 1.Ç ve 2.Ç döneminde yoğunlaşmakta olup, 3.Ç ve 4.Ç dönemlerinde ise siparişi alınan projelerin, imalatlarının tamamlanarak faturaya dönüşmesi mümkün olabilmektedir. Söz konusu dönemsellik etkisi nedeniyle, ilk iki çeyrekte hasılat yılın ikinci yarısına göre düşük kalabilmektedir. 2021 yılındaki artış oranı (%41,0) ile kıyaslandığında, 2022 yılının ilk çeyreğinde 43.598.560 TL'lik hasılat tutarı ile %18,5 seviyesinde gerçekleşen hasılat büyüme oranında ivme kaybı yaşanmış gibi görülmektedir. Ancak bu durumun dönemsellik etkisi nedeniyle olduğu not edilmelidir.

Şirket 2022 mali yılı içerisinde 36,2 Milyon Avro tutarında teklif vermiş, kısa listeye kalan teklif toplamı 8,94 Milyon Avro olarak gerçekleşmiştir. Şirket, tarafından yapılan projeksiyonlara göre siparişe dönmesi muhtemel teklif tutarı 7.97 Milyon Avro olarak öngörülmektedir. Söz konusu siparişlerin %75'inin (5,98 Milyon Avro) 2022 mali yılı içinde, kalan %25'lik (1,99 Milyon Avro) kısmının ise 2023 yılında fatura edilmesi öngörülmektedir.

Tablo 15	Açık Siparişler		
	Sipariş Tutarı	Hasılat Dönmesi Beklenen Tutar	
(Milyon Avro)	Mevcut	2022	2023
Açık Siparişler	19,99	16,04	3,95
- Bakiye Siparişler	7,01	6,31	0,70
- Sözleşmesi 2022 imzalanmış Siparişler	5,01	3,76	1,25
- Teklif verilen ve kısa listede olan Siparişler	7,97	5,98	1,99

Kaynak : Şirket

Sonuç olarak, Şirket'in açık siparişlerinin toplamı işbu Fiyat Tespit Raporunun hazırlandığı tarih itibarı ile 20 Milyon Avro'ya ulaşmış olup, projelerin olgunluk seviyesi ve takvimine göre yapılan projeksiyonlara göre 2022 yılı içinde 16,04 Milyon Avro'luk kısmının hasılat dönmesi beklenmektedir. 2022 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen 43,6 Milyon TL'lik hasılatın içinde söz konusu siparişler yer almamaktadır.

Ayrıca, yukarıda bahsi geçen rakamlara yansımayan ancak Şirket'in iş geliştirme Ar-Ge ekibinin halihazırda geliştirmekte olduğu 11 proje bulunmaktadır. Bu projelerden 7'sinin 2022 yılı içerisinde, 4'ünün ise 2023 yılı ve sonrasında ticarileşme potansiyelinin olduğu değerlendirilmektedir. Yakın zamanda ticarileşme potansiyeli yüksek olan 6 proje kapsamında; i) Elektromekanik Silindir Sistemlerinin Geliştirilmesi, ii) Otonom Taşıma Sistemlerinin Geliştirilmesi, iii) Dikey Dengeleme Sistemi Geliştirilmesi, iv) Yenilikçi Yalpa Sönümleme Sistemlerinin Geliştirilmesi, v) Hidrostatik Yatak ve Fren Sistemli Yenilikçi Hidrolik Döner Aktuatör Geliştirilmesi ve vi) Plazma Tabanlı Yüzey Hazırlama Sistemlerinin Geliştirilmesi planlanmaktadır.

Ticari faaliyet segmentinde ticari ürün satışlarından elde edilen gelirin 2021 yıl sonu hasılatı

içinde %29,0 düzeyinde olan payının projeksiyon dönemi boyunca aynı seviyede sabit kalacağı varsayılmıştır. Bu şekilde, ticari ürün satışları projeksiyonlara, mevcut toplam hasılat içindeki payı ölçüsünde 2026 yılının sonuna kadar hasılat projeksiyonlarına yansıtılmıştır.

8.3.2.6 Üretim ve kapasite kullanım varsayım ve projeksiyonları

Boyut olarak görece büyük ve kompleks fonksiyonlar içeren bileşenlerden oluşan orta-yüksek teknoloji Robotik/Hidrolik ürün ve otomasyon sistemler üzerine odaklan HKTm, bu ürün ve sistem segmentlerine satış sonrası bakım ve yedek parça desteği sağlayan hizmet alanındaki faaliyetlerde katma değerli büyümenin devam edeceği öngörülmektedir. Ancak, işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, gerek miktar ve gerekse fiyatlamaya yönelik öngörü ve projeksiyonlar, yurtiçi ve yurtdışı piyasa ve makroekonomik koşullar doğrultusunda değişiklik gösterebileceğinden, tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda üretim ve gelir projeksiyonu yapılmıştır.

Buna göre, %46,5 oranına büyümenin gerçekleştiği 2020 ve %19,2'lik küçülmenin yaşandığı 2021 yılları arasında üretimde adetsel olarak ortalama %13,6 oranında büyüme gösteren Şirket'in 2022 yılında toplam üretim adedinin 2021 yılından gelen negatif baz etkisiyle %8,5 oranında artacağı varsayılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesi ile uyumlu olarak, 2023 yılında toplam üretimde adetsel büyüme oranının %8,0 düzeyine yavaşladıktan sonra 2024 yılında %7,5' gerileyip, 2025 ve 2026 yıllarında ise ortalama %5,0 oranında seyredeceği varsayılmıştır. Bu şekilde, 2022-2026 yılları arasında Şirket'in toplam üretimin adetsel bazda yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) %6,8'lik artışla, 2020-2021 ortalaması olan %13,6'lık büyüme oranının yarısı düzeyinde kalacağı yönünde ihtiyatlı bir öngöründe bulunulmuştur.

Tablo 16	Üretim Hacmi ve Ciro Projeksiyonlarında Kullanılan Temel Varsayımları						
	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Üretim Hacmi (Yıllık Artış Oranı)	46,5%	-19,2%	8,5%	8,0%	7,5%	5,0%	5,0%
TÜFE (Yıllık)*	14,60%	36,08%	57,92%	24,39%	18,10%	13,43%	9,96%
USD/TRY (Yılsonu)**	7,42	13,33	17,57	18,47	21,81	24,74	27,20
USD/TRY (Ortalama)***	7,01	8,91	15,45	18,02	20,14	23,27	25,97

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

T : Tahmin

*: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketi

** : 2022 sonu ve 12 ay sonraki USD/TRY TCMB EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketi'nden alınmıştır. Sonraki yıllar aynı ankette yer alan TÜFE beklentileri oranında artırılmıştır.

*** : Yıl sonu USD/TRY kurlarının aritmetik ortalamasıdır

2021 yılı sonu itibarıyla %52,5 kapasite kullanım oranıyla (KKO) çalışan Şirket için 2022-2026 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde kapasite artırımı öngörülmemiştir. Detayları işbu raporun 8.3.2.9 numaralı bölümünde yer alan Aktifleştirilen Ar-Ge giderleri, yatırım harcaması olarak öngörülmüştür. 2023 yılı için öngörülen ve izahnamenin 28.2. numaralı bölümünde yer alan halka arz gelirinin %25'i tutarında Manisa Organize Sanayi Bölgesi'nde yapılması planlanan yeni üretim tesisi yatırımının ilerleyen yıllarda hasılatı sağlayacağı katkı

işbu fiyat tespit raporundaki değerlendirme çalışmasına yansıtılmamıştır. Yukarıda belirtilen üretim varsayımları altında, KKO 2022 yılında %57,0, 2023 yılında %61,5, 2024 yılında %66,1, 2025 yılında %69,4 ve 2026 yılında %72,9 olarak hesaplanmış olup halka arz geliri ile finanse edilmesi planlanan yatırımların etkisini yansıtmamaktadır.

Tablo 17

Üretim (Adet) ve Kapasite Kullanım Oranı (KKO; %) Projeksiyonları

	2021			2022T			2023T		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
Toplam	2.250	4.285	52,5%	2.441	4.285	57,0%	2.637	4.285	61,5%
Ürün&Hizmetler	1.860	4.285	43,4%	2.018	4.285	47,1%	2.180	4.285	50,9%
Ürünler	969	4.285	22,6%	1.051	4.285	24,5%	1.135	4.285	26,5%
-Robotik Ürünler	38	205	18,5%	41	205	20,1%	45	205	21,7%
-Hidrolik Ürünler	931	4.080	22,8%	1.010	4.080	24,8%	1.091	4.080	26,7%
-Satış Sonrası Hizmetler	891			967			1.044		
Sistemler	390			423			457		
-Hidromekanik	265			288			311		
-Otomasyon	125			136			146		

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirket ürün ve sistem fiyatlarını işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.5 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, sözleşmelerin sevk tarihindeki EUR/TL kuru üzerinden satışlarını faturalandırmaktadır. Öte yandan, döviz kurlarına ilişkin tahmin zorluğu ve uluslararası piyasalarda hammadde ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalardan ötürü projeksiyon dönemi boyunca Euro üzerinden ürün birim fiyatlarına yönelik sağlıklı bir tahmin yapılması mümkün görünmemektedir. Bu nedenle, tüm ürün ve hizmet segmentlerinde aynı yaklaşım kullanılarak 2022-2026 projeksiyon dönemi için Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS veri dağıtım sisteminde aylık olarak yayınlanan Piyasa Katılımcıları Anketinde yer alan enflasyon beklentileri dikkate alınmıştır.

Tablo 18

Üretim (Adet) ve Kapasite Kullanım Oranı (KKO; %) Projeksiyonları

	2024T			2025T			2026T		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
Toplam	2.834	4.285	66,1%	2.975	4.285	69,4%	3.122	4.285	72,9%
Ürün&Hizmetler	2.343	4.285	54,7%	2.459	4.285	57,4%	2.581	4.285	60,2%
Ürünler	1.221	4.285	28,5%	1.281	4.285	29,9%	1.344	4.285	31,4%
-Robotik Ürünler	48	205	23,4%	50	205	24,5%	53	205	25,7%
-Hidrolik Ürünler	1.173	4.080	28,7%	1.231	4.080	30,2%	1.292	4.080	31,7%
-Satış Sonrası Hizmetler	1.122			1.178			1.236		
Sistemler	491			516			541		
-Hidromekanik	334			350			368		
-Otomasyon	157			165			173		

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Tüm segmentlerde yurtiçi birim fiyatlar Piyasa Katılımcıları Anketinde yer alan enflasyon beklentileri oranında artırılırken (Bölüm 8.3.2.6; Tablo 17), yurtdışı satışlarda 2022 ve 2023 yılları için yurtdışı birim fiyatlar aynı ankette yer alan 2022 yılsonu ve 12 ay sonraki ABD/TL kuru ölçüsünde değerlendirilmiştir. Bu bağlamda, Mayıs 2022 tarihli söz konusu ankette yıl sonu için 17,5682 TL olarak belirlenen ABD Dolar kuru 2022 yılı, anket

tarihinden 12 ay sonrası (Mayıs 2023) için 18,4684 olarak açıklanan ABD Dolar kuru ise 2023 yılının tümü için yurtdışına satılan ürünlerin birim fiyatlarının projeksiyonlarında kullanılmıştır. Söz konusu yıllarda ABD dolar kurundaki artış ölçüsünde yurtdışına satılan ürün ve hizmetlerin ortalama birim TL fiyatlarında ⁸ artış yapılarak birim fiyatlar belirlenmiştir. 2024, 2025 ve 2026 yıllarında ise ABD Dolar kuru, Piyasa Katılımcıları Anketinde yer alan enflasyon beklentileri ölçüsünde artırılarak yurtdışı satış tutarları TL olarak projekte edilmiştir. Euro kuru yerine ABD Dolar kuru kullanılarak, EUR/USD paritesindeki dalgalanma riskinin değerlendirilmesine etki etmemesi sağlanmıştır.

8.3.2.7 Ana Ürün ve Hizmet Grupları Bazında Hasılat Dağılımı

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.03.2022 finansal tablo dönemleri itibarıyla satış gelirlerinin ana kategoriler bazında ve "yurt içi, yurt dışı" şeklinde sınıflandırılmış hali işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.3. numaralı yer alan Tablo 14'te sunulmuştur. Bağımsız Denetim Kurumu tarafından indirim ve iadeler düşüldükten sonra ana ürün ve hizmet gruplarındaki net satış tutarları tarafımıza sağlanmış ve söz konusu tabloda yer alan hasılat tutarı netleştirilerek sunulmuştur.

Tablo 19

(000 TL)	Hasılat Projeksiyonu								
	2021			2022T			2023T		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
Toplam	156.452	25.313	181.765	235.780	27.205	262.985	316.760	34.269	351.029
Ürün & Hizmetler	45.372	6.325	51.698	59.745	10.908	70.653	80.265	13.740	94.005
Ürünler	36.754	5.781	42.535	48.411	9.884	58.295	65.039	12.450	77.488
-Robotik Ürünler	2.751	1.846	4.597	6.927	3.091	10.019	9.306	3.894	13.200
-Hidrolik Ürünler	34.003	3.935	37.938	41.484	6.792	48.277	55.732	8.556	64.288
-Satış Sonrası Hizmetler	8.618	545	9.162	11.334	1.025	12.358	15.226	1.291	16.517
Sistemler	60.944	16.435	77.379	90.130	13.028	103.158	121.085	16.411	137.496
-Hidromekanik	41.214	16.358	57.572	57.380	12.884	70.264	77.088	16.229	93.317
-Otomasyon	19.731	77	19.807	32.750	144	32.894	43.997	182	44.179
Ticari Mal	50.136	2.552	52.688	85.905	3.269	89.174	115.410	4.118	119.527

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydan Sok. B Blok Kat: 5
No: 12 D: 12 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Maslak M.D. 388 004 3521 Tic Sic No: 274186
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 0388004352100015

⁸ Sevk tarihlerinde EUR üzerinden gerçekleşen satışların TL karşılıkları firma tarafından sağlanmıştır.

Tablo 20

Hasılat Projeksiyonu

(000 TL)	2024T			2025T			2026T		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
Toplam	402.140	41.176	443.316	478.708	49.942	528.650	552.444	58.485	610.929
Ürün & Hizmetler	101.900	16.510	118.410	121.302	20.025	141.326	139.986	23.450	163.436
Ürünler	82.569	14.959	97.528	98.291	18.144	116.434	113.430	21.248	134.678
-Robotik Ürünler	11.815	4.679	16.494	14.064	5.675	19.739	16.231	6.646	22.876
-Hidrolik Ürünler	70.754	10.280	81.035	84.226	12.469	96.695	97.199	14.602	111.801
-Satış Sonrası Hizmetler	19.331	1.551	20.881	23.011	1.881	24.892	26.556	2.203	28.758
Sistemler	153.723	19.718	173.441	182.992	23.916	206.908	211.179	28.007	239.186
-Hidromekanik	97.866	19.500	117.366	116.500	23.651	140.151	134.445	27.697	162.142
-Otomasyon	55.857	218	56.075	66.492	265	66.757	76.734	310	77.044
Ticari Mal	146.517	4.948	151.465	174.415	6.001	180.416	201.280	7.028	208.308

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hesaplamaları

Üretim hacmi, kapasite kullanımı, döviz kuru ve enflasyona yönelik olarak yaptığımız varsayım ve öngörüler altında, Şirketin 2022 - 2026 yılları arasındaki hasılat projeksiyonları ana ürün ve hizmet kategorileri bazında Tablo 20 ve Tablo 21'deki gibi tahmin edilmiştir. Buna göre, Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tablolarda 2019-2021 yılları arasında yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) olarak %33,8 oranında büyüme gösteren toplam net hasılatı 2022 yılında %44,7 ve 2023 yılında %33,5 oranlarında büyüdükten sonra UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir seyir izleyerek 2024 yılında %26,3, 2025 yılında %19,2 ve 2026 yılında da %15,6 oranında artış göstermesi beklenmektedir. Bu rakamlar doğrultusunda 2022 – 2026 projeksiyon yılında net hasılatın YBBO %27,4 büyüme ile projeksiyon dönemi öncesi 2017 – 2021 yılları arasında kaydedilen YBBO %37,3'lük büyüme oranının yaklaşık 10 puan kadar altında kalmaktadır. Bu noktada, Şirket'in halihazırda mevcut bakiye siparişleri, sözleşmesi yapılan projeler ile potansiyel projelerden elde etmesi beklenen hak edişlere dair muhafazakar varsayımlar, projeksiyon dönemine ilişkin yapılan net hasılat büyüme tahmin ortalamasının önceki 5 yıllık döneme göre düşük kalmasını sağlamıştır.

Tablo 21

Hasılat Artış Projeksiyonları

(Yıllık % Değişim)	2020	2021	1Ç 2022	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Toplam	41,7%	41,0%	18,5%	44,7%	33,5%	26,3%	19,2%	15,6%
Ürün & Hizmetler	20,5%	75,4%	10,7%	36,7%	33,1%	26,0%	19,4%	15,6%
Ürünler	30,3%	76,8%	-0,8%	37,1%	32,9%	25,9%	19,4%	15,7%
-Robotik Ürünler	471,8%	38,0%	0,0%	117,9%	31,8%	24,9%	19,7%	15,9%
-Hidrolik Ürünler	15,9%	83,1%	38,4%	27,3%	33,2%	26,0%	19,3%	15,6%
-Satış Sonrası Hizmetler	-9,6%	69,1%	68,5%	34,9%	33,7%	26,4%	19,2%	15,5%
Sistemler	118,1%	44,1%	10,2%	33,3%	33,3%	26,1%	19,3%	15,6%
-Hidromekanik	145,4%	12,1%	39,3%	22,0%	32,8%	25,8%	19,4%	15,7%
-Otomasyon	-36,8%	750,7%	-45,4%	66,1%	34,3%	26,9%	19,0%	15,4%
Ticari Mal	9,1%	15,2%	36,9%	69,2%	34,0%	26,7%	19,1%	15,5%

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

8.3.2.8 SGK Teşvik gelirleri

Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) teşvik gelirlerden 2021 yılında 2,0 Milyon TL gelir elde edilirken, bu tutarın 775bin TL tutarındaki kısmı 5746 Sayılı Ar-Ge Faaliyetleri Desteklenmesi Hakkında Kanunda Düzenlenen teşviklerden oluşmuştur. SGK teşvik

programının Şirket'in finansallarına etkisi tarafımızca değerlendirilmiş ve Bağımsız Denetim Raporlarında "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler" kalemi altında izlenen Ar-Ge teşvik gelir kaleminin, Şirket'in bir Ar-Ge Merkezine sahip olması nedeniyle, değerlendirilmesine dahil edilmesi kararlaştırılmıştır. Bu kapsamda, 2022 – 2026 yılları arasındaki değerlendirilmesinde kullanılan FAVÖK projeksiyonlarına net hasılatın %0,4'ü oranında Ar-Ge Teşvik Geliri eklenmiştir.

Tablo 22 (TL)	Teşvik Gelirleri					
	2017	2018	2019	2020	2021	1Ç 2022
5510 Sayılı Sosyal Sigortalar Ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu Doğrultusunda Sigorta Primi İşveren Hissesi Teşviği	184.836	238.958	310.926	428.704	772.142	305.086
5746 Sayılı Ar-ge Faaliyetleri Desteklenmesi Hakkında Kanunda Düzenlenen Sigorta Primi Desteği	17.152	119.077	148.265	281.566	245.300	83.160
5746 Sayılı Ar-ge Faaliyetleri Desteklenmesi Hakkında Kanunda Düzenlenen Gelir Vergisi Desteği	46.812	242.972	261.095	538.146	503.530	95.942
5746 Sayılı Ar-ge Faaliyetleri Desteklenmesi Hakkında Kanunda Düzenlenen Damga Vergisi Desteği	0	12.162	15.996	30.681	26.635	7.020
6661 Sayılı Kanun Kapsamında İşveren teşviği	2.478	14.162	13.056	9.787	21.180	150
6764 Sayılı Kanun Kapsamında Stajyer Öğrenci Desteği	0	0	0	0	0	0
Pazar Araştırması ve Pazara Giriş Tebliği Kapsamındaki Destek	66.297	870	143.332	6.007	6.029	0
7103 Sayılı Vergi kanunları İle Bazı kanun Ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun Doğrultusunda Yeni Nesil İmalat Desteği	0	0	0	27.806	98.255	53.466
16322 Yatırımlarda Devlet Yardımları Hakkında Kararlar Uyarınca Uygulanan Teşvik	54.643	93.752	116.995	42.149	0	0
Diğer (kosgeb-stajer-fuar desteği)	264.901	330.328	187.866	325.191	325.169	55.864
Toplam	637.119	1.052.281	1.197.532	1.690.038	1.998.240	600.688

Kaynak: İzahname

8.3.2.9 Gider Varsayımları ve Projeksiyonlar

Satışların Maliyeti: İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.1 numaralı bölümünde belirtilen "tüme varım" yaklaşımıyla hazırlanan projeksiyonlarda, her bir grubun maliyetleri gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentiler ile uyumlu olacak şekilde tahmin edilmiştir. Satışların maliyeti ağırlıklı olarak satılan mal ve hizmet maliyetlerinden oluşmaktadır. Satışlarının Maliyetinin (SMM) hasılatı oranı 2019 yılını %78,3, 2020 yılını %74,1, 2021 yılını ise %67,2 seviyesinde kapatmıştır. 2021 yılının ilk çeyreğinde %80,4 oranında gerçekleşen SMM/Net Hasılat oranı, 2022 yılının ilk çeyreğinde %79,3 seviyesine gerilemiştir. SMM'deki düşüşün ana nedeni Ticari Mal Maliyetindeki süregelen düşüştür. SMM içindeki payı 2019 yılında %47,2 iken 2021 yılında %32,0'ye düşen Ticari Mal Maliyetinin projeksiyon döneminde bu seviyede stabil kalacağı varsayılmıştır.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydanı, Beybi Çiz Plaza
No:1 Kat: 6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Maslak P.D. : 388 004 3521 Tic.Sic.No:
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 0388004352100015

Tablo 23

(000 TL)	Satışların Maliyeti											
	2019			2020			2021			Ocak-Mart 2022		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
Toplam	69.476	1.750	71.226	91.070	4.383	95.453	105.819	16.411	122.230	32.807	1.777	34.584
Ürün&Hizmetler	16.005	662	16.668	15.234	2.443	17.677	28.139	3.516	31.655	4.641	667	5.308
Ürünler	11.879	662	12.541	13.037	2.367	15.405	24.246	3.202	27.448	2.996	639	3.635
-Robotik Ürünler	390	0	390	975	1.695	2.670	1.897	904	2.800	0	0	0
-Hidrolik Ürünler	11.489	662	12.151	12.062	673	12.735	22.349	2.298	24.648	2.996	639	3.635
-Satış Sonrası Hiz	4.126	0	4.127	2.197	75	2.272	3.893	314	4.207	1.645	29	1.673
Sistemler	20.723	213	20.936	41.703	244	41.946	40.212	11.263	51.474	14.746	944	15.690
-Hidromekanik	18.483	0	18.483	39.746	196	39.942	28.358	11.238	39.595	12.963	944	13.907
-Otomasyon	2.240	213	2.453	1.957	47	2.004	11.854	25	11.879	1.783	0	1.783
Ticari Mal	32.747	875	33.622	34.133	1.697	35.830	37.469	1.632	39.101	13.421	165	13.586

Kaynak : Şirket,

Şirketin 2017-2021 yılları arasında net satışlarında gerçekleşen YBBO %37,3'lük artışın sağladığı ölçek ekonomisi ve yukarıda ifade edildiği gibi ticari mal maliyetinde süregelen nisbi düşüş yıllık satış maliyetlerinin net hasılatı oranının %78-79 bandından %67'ler düzeyine kadar gerilemesini sağlamıştır. Takip eden projeksiyon döneminde, ölçek ekonomisinin SMM/Net Hasılat oranında ilave bir iyileşme yaratmayacağı varsayılarak, 2022-2026 döneminde ortalama %67,5 oranında gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Bu varsayım ve öngörüler altında 2021 yılında %28,1'lik artışla 122,2 Milyon TL düzeyine ulaşan SMM'nin ürün grubu bazında 2022-2026 dönemi projeksiyonları TL ve hasılatı oranları olarak aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 24

Satışların Maliyeti Projeksiyonu

(000 TL)	2022			2023			2024		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
Toplam	161.830	15.763	177.592	216.150	20.877	237.027	274.260	24.852	299.112
Ürün & Hizmetler	34.243	5.878	40.121	47.584	7.691	55.276	60.258	9.040	69.299
Ürünler	29.267	5.578	34.846	40.900	6.948	47.847	51.690	8.293	59.983
-Robotik Ürünler	4.287	1.514	5.801	5.759	1.907	7.666	7.589	2.291	9.881
-Hidrolik Ürünler	24.980	4.065	29.045	35.140	5.041	40.181	44.100	6.002	50.103
-Satış Sonrası Hizmetler	4.976	299	5.275	6.685	744	7.429	8.569	747	9.316
Sistemler	61.788	7.794	69.582	81.242	10.552	91.794	103.141	12.647	115.788
-Hidromekanik	42.113	7.747	49.860	54.809	10.454	65.263	69.582	12.561	82.143
-Otomasyon	19.676	47	19.723	26.433	98	26.531	33.558	87	33.645
Ticari Mal	65.798	2.091	67.889	87.323	2.633	89.957	110.861	3.164	114.025

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydanlık Beybiç Plaza
No: 10 Kat: 5-6 Maslak-Cariyeri/İSTANBUL
Maslak / V.D. : 388 004 3521 Tic Sic No: 290189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 03880043520000000000000000

Tablo 25

Satışların Maliyeti Projeksiyonu

(000 TL)	2025			2026		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
Toplam	326.867	29.834	356.701	376.863	35.347	412.209
Ürün & Hizmetler	70.688	10.988	81.676	81.640	13.003	94.643
Ürünler	60.553	10.142	70.694	69.944	11.838	81.782
-Robotik Ürünler	8.814	2.779	11.593	9.917	3.254	13.171
-Hidrolik Ürünler	51.739	7.363	59.101	60.027	8.584	68.611
-Satış Sonrası Hizmetler	10.135	846	10.982	11.696	1.165	12.861
Sistemler	123.669	15.008	138.678	142.718	17.849	160.567
-Hidromekanik	83.721	14.897	98.618	96.617	17.709	114.326
-Otomasyon	39.948	112	40.059	46.101	140	46.241
Ticari Mal	132.510	3.838	136.348	152.504	4.494	156.999

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 26

Satışların Maliyeti / Net Satışlar

(Yıllık % Değişim)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Toplam	78,3%	74,1%	67,2%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%
Ürün & Hizmetler	68,1%	60,0%	61,2%	56,8%	58,8%	58,5%	57,8%	57,9%
Ürünler	67,9%	64,0%	64,5%	59,8%	61,7%	61,5%	60,7%	60,7%
-Robotik Ürünler	67,0%	80,2%	60,9%	57,9%	58,1%	59,9%	58,7%	57,6%
-Hidrolik Ürünler	68,0%	61,5%	65,0%	60,2%	62,5%	61,8%	61,1%	61,4%
-Satış Sonrası Hizmetler	68,8%	41,9%	45,9%	42,7%	45,0%	44,6%	44,1%	44,7%
Sistemler	85,1%	78,1%	66,5%	67,5%	66,8%	66,8%	67,0%	67,1%
-Hidromekanik	88,3%	77,8%	68,8%	71,0%	69,9%	70,0%	70,4%	70,5%
-Otomasyon	66,5%	86,1%	60,0%	60,0%	60,1%	60,0%	60,0%	60,0%
Ticari Mal	80,3%	78,4%	74,2%	76,1%	75,3%	75,3%	75,6%	75,4%

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Faaliyet Giderleri: Faaliyet gideri içindeki en büyük payı genel yönetim giderleri almaktadır. Özellikle personel giderleri, genel yönetim giderlerinin ana kalemini oluşturmaktadır. 2020'de %33,8 oranında artarak 6,7 Milyon TL olan genel yönetim giderleri 2021 yılında %82,3 oranında artarak 12,3 Milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Pazarlama giderleri 2021'de 2020'ye göre %116,7 oranında artarak 8,3 Milyon TL seviyesine yükselirken, Ar-Ge harcamaları aynı dönemde %23,2 oranında artarak 3,0 Milyon TL'ye yükselmiştir. Genel yönetim giderlerinin hasıllata oranı 2021'de 2020'ye göre 1,6 puan artarak %6,8'e yükselirken, Ar-Ge harcamalarının hasıllata oranı %1,9'dan %1,7'ye gerilemiştir. Pazarlama giderlerinin, net hasıllata oranı ise 2020'de %3,0 düzeyinden 2021'de %4,6 düzeyine yükselmiştir. Bu şekilde, 2021 sonu itibarı ile toplam faaliyet giderleri 2021'e göre %81,3 oranında artarak 23,6 Milyon TL'ye net hasıllata oranı da %13,0'e yükselmiştir.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydanı, Beyliközü Plaza
No:1, Kat:5 Maslak-Sarıyer
Maslak Y.D. : 388 004 3521 T.C. Sic. No: 270188
www.a1capital.com.tr
Ticaret Sic. No: 0388004352100015

Tablo 27
(000 TL)

Amortisman Dahil Faaliyet Giderleri

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Faaliyet Giderleri / BDR	10.053	13.037	23.634	34.188	42.262	56.215	66.469	75.945
/ Hasılat	11,1%	10,1%	13,0%	13,0%	12,0%	12,7%	12,6%	12,4%
Büyüme		29,7%	81,3%	44,7%	23,6%	33,0%	18,2%	14,3%
Genel Yönetim Giderleri	5.035	6.735	12.279	17.355	20.953	25.439	28.553	31.790
/ Hasılat	5,5%	5,2%	6,8%	6,6%	6,0%	5,7%	5,4%	5,2%
Büyüme		33,8%	82,3%	41,3%	20,7%	21,4%	12,2%	11,3%
Pazarlama Giderleri	3.877	3.840	8.322	11.082	13.039	15.906	17.991	19.607
/ Hasılat	4,3%	3,0%	4,6%	4,2%	3,7%	3,6%	3,4%	3,2%
Büyüme		-1,0%	116,7%	33,2%	17,7%	22,0%	13,1%	9,0%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	1.141	2.462	3.033	5.751	8.269	14.871	19.925	24.548
/ Hasılat	1,3%	1,9%	1,7%	2,2%	2,4%	3,4%	3,8%	4,0%
Büyüme		115,8%	23,2%	89,6%	43,8%	79,8%	34,0%	23,2%

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

2022 yılında faaliyet giderlerinin hasılatlara oranının %13,0 seviyesinde kalacağı öngörüsüyle %44,7 oranında artış olacağı varsayılmıştır. Takip eden dönemde ise adetsel bazda artan satış hacmi ve cironun etkisiyle sağlanacak ölçek ekonomisi sayesinde faaliyet giderlerinin hasılatlara oranının son üç yıllık ortalamalara gerileyip 2023 yılında %12,0 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. İlerleyen yıllar için ihtiyatlı bir öngöründe bulunularak, ölçek ekonomisi yoluyla sağlayacak katkının azalacağı varsayılarak, faaliyet giderlerinin hasılatlara oranının 2024 yılında %12,7, 2025 yılında %12,6 ve 2026 yılında %12,4 seviyelerinde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Faaliyet giderlerinin kompozisyonunda ise Ar-Ge harcamalarının lehine gelişme öngörülmektedir. Bu öngörü doğrultusunda, Ar-Ge giderlerinin hasılatlara oranının 2021 yılındaki %1,7 seviyesinden 2026'daki %4,0 seviyesine kademeli yükselmesi tahmin edilmektedir. Buna paralel, pazarlama giderleri ile genel yönetim giderlerinin 2021 yılında hasılatlara oranının sırasıyla %4,6 ve %6,8'den 2026 yılında kademeli olarak %3,2 ve %5,2'ye gerilemesi beklenmektedir.

Yatırım harcamaları: 2021 yılı sonu itibarıyla %52,5 gibi düşük bir oranda kapasite kullanım oranı (KKO) altında çalışan Şirket'in Projeksiyon dönemi boyunca varsayılan satış büyüme projeksiyonlarına denk gelen üretim miktarının tam kapasiteye ulaşmaması ve ayrıca Şirket'in dış firmalara üretim yaptırma kabiliyeti nedeniyle işbu fiyat tespit raporu tarihi itibarıyla mevcut üretim tesisinde ilave yatırım harcamasına gerek duyulmayacağı öngörülmektedir. Bu nedenle, 2022-2026 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde kapasite artırımını öngörülmemiştir. 2023 yılı için öngörülen ve izahnamenin 28.2 numaralı bölümünde yer alan yatırım harcamasının ise halka arzdan elde edilecek gelirden finanse edilmesi öngörülmüş olup işbu fiyat tespit raporundaki değerlendirme çalışmasına yansıtılmamıştır. Ayrıca, 2022-2026 yılları arasındaki projeksiyon döneminde, Şirket'in demirbaş ve taşıt envanterinde yenileme yatırımları yapacağı varsayılmıştır. Bu konuda Şirket tarafından sağlanan yenileme yatırım projeksiyonları tarafımızca değerlendirilmiş ve 2022-2026 yılları arasında demirbaş ve taşıt envanterinde yıllık ortalama net hasılatın %0,4'ü oranında yenileme yatırımı öngörülmüştür. Söz konusu yenileme yatırımlarının üretim kapasitesini artırıcı yönde etkisi olmayıp, değerlendirme çalışmasına dahil edilerek özsermaye değerini düşürücü yönde etkilemiştir.

Tablo 28 (000 TL)		Yatırım Harcamaları							
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Yatırım Harcamaları		6.168	6.902	12.333	11.002	13.787	17.524	21.442	23.848
	/ Net Satışlar	6,8%	5,4%	6,8%	4,2%	3,9%	4,0%	4,1%	3,9%
Kapasite Yatırımı		2.209	820	5.280	0	0	0	0	0
	/ Net Satışlar	2,4%	0,6%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yenileme Yatırımı		235	842	1.934	943	1.259	2.436	2.415	2.320
	/ Net Satışlar	0,3%	0,7%	1,1%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,4%
Aktifleştirilen Ar-Ge Maliyetleri		3.723	5.239	5.120	10.059	12.528	15.088	19.027	21.528
	/ Net Satışlar	4,1%	4,1%	2,8%	3,8%	3,6%	3,4%	3,6%	3,5%

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamalar

Aktifleştirilerek her sene amorti edilen Ar-Ge harcamaları yatırım harcaması olarak dikkate alınmıştır. Aktifleştirilen Ar-Ge Harcamaları 2019-2021 yılları arasında net satışlarının ortalama %3,7'si düzeyinde gerçekleşmiştir. 31.03.2022 tarihli finansal tablolarda ise Aktifleştirilen Ar-Ge Harcamalarının hasıllata oranı %3,8 olarak hesaplanmış olup, 2022 süresince Ar-Ge harcamalarında bu oranda aktifleştirme öngörülmüştür. Takip eden yıllarda son üç yılın hareketleri ortalamaları ölçüsünde Ar-Ge Harcamalarında aktifleştirme varsayılmıştır. Ayrıca, söz konusu aktifleştirme işlemlerinden yıllık bazda net satışların %0,3'ü oranında projeksiyon dönemi boyunca amortisman ayrılmıştır. İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.10 numaralı bölümünde yer alan FAVÖK projeksiyonlarına dahil edilerek İNA ve çarpan analizleri üzerinden şirket özsermaye değerine yansıtılmıştır.

Tablo 29 (TL)		Aktifleştirilen Ar-Ge Harcamaları			
		2019	2020	2021	1Ç 2022
Aktifleştirilen Ar-Ge		3.723.146	5.239.473	5.119.895	1.667.553
	/ Net Satışlar	4,1%	4,1%	2,8%	3,8%
Amortisman		266.299	267.029	541.475	140.198
	/ Net Satışlar	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%
Aktifleştirilen Ar-Ge (Net)		3.456.847	4.972.444	4.578.420	1.527.355
	/ Net Satışlar	3,8%	3,9%	2,5%	3,5%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Amortisman Giderleri: 31.03.2022 hesap dönemine ait Bağımsız Denetçi Raporu'nun 12 numaralı dip notlarında belirtilen amortisman politikası uygulanmıştır. Bu yaklaşım altında amortisman giderinin hasıllata oranı 2019'da %1,8 ve 2020 yılında %1,5 düzeyinde gerçekleştikten sonra 2021 yılında hasıllata oranı %1,2 ile 2,2 Milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022-2026 yıllarını kapsayan 5 yıllık projeksiyon döneminde önceki yıllardan edinimi gerçekleşen maddi duran varlıklardan kaynaklanan amortismanları da içeren toplam amortisman giderlerinin hasıllata oranının, aktifleştirilen Ar-Ge harcamaları öngörülen amortisman gideri de dahil olmak üzere, %1,5 düzeyinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Ayrıca, projeksiyon döneminde demirbaş ve taşıt yenileme yatırımları da yukarıda bahsedildiği üzere dikkate alınmıştır. 2022-2026 yılları arasında yılda ortalama net

hasılatın %0,4'ü oranında varsayılan yenileme yatırımları, o yıl ilk amortisman yılı olarak kabul edilerek 5 yıllık faydalı ömür üzerinden amortisman tabi tutulmuştur. Bu şekilde, projeksiyon dönemi boyunca her yıl %0,1 oranında yenileme yatırımlarına yönelik amortisman ayrılarak FAVÖK hesapları üzerinden değerlendirilmesine dahil edilmiştir. Neticede, 2022-2026 yılları arasında Şirket'in yıllık ortalama amortisman giderlerinin hasılatlara oranı %1,6 seviyesinde hesaplanarak değerlendirilmesine dahil edilmiştir. Bu varsayımlar altında amortisman giderlerinin projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 30 (000 TL)	Amortisman Giderleri							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Amortisman Gideri	1.625	1.885	2.218	4.107	5.481	7.092	8.359	9.566
/ Net Satışlar	1,8%	1,5%	1,2%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
- Üretim Maliyeti	302	263	496	1.037	2.163	2.623	2.893	3.119
- Ar-GE	428	505	620	1.105	1.154	1.611	2.052	2.551
- Pazarlama ve Satış	357	595	435	854	1.017	1.315	1.497	1.589
- Genel Yönetim	538	522	668	1.111	1.148	1.542	1.916	2.307

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

8.3.2.10 FAVÖK Gelişimi

HKTM'nin 2021 yılında FAVÖK tutarı 49,3 Milyon TL olup, net satışlara oranı %27,2 olarak hesaplanmaktadır. İşbu fiyat tespit raporunda, ticari kur farkı gelir ve giderlerinin kaydedildiği "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider" kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK düzeltilmiştir. Düzeltilmiş FAVÖK rakamına Ar-Ge Teşvik gelirleri eklenerek, değerlendirilmesine baz teşkil eden FAVÖK tutarına ulaşılmıştır. Yukarıda anlatılan yöntem altında 10,5 Milyon TL kadar eliminasyonun yapıldığı "düzeltilmiş" FAVÖK tutarı Ar-Ge Teşvik Gelirlerinin eklenmesiyle 38,8 Milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu tutarın net satışlara oranı ise %21,3 seviyesinde gerçekleşmektedir. Özetle, değerlemeye baz teşkil eden FAVÖK tutarında net satışların %6'sına yakın bir oranda bir eliminasyon yapılmıştır. Bu şekilde hesaplanan "düzeltilmiş" düzeltilmiş FAVÖK⁹ tutarının 2022 – 2026 yıllarına ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Sk. Beybiç Giz Plaza
No: K 2 D: 5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Mersis No: 388 004 3521 Tic Sic No: 270903
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 0388004352100015

⁹ Ticari kur farklarının kaydedildiği "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider" kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK düzeltilmiştir. Ar-Ge Teşvik Gelirleri "düzeltilmiş FAVÖK" rakamına eklenmiştir.

Tablo 31
(000 TL)

FAVÖK Gelişimi ve Projeksiyonlar

	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Hasılat	90.970	128.877	181.765	262.985	351.029	443.316	528.650	610.929
<i>Büyüme</i>		41,7%	41,0%	44,7%	33,5%	26,3%	19,2%	15,6%
-Ürünler	24.460	29.471	51.698	70.653	94.005	118.410	141.326	163.436
<i>Robotik Ürünler</i>	582	3.330	4.597	10.019	13.200	16.494	19.739	22.876
<i>Hidrolik Ürünler</i>	17.882	20.723	37.938	48.277	64.288	81.035	96.695	111.801
<i>Satış Sonrası Hizmetler</i>	5.995	5.417	9.162	12.358	16.517	20.881	24.892	28.758
-Sistemler	24.614	53.680	77.379	103.158	137.496	173.441	206.908	239.186
<i>Hidromekanik</i>	20.927	51.351	57.572	70.264	93.317	117.366	140.151	162.142
<i>Mekanik Otomasyon</i>	3.687	2.328	19.807	32.894	44.179	56.075	66.757	77.044
-Ticari Mal	41.897	45.727	52.688	89.174	119.527	151.465	180.416	208.308
Satışların Maliyeti	71.226	95.453	122.230	177.592	237.027	299.112	356.701	412.209
<i>Büyüme</i>		34,0%	28,1%	45,3%	33,5%	26,2%	19,3%	15,6%
<i>/ Hasılat</i>	78,3%	74,1%	67,2%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%
-Ürünler	16.668	17.677	31.655	40.121	55.276	69.299	81.676	94.643
<i>Robotik Ürünler</i>	390	2.670	2.800	5.801	7.666	9.881	11.593	13.171
<i>Hidrolik Ürünler</i>	12.151	12.735	24.648	29.045	40.181	50.103	59.101	68.611
<i>Satış Sonrası Hizmetler</i>	4.127	2.272	4.207	5.275	7.429	9.316	10.982	12.861
-Sistemler	20.936	41.946	51.474	69.582	91.794	115.788	138.678	160.567
<i>Hidromekanik</i>	18.483	39.942	39.595	49.860	65.263	82.143	98.618	114.326
<i>Mekanik Otomasyon</i>	2.453	2.004	11.879	19.723	26.531	33.645	40.059	46.241
-Ticari Mal	33.622	35.830	39.101	67.889	89.957	114.025	136.348	156.999
Brüt Kar	19.744	33.424	59.535	85.393	114.002	144.204	171.949	198.720
<i>Büyüme</i>		69,3%	78,1%	43,4%	33,5%	26,5%	19,2%	15,6%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	21,7%	25,9%	32,8%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%
Faaliyet Gideri	10.053	13.037	23.634	34.188	42.262	56.215	66.469	75.945
<i>/Hasılat</i>	11,1%	10,1%	13,0%	13,0%	12,0%	12,7%	12,6%	12,4%
-Genel Yönetim Giderleri	5.035	6.735	12.279	17.355	20.953	25.439	28.553	31.790
-Pazarlama Giderleri	3.877	3.840	8.322	11.082	13.039	15.906	17.991	19.607
-Ar-Ge Giderleri	1.141	2.462	3.033	5.751	8.269	14.871	19.925	24.548
Faaliyet Karı	9.691	20.387	35.901	51.205	71.740	87.989	105.480	122.775
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	10,7%	15,8%	19,8%	19,5%	20,4%	19,8%	20,0%	20,1%
Ar-Ge Teşvik Gelirleri	105	0	685	991	1.323	1.671	1.993	2.303
<i>/Hasılat</i>	0,1%	0,0%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Amortisman	1.625	1.885	2.218	4.107	5.481	7.092	8.359	9.566
<i>/Hasılat</i>	1,8%	1,5%	1,2%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
FAVÖK*	11.421	22.272	38.804	56.303	78.545	96.752	115.832	134.643
<i>Büyüme</i>		95,0%	74,2%	45,1%	39,5%	23,2%	19,7%	16,2%
FAVÖK Marjı*	12,6%	17,3%	21,3%	21,4%	22,4%	21,8%	21,9%	22,0%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, İzahname, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

T : Tahmin

* : Ticari kur farklarının kaydedildiği "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider" kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK düzeltilmiştir. Ar-Ge Teşvik Gelirleri "düzeltilmiş FAVÖK" rakamına eklenmiştir.

FAVÖK projeksiyonları işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.13. bölümünde yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları Projeksiyonuna baz teşkil etmiştir.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Sok. Beşiktaş, İstanbul
Nispetiye Sok. 5-6 Maslak, Beşiktaş, İstanbul
Maliye V.D. : 388 004 3521 Tic. Sic. No: 270989
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 0388004352100015

8.3.2.11 Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Ticari İşletme Sermayesi, projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre 2019, 2020 ve 2021 yılları ile 31.03.2022 ara döneme ait finansallarında gerçekleşen ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma, ortalama borç ödeme süreleri, tedarikçilere verilen sipariş avansları ve müşterilerden alınan sipariş avansları incelenmiştir.

Tablo 32		Ticari İşletme Sermayesi		
(TL)		2019	2020	2021
Net Satışlar		90.970.270	128.877.245	181.765.004
Satışların Maliyeti (SMM)		71.225.815	95.453.163	122.230.110
Ticari İşletme Sermayesi		16.079.591	34.558.268	40.676.362
	<i>Ticari İşletme Sermayesi Değişim</i>	-2.693.746	18.478.677	6.118.094
	<i>Ticari İşletme Sermayesi/Satışlar</i>	17,7%	26,8%	22,4%
Ticari Alacaklar		24.761.585	32.736.905	52.620.025
	Ortalama Ticari Alacaklar Tahsil Süresi (Gün)	102	81	86
	Ortalama Ticari Alacak Devir Hızı	3,57	4,48	4,26
	Ticari Alacaklar / Net Satışlar	27,2%	25,4%	28,9%
Ticari Borçlar		35.673.142	32.412.711	50.505.444
	Ortalama Borç Ödeme Süresi (Gün)	120	125	112
	Ortalama Borç Devir Hızı	3,03	2,92	3,25
	Ticari Borçlar / SMM	50,1%	34,0%	41,3%
Stoklar		34.516.171	38.505.947	50.986.213
	Ortalama Stok Tutma Süresi (Gün)	140	140	134
	Ortalama Stok Devir Hızı	2,60	2,61	2,73
	Stoklar / SMM	48,5%	40,3%	41,7%
Müşterilerden Alınan Avanslar		11.474.140	7.173.769	19.914.324
	Ortalama Alınan Avans Süresi (Gün)	39	26	27
	Alınan Avans / Net Satışlar	12,6%	5,6%	11,0%
Tedarikçilere Verilen Avanslar		3.949.117	2.901.896	7.489.892
	Ortalama Verilen Avans Süresi (Gün)	13	13	16
	Verilen Avans / SMM	5,5%	3,0%	6,1%
Nakit Çevirme Süresi (Gün)		96	83	95

Kaynak : Bağımsız Denetim Raporu, Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirket'in alacak tahsil gün süresi 2019'da 102 gün, 2020'de 81 gün, 2021'de ise 86 gün olarak hesaplanırken, 2022-2026 projeksiyon dönemi boyunca son üç yıllık hareketli ortalamalar seviyesinde gerçekleşeceği ve bu şekilde 2022 yılında 90 gün, 2023 yılında 86 gün 2024-2026 yıllarında ise 87 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in stok tutma gün süresi 2019 ve 2020 yıllarında 140'ar gün, 2021 yılında 134 gün olarak hesaplanmıştır. 2022-2026 projeksiyon dönemi boyunca son üç yıllık hareketli ortalamalar seviyesinde gerçekleşeceği ve bu şekilde 2022 yılında 138 gün, 2023 yılında 137 gün 2024'de 136 gün, 2025-2026 yıllarında ise 137 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in ticari borç ödeme süresi 2019'da 120 gün, 2020'de 125 gün, 2021'de 112 gün olarak belirlenmiştir. 2022-2026 projeksiyon dönemi boyunca son üç yıllık hareketli ortalamalar seviyesinde gerçekleşeceği ve bu şekilde 2022 ve 2023 yıllarında 119 gün, 2024 yılında 117 gün 2025 ve 2026 yıllarında ise 118 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirketin müşterilerden aldığı avans gün süresi 2019'da 39 gün, 2020'de ortalama 26 gün hesaplanmış olup, 2021'de 27 gün olarak belirlenmiştir. Müşteri avansları süresinin 2022-2026 projeksiyon dönemi boyunca son üç yıllık hareketli ortalamalar seviyesinde gerçekleşeceği ve bu şekilde 2022'de 31 gün, 2023'de 28 gün, 2024-2026 yılları arasında ise 29 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Tedarikçilere verilen avans gün süresi 2019 ve 2020'de 13 gün, 2021'de ortalama 16 gün hesaplanmış olup, 2022-2026 projeksiyon dönemi boyunca son üç yıllık hareketli ortalamalar seviyesinde gerçekleşeceği ve bu şekilde 2022 ve 2023'de 14'er gün, 2024'de 15 gün, 2025-2026 yılları arasında da 14 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Bu varsayımlar altında Net İşletme Sermayesi projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 33		Ticari İşletme Sermayesi Gelişimi ve Projeksiyonlar							
(000 TL)		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ticari İşletme Sermayesi		16.080	34.558	40.676	49.218	66.528	88.305	107.069	125.330
	/Hasılat	17,7%	26,8%	22,4%	18,7%	19,0%	19,9%	20,3%	20,5%
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi		18.479	6.118	8.542	17.310	21.777	18.764	18.261	
	/Hasılat	14,3%	3,4%	3,2%	4,9%	4,9%	3,5%	3,0%	
Ticari Alacaklar		24.762	32.737	52.620	54.697	71.831	94.710	116.481	135.373
	Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	102	81	86	90	86	87	87	87
Ticari Borçlar		35.673	32.413	50.505	48.973	67.314	85.786	106.273	124.269
	Ort. Ödeme Süresi (Gün)	120	125	112	119	119	117	118	118
Stoklar		34.516	38.506	50.986	56.595	77.605	99.987	123.061	143.998
	Stok Çevirme (Gün)	140	140	134	138	137	136	137	137
Müşteri Avansları		11.474	7.174	19.914	18.823	23.627	31.288	38.974	44.850
	Alınan Avans Süresi (Gün)	39	26	27	31	28	29	29	29
Tedarikçi Avansları		3.949	2.902	7.490	5.722	8.033	10.681	12.774	15.078
	Verilen Avans Süresi (Gün)	13	13	16	14	14	15	14	14

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

8.3.2.12 İndirgeme Oranı

İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımına göre Şirket değeri, faaliyette bulunduğu sürece yaratılması beklenen nakit akımları toplamının bugünkü değeridir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaları gereklidir. Değerleme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtildiği üzere, işletme değerlemelerinde yaygın olarak "ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti" AOSM yöntemi kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır.