

YEO TEKNOLOJİ ENERJİ VE ENDÜSTRİ ANONİM ŞİRKETİ

FİYAT TESPİT RAPORU

25.06.2021




GLOBAL
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İçindekiler

Kısaltma ve Tanımlar	4
Yönetici Özeti.....	7
1. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler.....	8
1.1. Faaliyet Gösterilen Alanlar.....	8
1.1.1 Mühendislik Çözümleri.....	10
1.1.2 Elektrifikasyon Çözümleri	10
1.1.3 Otomasyon Çözümleri ve Endüstriyel Yazılım-Kontrol Sistemleri.....	10
1.1.4 Dijitalizasyon, IoT ve Haberleşme Çözümleri.....	11
1.1.5 Güç Sistemleri Çözümleri	11
1.1.6 Güneş Enerjisi Santralleri Yapımı.....	12
1.1.7 Elektrik, Kontrol ve Otomasyon Panolarının Üretimi.....	12
1.1.8 Enerji ve Proses Endüstrilerine Teknolojik Ürün Satışı.....	13
1.2. Kilometre Taşları.....	13
1.3. Ortaklık Yapısı.....	15
2. Büyüme Stratejisi.....	16
2.1. Mevcut Pazar ve Sektörlerde Büyüme	16
2.2. Yeni Pazar ve Sektörlerde Büyüme.....	16
2.3. Yeni İş Modelleri Oluşturulması	17
3. Finansal Veriler.....	19
3.1. Gelir Tablosu.....	19
3.1.1. Hasılat.....	19
3.1.2. Satılan Malın Maliyeti ("SMM")	20
3.1.3. Faaliyet Giderleri	21
3.1.4. Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler.....	22
3.1.5. Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/Giderler	23
3.1.6. Kârlılık.....	24
3.2. Bilanço.....	26
3.2.1. Aktif Büyüklük	28
3.2.1.1. Nakit ve benzerleri:	28
3.2.1.2. Ticari Alacaklar:	28
3.2.1.3. Diğer Alacaklar:	29

3.2.1.4.	Stoklar:	29
3.2.1.5.	Duran Varlıklar:.....	29
3.2.2.	Mali Yapı Oranları.....	29
3.2.3.	Net Borç	30
3.2.4.	Likidite Oranları	31
3.2.5.	İşletme Sermayesi	31
4.	Değerleme.....	32
4.1.	Değerleme Yöntemleri	32
4.1.1.	Piyasa Çarpanları Analizi	32
4.1.2.	İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA).....	32
4.2.	Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar	33
4.3.	Çarpan Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri	34
4.4.	İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemine Göre Şirket Değeri.....	36
4.4.1.	Varsayımlar	36
4.4.1.1.	Satış Projeksiyonları:	36
4.4.1.2.	İşletme Sermayesi	39
4.4.1.3.	Yatırım Harcamaları.....	40
4.4.1.4.	Değerleme Parametreleri	41
4.4.1.5.	İndirgenmiş Nakit Akımları.....	43
5.	Sonuç	44

Kısaltma ve Tanımlar

A.Ş.	Anonim Şirket
ABB	ASEA Brown Boveri
AFD	Fransa Kalkınma Ajansı
AIS	Hava İzoleli Trafo Merkezi
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
Azerenerji - Azerenergy	Azerbaycan Ulusal Enerji Şirketi
Azersu	Azerbaycan Ulusal Su Otoritesi
Biyogaz	Organik atıklardan elde edilen gaz
Biyokütle	Yaşayan ya da yakın zamanda yaşamış canlılardan elde edilen fosilleşmemiş biyolojik malzeme
Blokzincir - Blockchain	Güvenin, merkezi bir sunucu veya güvenilir bir otorite yerine internet ortamında ve dağıtılmış bir şekilde sunulmasına yarayan onaylama sistemidir
Bloomberg	Finansal hizmet sektöründeki ve diğer endüstrilerdeki profesyonellerin, kullanıcıların gerçek zamanlı finansal piyasa verilerini izleyip analiz edebilmelerini sağlayan veri dağıtım şirketinin adı
Borsa, Borsa İstanbul, BIST	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
Covid-19	Koronavirus Salgını
DCS	Dağıtık Yönetim Sistemi
Demineralizasyon	Su içerisindeki minerallerin yani kation ve anyon iyonlarının giderilmesi
Desalinasyon	Suyun tuzdan arındırılması
DEWA	Dubai Elektrik ve Su Otoritesi
Dijital Dönüşüm	Bilgi teknolojilerinin yoğun kullanımı ile iş süreçlerinin ve bilgilerin hızla, para ve zaman tasarrufu sağlayarak dijital (elektronik) ortama taşınması
Dijitalizasyon	Analog verileri dijital forma dönüştürme ile daha iyi hizmet, daha fazla değer ve daha iyi bir müşteri deneyimi sunmak için teknolojiyi kullanarak mevcut iş modellerini değiştirme süreci
DMS	Enerji Dağıtım Yönetim Sistemi

EIB	Avrupa Yatırım Bankası
Elektrifikasyon	Elektrik enerjisini endüstri, ulaşım ve gündelik yaşam gibi her alana uygulayarak kullanılır hale getirme
EMS	Enerji Yönetim Sistemi
EPC	Mühendislik, Tedarik ve İnşaat
ERP	Kurumsal Kaynak Planlaması
Euro, Avro	Avrupa Birliği Ortak Para Birimi
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	Firma Değeri
GIS	Gaz İzoleli Trafo Merkezi
Global Menkul, Global Menkul Değerler, Aracı Kurum, Yetkili Kuruluş	Global Menkul Değerler A.Ş.
GMS	Enerji Üretimi Yönetim Sistemi
GUD	Gerçeğe Uygun Farkı
IFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi
IoT	Nesnelerin İnterneti
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
Jeneratör	Mekanik enerjinin elektrik enerjisine çevrimini sağlayan ekipman
Jeotermal	Yerkabuğunun çeşitli derinliklerinde birikmiş ısı
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kompanzasyon	İndüktif ve kapasitif etki neticesinde oluşan voltaj ve akım arasındaki faz kaymasını sıfıra yakın tutma işlemi
LTD	Limited Şirketi
MCC	Motor kontrol panosu
MES	Üretim Yürütme Sistemi
Mn	Milyon
mW	Elektrik güç birimi mega-wattın simgesi
MWp	Elektrik güç birimi megawatt peak simgesi; güneş enerjisi sistemlerinin ideal koşullar altındaki gücü
Off-Shore	Açık deniz
On-Shore	Karada
PLC	Programlanabilir Lojik Kontrolcü
PLM	Ürün Yaşam Döngüsü Yönetimi
PV	Fotovoltaik, güneş hücreleri ya da

	güneş panelleri sayesinde Güneş'ten elektrik elde etme yöntemi
Rafineri	Ham veya yarı mamül malzemelerin işlendiği tesis
Röle	Arızayı çok kısa bir sürede tespit etmek için kullanılan elektriksel ekipman
RTU	Uzak Kontrol Birimi
SCADA	Entegre Veri Tabanlı Kontrol ve İzleme Sistemi
SMM	Satılan Malın Maliyeti
SOCAR	Azerbaycan Ulusal Petrol Şirketi
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
TL	Türk Lirası
Topraklama	Kaçak akımın bir iletkenle toprağa verilmesini sağlayan sistem
Transformatör	İki veya daha fazla devre arasındaki elektrik enerjisi aktarımını elektromanyetik indüksiyonla sağlayan elektiriksel ekipman
USD	Amerikan Doları
vb.	Ve benzeri
Veri Analitiği	Ham verileri analiz ederek sonuç çıkartma
VR	Sanal Gerçeklik
VUK	Vergi Usul Kanunu
YEO, Şirket	YEO Teknoloji Enerji ve Endüstri A.Ş.
Yenilenebilir Enerji	Sürekli devam eden doğal süreçlerdeki var olan enerji akışından elde edilen enerji
1.Ç.	Birinci Çeyrek

Yönetici Özeti

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satış aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Bu kapsamda; 25.06.2021 tarihli işbu rapor, Esentepe Mah. Kelebek Sok. Marmara Kule Sitesi, B Blok, No.2/1, İç Kapı No.1, Kartal/İstanbul/Türkiye adresinde mukim YEO Teknoloji Enerji ve Endüstri A.Ş. ("YEO" ve/veya "Şirket") ile Yeşilce Mahallesi, Eski Büyükdere Caddesi, No: 65 Kat: 1 Kağıthane/İstanbul adresinde mukim Global Menkul Değerler A.Ş. ("Global Menkul") arasında 18.02.2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi gereği Şirket'in özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

Şirket ile halka arza aracılık eden Global Menkul arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Global Menkul ve Şirket arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Global Menkul'un halka arz işlemi nedeniyle elde edeceği aracılık komisyonu haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

Şirket Özeti:

YEO; 17 yıllık tecrübesiyle, 3 kıtada 25 farklı ülkede gerçekleştirdiği 200'den fazla projeyle, Türkiye'de ve dünyada Elektrifikasyon, Otomasyon, Dijitalizasyon ve Mühendislik çözümleri sunan bir şirkettir. Enerji, su, petrol ve gaz, madencilik ve çimento gibi sektörleri yenilenebilir enerji, elektrifikasyon ve otomasyonla buluştururken; sunduğu lider dijital teknolojilerle de karbon emisyonunun azaltılmasına katkı sağlamakta, sürdürülebilir bir enerji ve endüstri için çalışmalarını yürütmektedir.

Proje Ekibi:

Değerleme çalışması, Global Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Direktörü ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 206996) ve Türev Araçlar Lisansı'na (Belge No: 303457) sahip Kadir Berkay Aytekin tarafından hazırlanmıştır. SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu tarafsız, yansız ve profesyonelce hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimi ve deneyimine sahiptir.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik ilkeler ve sınırlamalar:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.

- Global Menkul, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.
- Global Menkul, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (Bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Global Menkul elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir. Global Menkul tarafından projeksiyon dönemine ait verilerin oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Global Menkul olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

1. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

1.1.Faaliyet Gösterilen Alanlar

3 kıtada 25 farklı ülkede 200'den fazla projede görev alan Şirket, yenilenebilir enerji santralleri, enerji iletim ve dağıtım şebekeleri, su & atıksu tesisleri, maden & çimento tesisleri, petrol & gaz tesisleri ve proses endüstrileri sektörlerinde mühendislik, elektrifikasyon, otomasyon, dijitalizasyon, IoT ve haberleşme çözümleri, güç sistemleri, güneş enerjisi santralleri yapımı, enerji ve proses endüstrilerine yönelik teknolojik ürün satışı, elektrik, kontrol ve otomasyon panolarının üretimi konularında hizmet vermektedir. Kaliteyi ön planda tutan, projelere değer katan ve yatırım maliyetlerini düşüren, tasarımdan montaj ve devreye almaya, yüksek gerilimden otomasyon ve dijitalizasyona kadar uçtan uca çözümler sunmaktadır.

Projelerin gerektirdiği tasarım, mühendislik, yazılım, üretim, montaj ve devreye alma gibi hizmetlerin tamamı Şirket'in bünyesinde bulunan kendi ekipleri tarafından gerçekleştirilmektedir. Şirket; enerji ve proses otomasyonu tarafında uzun yıllardır edinmiş olduğu tecrübeleri, dijitalizasyon ve IoT çözümleri ile de birleştirerek, enerji üretim, iletim, dağıtım proseslerinde ve endüstriyel tesislerde, yapay zeka uygulamalarından yararlanarak verimliliği artırmaya yönelik çözümler de üretmektedir.

Şirket'in sunduğu hizmetler aşağıda verilmiştir:

1. Mühendislik Çözümleri
2. Elektrifikasyon Çözümleri
3. Otomasyon Çözümleri ve Endüstriyel Yazılım-Kontrol Sistemleri

4. Dijitalizasyon, IOT ve Haberleşme Çözümleri
5. Güç Sistemleri Çözümleri
6. Güneş Enerji Santralleri Yapımı
7. Enerji ve Proses Endüstrilerine Teknolojik Ürün Satışı
8. Elektrik, Otomasyon, Koruma ve Kontrol Panolarının Üretimi

Şirket aşağıdaki sektörlerde faaliyet göstermektedir:

1. Yenilenebilir Enerji Santralleri

- Güneş Enerjisi Santralleri
- Rüzgar Enerjisi Santralleri
- Biyokütle & Biyogaz Enerjisi Santralleri
- Jeotermal Enerji Santralleri

2. Enerji İletim ve Dağıtım Şebekesi

- Yüksek Gerilim Trafo Merkezleri (Substations)
 - a. Hava İzoleli Trafo Merkezleri (AIS)
 - b. Gaz İzoleli Trafo Merkezleri (GIS)
 - c. Mobil Trafo Merkezleri
 - d. Dijital Trafo Merkezleri
- Enerji Şebekesi Kontrol Sistemleri (EMS, GMS, DMS, SCADA vb.)
- Enerji Dağıtım Şebekesi Çözümleri

3. Su ve Atıksu Tesisleri

- Su İletim ve Dağıtım Şebekeleri
- Atıksu Arıtma Tesisleri
- İçmesuyu Arıtma Tesisleri
- Desalinasyon ve Demineralizasyon Tesisleri
- Pompa İstasyonları
- Sulama Sistemleri

4. Maden ve Çimento Tesisleri

- Altın Madenleri
- Bakır Madenleri
- Bor Madenleri
- Çimento Fabrikaları

5. Petrol ve Gaz Tesisleri

- On-shore Platformlar
- Off-shore Platformlar
- Rafineriler ve Petrokimya Tesisleri
- Depolama Tesisleri, Tank Çiftlikleri

6. Proses Endüstrisi

- Kimya
- Gıda
- İlaç
- Kağıt & Karton

1.1.1 Mühendislik Çözümleri

Şirket; başta enerji (üretim, iletim & dağıtım) olmak üzere, su & atıksu, petrol & gaz, maden & çimento ve proses endüstrisi sektörlerinde mühendislik hizmetleri vermektedir.

- Sistem tasarımları
- Analiz ve hesaplamalar
- Projelendirme
- Otomasyon
- Enstrümantasyon seçimleri ve projelendirme
- Endüstriyel IoT sistemlerinin tasarımı
- Güneş ve enerjisi santrallerinin tasarımı (fizibilite, dizayn, enerji üretim hesapları vb..)

1.1.2 Elektrifikasyon Çözümleri

Elektrifikasyon; tüketici noktada gerekli orta gerilim ekipmanları, trafo, jeneratör, elektrik dağıtım, tesis içi tüm kablolama, aydınlatma, topraklama, paratoner ve yangın, data, telefon gibi tüm zayıf akım sistemlerini içermektedir. Tesis elektriğinin şebeke ile entegrasyonunun sağlanması ve tesis içerisine uygun şekilde dağıtılması için gerekli olan altyapılardır. Şirket faaliyet gösterdiği sektörlerdeki tüm elektrifikasyon çözümlerini kendi bünyesindeki ekiplerle sunabilmektedir. Elektrifikasyonda gerekli olan mühendislik, dizayn ve projelendirme işlerinin tamamı da yine Şirket'in bünyesindeki ekipler tarafından yapılmaktadır.

1.1.3 Otomasyon Çözümleri ve Endüstriyel Yazılım-Kontrol Sistemleri

Otomasyon çözümleri ve endüstriyel yazılım-kontrol sistemleri, enerji (üretim, iletim & dağıtım), su & atıksu, petrol & gaz, maden & çimento ve proses endüstrisi sektörlerinde, tesislerin işleyişini sağlayan orta gerilim paneller, MCC paneller, transformatörler, jeneratörler, yüksek gerilim röle, orta gerilim röle, yüksek gerilim kesici vb. gibi elektriksel ekipmanlar ile akış, basınç, seviye, sıcaklık ölçer vb. gibi enstrümanlar, vanalar, aktüatörler, pompalar, tüm bu ekipmanlardan gelen verileri veya bu ekipmanları kontrol etmek için gerekli olan sinyalleri taşımak için iletişim altyapısı (Ethernet switchler, seri dönüştürücüler, fiber optik switchler, routerlar vb.), tüm sistemin otomatik olarak izlenmesini ve kontrol edilmesini sağlayan SCADA (Supervisory Control and Data Acquisition System), DCS (Distributed Control System), PLC (Programmable Logic Controller), MES (Manufacturing Execution System), PLM (Product Lifecycle Management), ERP (Enterprise Resource Planning) gibi bileşenlerden meydana gelir.

Şirket, tesis içerisinde çok önemli bir paya sahip ve verimliliği ciddi anlamda etkileyen otomasyon çözümleri ve endüstriyel yazılım-kontrol sistemleri alanında faaliyet göstermektedir.

1.1.4 Dijitalizasyon, IoT ve Haberleşme Çözümleri

Artan endüstriyel otomasyon talebi, varlıkların merkezileştirilmiş olarak izlenmesine ve kestirimci bakıma duyulan ihtiyacın büyümesi, artan sayıda akıllı cihaz ve sensörlerden toplanan verilere daha güvenli, hızlı ve lokasyondan bağımsız ulaşabilme gerekliliği gibi faktörler dijitalizasyon ve IoT sektörünün büyümesini yönlendiren ana faktörler olarak yazılabilir.

Dijitalizasyon ve IoT altyapısı aşağıdaki ana bileşenlerden oluşmaktadır:

- Bulut bilişim platformları
- Endüstriyel IoT
- Artırılmış gerçeklik
- Sanallaştırma
- İleri düzey veri analitiği

Şirket; dijitalizasyon ve IoT alanında Hitachi, ABB, Huawei, PTC gibi küresel liderler ile partnerlikler yapmaktadır. Söz konusu teknoloji şirketleri ile birlikte sunduğu çözümleriyle; proses endüstrileri ve enerji yatırımları için gerçek zamanlı performans yönetimini sağlayabilmekte, böylelikle duruş sürelerini azaltmakta, maliyetleri düşürmekte, herşeyden önemlisi üretim proseslerinin ve enerjinin sürdürülebilirliğini ve güvenilirliğini en yüksek seviyede tutmaktadır.

1.1.5 Güç Sistemleri Çözümleri

Güç sistemleri elektrik gücünü üretmek, iletmek ve kullanmak için teknolojik ekipmanlardan oluşan bir elektrik bileşenleri ağıdır. Elektrik şebekesi, genel olarak gücü sağlayan jeneratörlere, elektrik üretim merkezlerinden yük merkezlerine taşıyan iletim sistemine ve gücü yakındaki evlere ve endüstrilere besleyen dağıtım sistemine bölünebilir. Trafo merkezleri, enerji iletim ve dağıtım hatları, Enerji Yönetim Sistemleri (Energy Management Systems – EMS), Şebeke Yönetim Sistemi (Distribution Management System – DMS), Jeneratör Yönetim Sistemi (Generator Management System– GMS), Network Manager SCADA (Supervisory Control and Data Acquisition) güç sistemlerinin önemli bileşenleridir.

Şirket'in güç sistemlerinde sunmuş olduğu hizmetler aşağıdaki gibidir:

- Hava İzoleli (AIS), Gaz İzoleli (GIS) Yüksek Gerilim Trafo Merkezleri Tasarımı ve Yapımı
- Mobil ve Dijital Trafo Merkezleri Tasarımı ve Yapımı,
- Enerji Şebekesi Kontrol Sistemleri (EMS, GMS, DMS, SCADA v.b.)
- Enerji Dağıtım Şebekesi Çözümleri

YEO; güç sistemlerinde mühendislik, projelendirme, montaj ve devreye alma dahil anahtar teslim çözümler sunmaktadır. Yurt içi ve yurt dışında çok sayıda proje tamamlamış ve halihazırda çok sayıda projede görev almaktadır.

1.1.6 Güneş Enerjisi Santralleri Yapımı

Güneş enerjisi yeryüzünde en yaygın bulunan yenilenebilir enerji kaynaklarından biridir. Son dönemde gerçekleştirilen güneş enerjisi üretim ve depolama teknolojilerindeki ilerleme ile birlikte maliyetlerin hızlı bir şekilde düşmesi bu alandaki yatırımların sayısını artırmaktadır.

Hızlı bir şekilde büyüyen güneş enerjisi sektörü, devletlerin tüketicilere tanıdığı kendi enerjilerini üretme olanağı ve şebekelere bağlı olmayan ancak enerji ihtiyacı olan lokasyonlardaki şebeke dışı (off grid) güneş enerjisi santralleri yatırımları pazarın itici güçleridir.

Şirket:

- Keşif, analiz ve fizibilite
- Mühendislik ve tasarım
- Finans çözümleri
- Tedarik,
- Kurulum ve devreye alma
- İşletme ve bakım

süreçlerini kapsayan, gerek arazi tipi gerekse çatı üstü güneş enerjisi sistemlerini anahtar teslimi gerçekleştirmektedir.

Şirket sektörde EPC olarak konumlanmaktadır.

Yurt içi ve yurt dışında çok sayıda güneş enerjisi santrali projesi tamamlayan YEO, özellikle yürürlüğe giren çatı ve hibrit mevzuatları neticesinde güneş enerjisi santrali yatırımlarında oluşan potansiyeli değerlendirmek için ciddi pazarlama ve iş geliştirme çalışmaları yapmakta ve faaliyetlerini yoğun bir şekilde devam ettirmektedir.

1.1.7 Elektrik, Kontrol ve Otomasyon Panolarının Üretimi

Şirket'in alçak gerilim panolarını ürettiği bir pano üretim tesisi vardır.

- Ana Dağıtım Panoları
- Kompanzasyon Panoları,
- MCC Panoları
- PLC, DCS, RTU Panoları,
- Koruma & Kumanda Panoları

Üstlendiği tüm projelerdeki elektrik ve otomasyon panolarını kendi ekipleriyle tasarlayıp bu tesiste üretmektedir.

ABB'nin resmi pano partneri olan Şirket, tip test sertifikalı alçak gerilim panolarının imalatlarını yapabilmektedir.

1.1.8 Enerji ve Proses Endüstrilerine Teknolojik Ürün Satışı

Şirket; ABB, Hitachi, Schneider, Rockwell, Huawei, PTC gibi dünya çapında sektöründe lider firmalarla uzun süreli çözüm ortaklıkları kurmuştur. Söz konusu şirketlerin proses entrümanları, frekans konvertörleri, PLC, haberleşme cihazları, RTU, SCADA ve benzeri teknolojik donanım ve yazılımlarının satışını gerçekleştirmektedir.

1.2. Kilometre Taşları

Şirket, Yılmaz Elektrik Otomasyon Makine İnşaat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi unvanıyla 06.08.2004 tarihinde 50.000 TL sermaye ile İstanbul Tuzla'da kurulmuştur.

Sermayesini 10.07.2009 tarihinde 500.000 TL'ye çıkarmıştır.

2009 yılında sektörün önde gelen elektrik firmalarından İsviçre merkezli ABB firması ile hem Türkiye hem de küresel bazda iş ortaklığı sözleşmesi imzalamıştır.

Şirket "YEO" ismini ve logosunu 18.03.2010 tarihinde marka olarak tescil ettirmiştir.

Sermayesini 17.07.2012 tarihinde 910.000 TL'ye çıkarmıştır.

Şirket'in enerji alanına girişi Devlet Havalimanı İşletmeleri Adana Havalimanı Müdürlüğü'nden 2012 yılında ihale ile aldığı Alçak Gerilim & Orta Gerilim SCADA Kontrol Sistemleri Projesi ile olmuştur.

Şirket, aynı yıl içerisinde Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı'nın Batman Gülbaraj Pompa İstasyonu Elektrifikasyon ve Otomasyon Projesi'ni başarı ile tamamlamıştır.

Şirket, 2012 yılı içerisinde Türkmenistan Aşkaabat Ruhabat Tekstil Fabrikası'nın atıksu arıtma tesisinin elektrifikasyonu ve otomasyonunu tamamlamış böylelikle yurt dışında proje yönetimi becerilerini geliştirmiştir.

Şirket, 2013 yılında Azerbaycan'da başlattığı iş geliştirme çalışmaları sonucunda; 2014 yılında Azerbaycan Ulusal Petrol Şirketi SOCAR'dan Açık Deniz Petrol Platformları'nın otomasyonunu, 2015 yılında Ulusal Su Otoritesi olan Azersu'nun Qabala Atıksu Arıtma Tesisi elektrik otomasyon işlerini, 2016 yılında da Azerbaycan Ulusal Enerji Şirketi Azerenergy'den Yüksek Gerilim Trafo Merkezleri'nin otomasyonu işlerini almıştır. İlerleyen yıllarda Azerbaycan'da petrol, su ve enerji alanlarında çok sayıda değerli projeye imza atmıştır.

2015 yılı itibarıyla artan anahtar teslimi hizmet taleplerine cevap vermek adına kurumsal organizasyon yapısını güncelleyen Şirket, teknik faaliyetlerini Mühendislik Çözümleri, Elektrifikasyon Çözümleri, Otomasyon Çözümleri ve Endüstriyel Yazılım - Kontrol Sistemleri, Dijitalizasyon, IoT ve Haberleşme Çözümleri, Güç Sistemleri Çözümleri, Güneş Enerji Santralleri, Elektrik, Kontrol ve Otomasyon Panolarının Üretimi olmak üzere 7 (yedi) bölüme ayırmış ve böylece sistematik çalışma yapısını kuvvetlendirmiştir.

Şirket, 2016 yılında Etiyopya Şeker Birliği tarafından ihale edilmiş olan ve toplam kurulu gücü yaklaşık 30 MW olan Wolkayit Sulaması Projesi kapsamında bulunan tüm elektrik otomasyon işlerinin yapılması için VANSAN Makina Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile sözleşme imzalamıştır. Bu proje Şirket'in Afrika kıtasındaki ilk projesi olma özelliğini taşımaktadır.

Şirket, 2016 yılında solar sektöründeki ilk projeleri olan Konya'da 11MWp ve Antalya'da 6MWp güneş enerjisi santrali projelerini tamamlamıştır.

YEO, Avrupa Yatırım Bankası (EIB) ve Fransa Kalkınma Ajansı (AFD) tarafından ortaklaşa finanse edilen Ürdün'deki Wadi Arab Su Temin Sistemi Faz-II Projesi kapsamındaki tüm elektrik otomasyon işlerinin yapımına 2017 yılında başlamıştır. Dört adet orta gerilim pompa istasyonu ve bir adet içmesuyu arıtma tesisinden oluşan ve 60 MW kurulu güce sahip olan bu tesisler ile 1.700.000 kişinin su ihtiyacı karşılanmıştır. Söz konusu proje Ürdün ve Filistin pazarları için önemli bir adım olmuştur.

Şirket, sermayesini 06.04.2018 tarihinde 5.000.000 TL'ye çıkarmıştır.

YEO, Yılmaz Elektrik Otomasyon Makine İnşaat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi olan unvanını 04.06.2018 tarihinde YEO Elektrik Otomasyon Anonim Şirketi olarak değiştirmiş ve tescil ettirmiştir.

YEO, 2019 yılında Avrupa Ukrayna Enerji Ajansı'na ve Türk İngiliz Ticaret ve Sanayi Odası'na üye olmuştur.

Şirket, yine 2019 yılı içerisinde Azerbaycan'ın enerji güvenliğini sağlayacak olan ve yine günümüz trendlerinden dijitalizasyon, veri analitiği, ileri düzey raporlama içeren Ulusal Yük Tevzi Merkezi Projesi için Azerenerji ile sözleşme imzalamıştır. Söz konusu proje kapsamında 21 Enerji Santrali & 72 Trafo Merkezi & 249 Dağıtım Merkezi için Enerji Şebekesi İzleme ve Kontrol Sistemi teşkil edilmektedir. Yük Tevzi Merkezi, Yedek Kontrol Merkezi, 7 ayrı Bölgesel Kontrol Merkezi ile 342 lokasyondan oluşan projede kontrol, kumanda ve veri toplama sistemi (SCADA), Enerji Yönetim Sistemi (EMS), Jeneratör Kontrol Sistemi (GMS) tesis edilmiş olup tüm detay mühendislik, tedarik, montaj, test, devreye alma, eğitim, işletme ve bakım faaliyetleri Şirket tarafından gerçekleştirilmiştir.

YEO, 2019 yılında otomasyon ve enformasyon teknolojileri konusunda dünyanın önde gelen şirketlerinden olan Amerika merkezli Rockwell firması ile hem Türkiye hem de küresel bazda sistem entegratörlüğü sözleşmesi imzalamıştır.

Şirket; sermayesini 01.07.2020 tarihinde 11.670.299 TL'ye, 29.12.2020 tarihinde ise 20.000.000 TL'ye çıkarmıştır.

Şirket, 2020 yılında DEWA Dubai Elektrik ve Su Otoritesinden Palmiye Adası Su Arıtma Tesisi'nin otomasyonunu ihale ile alarak Birleşik Arap Emirlikleri'ndeki ilk projesini de tamamlamıştır.

Şirket, YEO Elektrik Otomasyon Anonim Şirketi olan unvanını 19.04.2021 tarihinde YEO Teknoloji Enerji ve Endüstri Otomasyon Anonim Şirketi olarak değiştirmiş ve tescil ettirmiştir.

1.3.Ortaklık Yapısı

Grubu	Ortaklar	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış	
		Toplam (TL)	Sermaye Oranı (%)	Toplam (TL)	Sermaye Oranı (%)	Toplam (TL)	Sermaye Oranı (%)
C GRUBU	Tolunay Yıldız	2.164.000	10,82	2.164.000	9,02	2.164.000	9,02
B GRUBU	Tolunay Yıldız	2.200.000	11,00	1.981.800	8,26	1.763.600	7,35
A GRUBU	Orhan Yıldız	2.164.000	10,82	2.164.000	9,02	2.164.000	9,02
B GRUBU	Orhan Yıldız	2.200.000	11,00	1.981.800	8,26	1.763.600	7,35
A GRUBU	Özbey Yıldız	2.162.000	10,81	2.162.000	9,01	2.162.000	9,01
B GRUBU	Özbey Yıldız	2.200.000	11,00	1.981.900	8,26	1.763.800	7,35
B GRUBU	Bartış Esen	2.000.000	10,00	1.900.000	7,92	1.800.000	7,50
B GRUBU	Sinan Karahan	2.000.000	10,00	1.900.000	7,92	1.800.000	7,50
B GRUBU	Yasin Düven	2.000.000	10,00	1.900.000	7,92	1.800.000	7,50
B GRUBU	Caner Karataş	910.000	4,55	864.500	3,60	819.000	3,41
B GRUBU	Halka Açık	-	-	5.000.000	20,83	6.000.000	25,00
Toplam		20.000.000	100,00	24.000.000	100,00	24.000.000	100,00

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 20.000.000 (Yirmi Milyon) Türk Lirası değerindedir. Bu sermaye her biri 1,00 (Bir) Türk Lirası değerinde 20.000.000 adet paya ayrılmıştır. Sermayenin tamamı muvazaadan ari olarak ödenmiştir. Bu sermaye, her biri 1 (bir) Türk Lirası değerinde 20.000.000 adet paya ayrılmış olup, bunlardan 4.326.000 adet (A) Grubu nama, 13.510.000 adet (B) Grubu hamiline, 2.164.000 adet (C) Grubu nama yazılı paylardır. (C) Grubu payların yönetim kuruluna aday gösterme ve genel kurul toplantılarında oy hakkında imtiyazı bulunmaktadır. (A) Grubu payların ise genel kurul toplantılarında oy hakkında imtiyazı bulunmaktadır. (B) Grubu payların hiçbir imtiyazı yoktur.

2. Büyüme Stratejisi

YEO'nun büyüme stratejisi üç ayrı kategoride değerlendirilmektedir:

2.1.Mevcut Pazar ve Sektörlerde Büyüme

- a. İş yaptığı pazar ve sektörlerde derinleşmeye ve iş hacmini artırmaya çalışmaktadır. Şirket; halihazırda aktif olduğu ve iş yaptığı sektörlerde bilgi birikimini, tecrübesini, bu alanlarda elde etmiş olduğu iş deneyim belgelerini ve referanslarını kullanarak bu sektörlerde daha da derinleşmeyi, daha nitelikli, yüksek hacimli ve karlılığı yüksek işler yapmayı hedeflemektedir.
- b. İş birliği temelli ortaklıklarının sayısını artırmaya çalışmaktadır. Dünya çapında sektöründe lider firmalarla uzun süreli çözüm ortaklıkları kurmuş olan Şirket, iş yaptığı coğrafyalarda etkinliğini artırabilmek adına güçlü yerel firmalarla da iş birlikleri yapmaktadır. Ayrıca proje bazlı olmak üzere alanında uzman ve yeterliliklere sahip bazı yüklenici firmalarla çeşitli iş geliştirme faaliyetleri gerçekleştirmekte ve uygun olan ihalelere iş ortaklığı şeklinde katılmaktadır. İş birliği temelli ortaklıklar yaparak bölgesel ve küresel yeni oyuncularla da pazardaki etkinliğini artırmayı amaçlamaktadır.
- c. Yeni teknolojileri takip ederek kendisini sürekli geliştirmeye ve sunmuş olduğu hizmetlerde en güncel teknolojileri kullanmaya çalışmaktadır. Nesnelerin interneti (IoT), yazılım ve kontrol sistemleri sektörleri günümüz endüstri trendini oluşturmaktadır. Değişim ve gelişimlere ayak uydurmak, müşterilerine en yeni teknolojik çözümleri sunmak adına sürekli iyileştirme ve AR-GE çalışmaları yapmayı, çeşitli partnerlikler kurmayı, çözümlerini çeşitlendirmeyi ve mevcut iş kapasitesini artırmayı hedeflemektedir.
- d. Mevcut iş kapasitesini artırmayı hedeflemektedir. Gelişen ve büyüyen iş kapasitesini karşılayabilmek adına insan kaynağını güçlendirmeyi, üretim alanının kapasitesini artırmayı, gerekli makine teçhizat envanterini büyütmeyi ve faaliyetlerini yeni teknolojilerle destekleyerek hizmet çeşitliliğini artırmaya çalışmaktadır.
- e. Hizmet kalitesini artırmaya ve maliyetlerini düşürmeye çalışmaktadır. YEO'nun hedefi en uygun maliyetle en doğru çözümü sunmaktır. Bunun için müşterilerin ihtiyaçlarını analiz edip olası çözümleri müşterilere önermek ve bu doğrultuda her türlü desteği sağlamaktadır. Maliyetleri düşürmek için en önemli etken olan kaynak planlamasına önem vermektedir.

2.2.Yeni Pazar ve Sektörlerde Büyüme

- a. Yeni ve gelişen pazarlara yönelik iş geliştirme faaliyetlerinin artırılmasını hedeflemektedir. Son yıllarda uluslararası iş geliştirme faaliyetlerine ağırlık veren YEO; bu süre içerisinde 25'ten fazla ülkede projeler yürütmüş ve başta Azerbaycan, Etiyopya, Ukrayna, Birleşik Arap Emirlikleri, Afganistan, Kosova, Ürdün ve Filistin gibi ülkelerde iş birliktelikleri kurmuş ve önemli projeler

gerçekleştirmiştir. Önümüzdeki dönemde benzer strateji ile Balkan Ülkeleri, Orta Asya Ülkeleri, Doğu Afrika Ülkeleri, Körfez Ülkeleri, Libya ve Irak gibi hızla gelişen pazar ve ülkelerde de yoğun iş geliştirme ve pazarlama faaliyetleri yürüterek güçlü lokal iş birlikleri kurmayı ve bu pazarlarda da büyümeyi hedeflemektedir.

- b. Yeni ve gelişmekte olan sektörlerle girmeyi hedeflemektedir. Şirket faaliyet alanlarını genişletmek, iş hacmini büyütmek, karlılığını ve sürdürülebilirliğini desteklemek amacıyla yeni sektörlerle ulaşmayı ve yeni çözümler sunmayı planlamaktadır. Bu amaçla dijitalizasyon uygulamaları, enerji depolama çözümleri, hibrit enerji santrali çözümleri, mobil güç sistem çözümleri, dijital trafo merkezi çözümleri, elektrikli araç şarj sistemleri çözümleri ve açık deniz off shore enerji çözümleri alanlarında teknik ve ticari faaliyetlerde bulunmayı hedeflemektedir.

- Enerji Depolama Çözümleri
- Hibrit Enerji Santralleri Çözümleri
- Mobil Güç Sistemleri Çözümleri:
- Dijital Trafo Merkezleri:
- Elektrikli Araç Şarj Sistemleri Çözümleri:
- Açık Deniz Off Shore Enerji Çözümleri:

- c. Şirket, AR-GE çalışmaları ve yatırımları ile uluslararası standartlara uygun, yenilikçi, çevreye duyarlı ve yeni teknolojiler & hizmetler geliştirerek rekabet gücünü ve karlılığını artırmayı, sürdürülebilirliğini güçlendirmeyi hedeflemektedir. Öncelikli olarak enerji depolama ünitelerinin geliştirilmesi ve şebekeye entegrasyonu, elektrikli araç şarj teknolojileri ve endüstriyel IoT çözümleri alanlarında yürüttüğü faaliyetlerin geliştirilmesi planlanmıştır. Bununla birlikte, AR-GE faaliyetleri kapsamında yetkin personel sayısını artırmayı, pazar ihtiyaçlarına yönelik olarak yeni ürünlerin geliştirilmesini, pazara sunulmasını ve beklentiler doğrultusunda teknolojik ürünlerin iyileştirilmesini hedeflemektedir.

2.3.Yeni İş Modelleri Oluşturulması

YEO, şirket gelirlerini sürdürülebilir kılmak, gelir kalemlerini çeşitlendirmek, finansal yapısını güçlendirmek ve global bir oyuncu olmak için yeni iş modelleri geliştirmeyi hedeflemektedir.

- a. Yenilenebilir Enerji Santralleri İzleme ve Yönetim Çözümleri: Ülkemizde ve dünyada çok sayıda yenilenebilir enerji santralleri bulunmaktadır ve her geçen gün sayıları hızla artmaktadır. Birçok yatırımcının da birden fazla yenilenebilir enerji santrali vardır. Tüm bu enerji santrallerinin uzaktan izlenmesine ve yönetilmesine ve kestirimci bakım faaliyetlerinin planlanmasına imkan sağlayacak uzaktan izleme ve yönetim çözümlerine ihtiyaç bulunmaktadır. YEO, bu çözümleri geliştirmeyi, bakım ve işletme safhalarını içerecek şekilde

yatırımcıların hizmetine sunmayı planlamaktadır. YEO; yapay zeka tabanlı, performans ölçüm hesaplamaları yapan, web ve mobil uygulama altyapısına ve uluslararası haberleşme protokollerine uygun bu çözümlerle Şirket'e sürekli gelir sağlamayı ve müşteri memnuniyetini artırmayı hedeflemektedir.

- b. Yenilenebilir Enerji Proje Lisanslarının Geliştirilmesi ve Bu Alanda Yatırımların Finansmanı: Şirket, %100 hissesine sahip olduğu bağlı ortaklığı YEO Enerji Yatırımları A.Ş. üzerinden farklı gelir kaynakları elde etmek, sürdürülebilirliğini desteklemek ve daha karlı işler yapabilmek amaçları ile yurt içi ve yurt dışında yenilenebilir enerji projeleri lisansları geliştirmek ve yatırımcılara anahtar teslimi yapımını da üstlenerek, proje lisansları ile birlikte hazır projeler sunmak, şartlar dahilinde bu projelerin bir kısmında belli oranlarda yatırımcı olmak amacıyla sermaye aktarımı sağlamak ve şartlar dahilinde farklı kaynaklarca geliştirilen uygulanabilir & krediye uygun yenilenebilir enerji projelerine yatırım yapmayı planlamaktadır.

- o Girişim Sermayesi Oluşturulması: Şirket halka arz gelirinin bir kısmını Enerji, Otomasyon, IoT (Internet of Things), Büyük Veri, Makine Öğrenmesi, Endüstri 4.0, Dijital Dönüşüm, Veri Analitiği, Blokzincir, Artırılmış Gerçeklik (AR), Sanal Gerçeklik (VR) alanlarında faaliyet gösterecek yenilikçi girişim, şirket ve iş modellerine yatırım yapmak amacı ile kurulması planlanan "YEO Ventures A.Ş." nin sermayesi olarak kullanmayı planlamaktadır. YEO Ventures A.Ş. ile global ölçekte rekabet edebilecek, teknolojinin gücünden yararlanarak yenilikçi iş modelleri üreten erken aşama teknoloji girişimlerine yatırım yapmak ve yüksek çıkış getirileri elde etmek hedeflenmektedir.

3. Finansal Veriler

3.1. Gelir Tablosu

31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.03.2020, 31.03.2021 bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıdadır:

GELİR TABLOSU (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Hasılat	88.168.919	208.350.208	253.465.754	37.040.257	103.321.926
Satışların Maliyeti (-)	(71.354.497)	(154.448.196)	(168.556.666)	(26.178.943)	(65.658.632)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar / (Zarar)	16.814.422	53.902.012	84.909.088	10.861.314	37.663.294
Brüt Kâr / (Zarar)	16.814.422	53.902.012	84.909.088	10.861.314	37.663.294
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(3.870.487)	(22.408.169)	(37.798.236)	(4.440.234)	(15.004.029)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(2.554.921)	(3.575.103)	(3.780.381)	(818.764)	(1.805.187)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-	-	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	11.016.701	5.559.960	31.440.728	4.103.040	7.463.474
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(12.219.242)	(7.459.932)	(25.680.591)	(7.142.853)	(7.103.415)
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	9.186.473	26.018.768	49.090.608	2.562.503	21.214.137
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar / Zararlarındaki Paylar	-	-	-	-	(1.555)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	243.843	1.345.512	2.175.962	550.795	6.861.840
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	(1.049.636)	(1.794.567)	(270.285)	(135.360)
Finansman Gelir Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	9.430.316	26.314.644	49.472.003	2.843.013	27.939.062
Finansal Gelirler	-	-	-	-	-
Finansal Giderler (-)	(3.450.660)	(3.302.099)	(11.787.653)	(766.225)	(3.638.009)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	5.979.656	23.012.545	37.684.349	2.076.788	24.301.053
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	(1.107.440)	(5.323.893)	(7.772.057)	30.912	(7.840.128)
- Dönem Vergi Gelir / (Gideri)	(395.577)	(846.818)	(1.927.269)	(225.628)	(2.113.569)
- Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	(711.863)	(4.477.075)	(5.844.788)	256.540	(5.726.559)
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı / (Zararı)	4.872.216	17.688.652	29.912.293	2.107.700	16.460.925
Dönem Karı / (Zararı)	4.872.216	17.688.652	29.912.293	2.107.700	16.460.925

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.1.1. Hasılat

Şirket'in satış hasılatı, hem müşteri sayısındaki artış hem de alınan işlerin büyüklüğünün artmasına bağlı olarak her yıl artış göstermiştir. Satışların %70'inin yabancı para cinsinden olmasının da TL cinsi olarak satış hasılatının artışına etkisi olmuştur. Satışlar 2019'da %136,3, 2020'de ise %21,7 artmıştır.

2021 yılında ilk çeyreğinin satışları 103.321.926 TL olarak gerçekleşmiştir. Böylece 2021 yılının ilk çeyreğinde 2020 yılının ilk çeyreğine göre %178,9 oranında bir artış gerçekleşmiştir. Bu artış hem geçen yıldan devam eden projelerin tamamlanmaları hem de 2021 ilk çeyreği içinde yeni alınan projelerden kaynaklanmıştır. 2021 ilk çeyreğinde yeni alınan projelerin toplam tutarları 173,8 milyon TL'dir.

Şirket'in 2018 yılında net satış gelirlerinin yaklaşık %60'ı yurt içi gelirlerden oluşurken, yurt dışı gelirlerin payı ise %40 civarında gerçekleşmiştir. 2019 yılında yurt içi gelirlerinin net satışlardaki payı %58'e düşmüş ve 2020 yılında ise %27 olarak hesaplanmıştır. Yurt dışı gelirler 2020 yılında yıllık bazda %101 artmıştır. 2021 yılı ilk çeyrek finansalları incelendiğinde yurt dışı satışların toplam satışlara oranı yaklaşık %88 olarak gerçekleşmiştir. Yurt dışı satışların artması, Şirket'i kur riskine ve volatiliteye karşı daha korunaklı hale getirmektedir.

NET SATIŞ KIRILIMLARI					
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Yurt İçi Satışlar	53.489.206	122.010.194	70.390.187	11.686.501	12.057.943
Yurt Dışı Satışlar	35.117.113	91.456.899	183.807.364	25.262.393	91.022.990
Diğer Gelirler	237.269	62.994	417.087	121.086	258.091
Satıştan İadeler	(674.669)	(5.179.879)	(1.148.884)	(29.723)	(17.098)
Yurt içi	(674.669)	(729.027)	(883.869)	(29.723)	(17.098)
Yurt Dışı	-	(4.450.852)	(265.015)	-	-
Net Satışlar	88.168.919	208.350.208	253.465.754	37.040.257	103.321.926
Değişim Y/Y	-	%136	%22	-	%179

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.1.2. Satılan Malın Maliyeti ("SMM")

Şirket'in 2020 yılında satılan malın maliyeti 168,56 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in iş hacmindeki %22 artışa karşın, satılan malın maliyeti aynı dönemde %9,13 artış kaydetmiştir. Bu gösterge doğrultusunda, satışların maliyetinin net satışlara oranı bir önceki yıla kıyasla 7 puanlık düşüşle %67 olarak gerçekleşmiştir (2019 senesinde %74). Söz konusu düşüş hem brüt karı hem de FAVÖK'ü pozitif yönde etkilemiştir.

2021 senesinin denetimden geçmiş ilk çeyrek finansalları incelendiğinde düşüş trendinin devam ettiği, bir önceki yılın aynı döneminde %71 seviyesinde olan oranın, %64'e gerilediği görülmüştür. Söz konusu trendin sene boyunca devam edeceği, özsermaye değeri hesaplanırken kullanılan geleceğe dönük hedeflerin konjonktürde herhangi bir olumsuzluk yaşanmadıkça tutturulabileceği düşünülmektedir.

SMM					
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Net Satışlar	88.168.919	208.350.208	253.465.754	37.040.257	103.321.926
SMM	71.354.497	154.448.196	168.556.666	26.178.943	65.658.632
SMM Değişim Y/Y	-	%116,5	%9,13	-	%150,8

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.1.3. Faaliyet Giderleri

Genel yönetim giderlerinin satış hasılatına oranı 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla %2,9, %1,7 ve % 1,5 olarak gerçekleşmiştir. Genel yönetim giderlerinin satış hasılatına oranı 2020 yılının ilk çeyreğinde %2,2 iken, 2021 yılının ilk çeyreğinde %1,7 olarak gerçekleşmiştir. Projelerin büyüklüğü arttıkça genel yönetim giderlerinin satış hasılatı içerisindeki payı düşmektedir. Satış pazarlama giderlerinin satış hasılatına oranı ise 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla %4,39, %10,76 ve %14,91 olarak gerçekleşmiştir. Satış pazarlama giderlerinin çeyrek bazda oranları ise 2020 yılının ilk çeyreğinde %12,0 iken 2021 yılının ilk çeyreğinde %14,5 olarak gerçekleşmiştir

Satış pazarlama giderlerindeki artışta, ihracat için yeni pazarlar ile mevcut pazardaki payını artırmak amacıyla yapılan müşteri ve pazar geliştirme sözleşmeleri etkili olmuştur. Bu sözleşmelerin satış pazarlama giderlerindeki payı 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla %88,4, %97,7 ve %99,3 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranlar 2020 yılının ilk çeyreğinde %98,5, 2021 yılının ilk çeyreğinde ise %96,4 olarak gerçekleşmiştir.

FAALİYET GİDERLERİ					
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	3.870.487	22.408.169	37.798.236	4.440.234	15.004.029
Genel Yönetim Giderleri	2.554.921	3.575.103	3.780.381	818.764	1.805.187
Toplam Faaliyet Giderleri	6.425.408	25.983.272	41.578.617	5.258.998	16.809.216

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	3.870.487	22.408.169	37.798.236	4.440.234	15.004.029
Komisyon Giderleri	3.420.451	21.882.177	37.535.150	4.375.819	14.645.575
Fuar-Sergi, Seyahat ve Konaklama Giderleri	250.779	155.253	1.485	-	-
Ücret Giderleri	73.200	82.513	53.524	19.504	296.835
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	5.118	155.044	69.310	4.174	13.005
Depolama Giderleri	14.918	54.777	72.239	-	-
Kargo ve Nakliye Giderleri	20.899	32.710	57.984	-	-
Araç Giderleri	42.542	22.383	5.661	832	34.790
İlan ve Reklam Giderleri	11.102	10.194	-	-	-
Yemek Giderleri	11.909	2.383	-	-	-
Diğer Giderler	19.569	10.735	2.883	39.905	13.824

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Genel Yönetim Giderleri	2.554.921	3.575.103	3.780.381	818.764	1.805.187
Ücretler	1.453.368	1.976.612	1.372.859	227.415	785.049
Amortisman ve İtfa Payları	370.063	421.415	855.225	159.369	196.417*
Danışmanlık Giderleri	18.581	16.877	-	-	-
İhale Giderleri	-	199.209	13.837	-	-
Araç Giderleri	71.949	152.009	92.539	17.544	20.166
Kıdem Tazminatı Giderleri	30.577	39.569	71.432	53.180	53.060
Bağış ve Yardımlar	25.500	81.065	134.411	45.950	63.367
Vergi, Resim ve Harçlar	15.939	74.089	47.098	5.611	23.414
Sigorta Giderleri	74.929	53.228	22.254	-	-
Diğer Giderler	54.365	138.959	80.443	27.617	127.282
Bakım ve Onarım Giderleri	24.723	2.493	8.502	-	-
Fuar-Sergi,Seyahat ve Konaklama Giderleri	11.657	41.696	26.493	4.597	2.644
Yemek Giderleri	113.306	5.440	1.297	-	-
Temsil ve Ağırlama Giderleri	17.585	18.775	31.487	598	13.313
Küçük Demirbaş Giderleri	22.721	15.840	3.517	-	-
Dışarıdan Sağlanan Faydalar	132.654	81.277	605.466	94.545	146.768
Kargo ve Nakliye Giderleri	12.164	11.256	4.424	-	-
Kırtasiye Giderleri	14.726	9.742	12.294	-	-
Aidat Giderleri	-	5.318	-	-	-
İzin Karşılığı	20.012	2.984	62.708	80.475	139.146
Müşavirlik, Denetim ve Avukat Giderleri	62.097	225.901	321.918	101.863	234.561
Haberleşme Giderleri	8.005	1.349	12.177	-	-
Toplam Faaliyet Giderleri	6.425.408	25.983.272	41.578.617	5.258.998	16.809.216

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

*Kar – Zarar tablosuna kayıt edilen amortisman tutarı 233.983 TL

3.1.4. Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider tablosu aşağıda sunulmuştur. 2021 – 2025 yıllarına dair yapılan projeksiyonlarda söz konusu kalem değerlemeye katılmamıştır.

ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GELİRLER/GİDERLER					
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	11.016.701	5.559.960	31.440.728	4.103.040	7.463.474
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-12.219.242	-7.459.932	-25.680.591	-7.142.853	-7.103.415
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/(Giderler) (Net)	-1.202.541	-1.899.972	5.760.137	-3.039.813	360.059

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	11.016.701	5.559.960	31.440.728	4.103.040	7.463.474
Konusu Kalmayan Karş. (Şüpheli Alacak Karşılığı)	-	669.077	15.630	16.220	590
Cari Dönem Reeskont Geliri	1.413.007	482.393	837.129	255.979	489.779
Önceki Dönem Reeskont İptali	314.516	993.182	1.268.984	1.268.984	1.919.695
Kur Farkı Gelirleri	8.475.327	1.511.929	29.098.807	2.513.362	4.649.244
Mutabakat Ve Yuvarlama Farkları	32.860	1.718.917	-	-	-
Yansıtılan Gelirler	335.629	13.369	-	-	-
Faiz Geliri	371.348	-	-	-	-
Diğer Olağan Dışı Gelir ve Karları	74.014	171.093	220.178	48.495	404.166
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-12.219.242	-7.459.932	-25.680.591	-7.142.853	-7.103.415
Şüpheli Alacak Karşılık Gideri	-347.739	-1.907.961	-1.926.510	-281.531	-2.331.193
Dava Karşılık Gideri	-	-12.008	-	-	-
Cari Dönem Reeskont Gideri	-993.182	-1.268.984	-1.919.695	-2.040.643	-937.708
Önceki Dönem Reeskont İptali	-467.053	-1.413.007	-482.393	-482.393	-837.129
Kur Farkı Giderleri	-9.866.946	-2.265.308	-19.763.181	-2.870.769	-2.443.682
Diğer Olağandışı Gider ve Zararlar	-544.322	-592.663	-1.588.812	-1.467.517	-553.703
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/(Giderler) (Net)	-1.202.541	-1.899.972	5.760.137	-3.039.813	360.059

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.1.5. Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/Giderler

Şirket'in yatırım faaliyetlerinden sağlanan gelir ve gider tablosu aşağıda sunulmuştur. 2021 – 2025 yıllarına dair yapılan projeksiyonlarda söz konusu kalem değerlemeye katılmamıştır.

YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GELİRLER/GİDERLER					
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	243.843	1.345.512	2.175.962	550.795	6.861.840
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-1.049.636	-1.794.567	-270.285	-135.360
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/(Giderler) (Net)	243.843	295.876	381.395	280.510	6.726.480

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	243.843	1.345.512	2.175.962	550.795	6.861.840
Vadeli mevduat faiz gelirleri	192.722	25.292	16.719	5.441	59.120
Yatırım Faaliyetlerinden Kur Farkı Gelirleri	-	-	-	-	2.189.542
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlık Satış Karı	50.999	1.733	237.977	489.829	-
Hisse Seneti GUD Farkı	-	-	137.597	-	-
Eurobond Kupon Geliri	-	-	206.998	-	582.529
Menkul kıymet satış geliri	122	1.318.487	-	-	6.377
Türev İşlemlerinden Gelirler (VİOP)	-	-	1.576.671	55.525	4.024.273
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler(-)	-	-1.049.636	-1.794.567	-270.285	-135.360
Yatırım Faaliyetlerinden Kur Farkı Giderleri	-	-	-1.507.566	-	-
Menkul kıymet satış zararı	-	-360.453	-	-	-
Menkul kıymet değer düşüklük	-	-	-55.234	-	-32.413
Türev İşlemlerinden Gelirler (VİOP)	-	-689.183	-231.767	-270.285	-102.947
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/(Giderler) (Net)	243.843	295.876	381.395	280.510	6.726.480

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.1.6. Kârlılık

Şirket'in ana faaliyetinin uzun soluklu taahhüt projeleri olması itibarıyla alınan bazı büyük projelerde daha az kar barındıran malzeme kısmının, gelir ve maliyetleri ile daha karlı olan mühendislik ve saha hizmetleri farklı yıllara yansıyabilmektedir. Dolayısıyla brüt kar marjları yıldan yıla dalgalanabilmektedir.

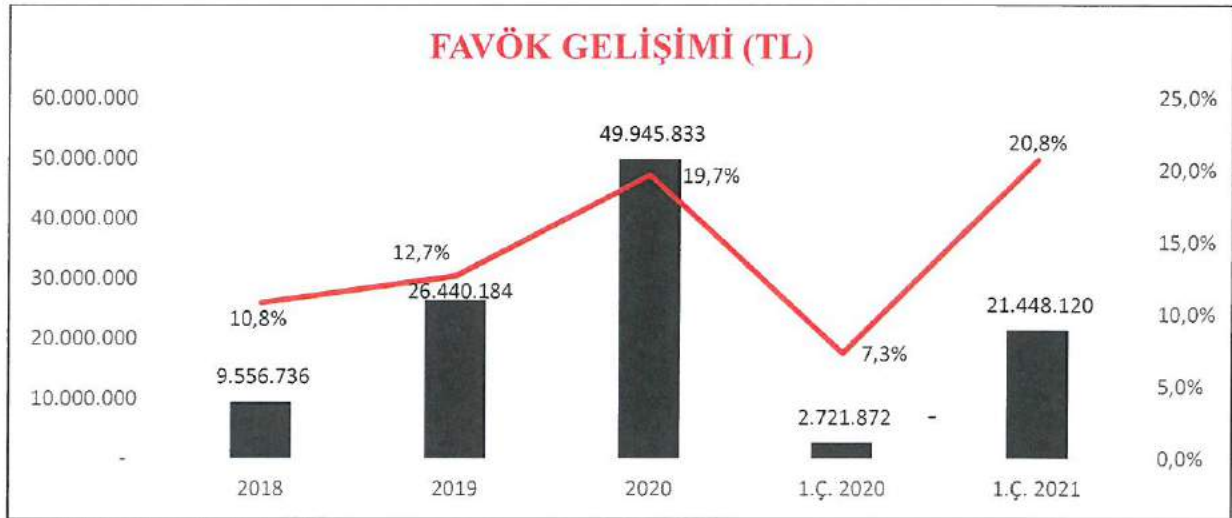
Brüt kar marjı 2018 ve 2019'da sırasıyla %19,07 ve %25,87 iken 2020 yılında %33,50 olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar marjı çeyrek bazda incelendiğinde ise 2020 yılının ilk çeyreğinde %29,3 iken 2021 yılının aynı döneminde %36,5 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in FAVÖK marjı son üç yılda önemli oranda yükselmiştir. Şirket'in FAVÖK marjı 2019 ve 2020 yıllarında bir önceki yıla göre sırasıyla %177 ve %89 artmıştır. 2020 yılında FAVÖK marjındaki artışın temel nedeni bir önceki yıla oranla %7 azalan satılan malın maliyetinden kaynaklanmaktadır. FAVÖK, 2018 yılına kıyasla yaklaşık 5,23 kat büyümüştür.

Şirket'in net karı 2019 senesinde bir önceki seneye göre %263 artmıştır. 2020 senesine baktığımızda ise net kar bir önceki senenin aynı dönemine kıyasla %69 artmıştır. Net kar marjı son 3 tam senede sırayla %5,53, %8,49, %11,80 olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılının ilk çeyrek finansalları incelendiğinde net karın ve net kar marjının bir önceki senenin aynı dönemine kıyasla sırasıyla %681 ve %180 arttığı gözlemlenmektedir.

KARLILIK					
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Brüt Kâr	16.814.422	53.902.012	84.909.088	10.861.314	37.663.294
Değişim Y/Y	-	221%	58%	-	247%
Brüt Kar Marjı	19,07%	25,87%	33,50%	29,30%	36,50%
FAVÖK	9.556.536	26.440.184	49.945.833	2.721.872	21.448.120
Değişim Y/Y	-	177%	89%	-	688%
FAVÖK Marjı	10,80%	12,70%	19,70%	7,30%	20,80%
Net Kar	4.872.216	17.688.652	29.912.293	2.107.700	16.460.925
Değişim Y/Y	-	263%	69%	-	681%
Net Kar Marjı	5,53%	8,49%	11,80%	5,69%	15,93%

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.2.Bilanço

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.03.2021 tarihli bilançosu aşağıda sunulmuştur:

BİLANÇO (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Dönen Varlıklar	69.573.490	125.808.738	246.499.688	213.947.227
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.831.559	6.572.041	53.117.914	52.820.238
Finansal Yatırımlar	-	-	18.511.227	11.168.228
Ticari Alacaklar	34.058.905	52.334.335	69.593.494	53.713.136
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>31.047.913</i>	<i>52.326.045</i>	<i>67.053.347</i>	<i>49.290.931</i>
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>3.010.992</i>	<i>8.290</i>	<i>2.540.147</i>	<i>4.422.205</i>
Diğer Alacaklar	2.500.122	31.880	544.741	185.813
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>46.345</i>	<i>30.191</i>	<i>544.741</i>	<i>185.813</i>
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>2.453.777</i>	<i>1.689</i>	-	-
Müşteri sözleşmelerinden doğan varlıklar	8.644.704	53.198.078	52.341.833	52.104.688
Stoklar	4.403.466	3.358.551	1.302.431	2.560.146
Peşin Ödenmiş Giderler	6.839.789	4.163.455	42.205.906	31.118.210
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	608.963	1.121.877	1.630.362	1.922.252
Diğer Dönen Varlıklar	6.685.983	5.028.521	7.251.780	8.354.516
Duran Varlıklar	1.529.091	1.997.672	10.312.234	12.163.372
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	123.445
Maddi Duran Varlıklar	1.415.134	1.931.720	10.206.169	11.952.974
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	113.957	65.952	106.065	86.953
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	<i>1.451</i>	-	<i>86.667</i>	<i>79.193</i>
<i>Kullanım Hakkı Varlıkları</i>	<i>112.506</i>	<i>65.952</i>	<i>19.398</i>	<i>7.760</i>
TOPLAM VARLIKLAR	71.102.581	127.806.410	256.811.922	226.110.599

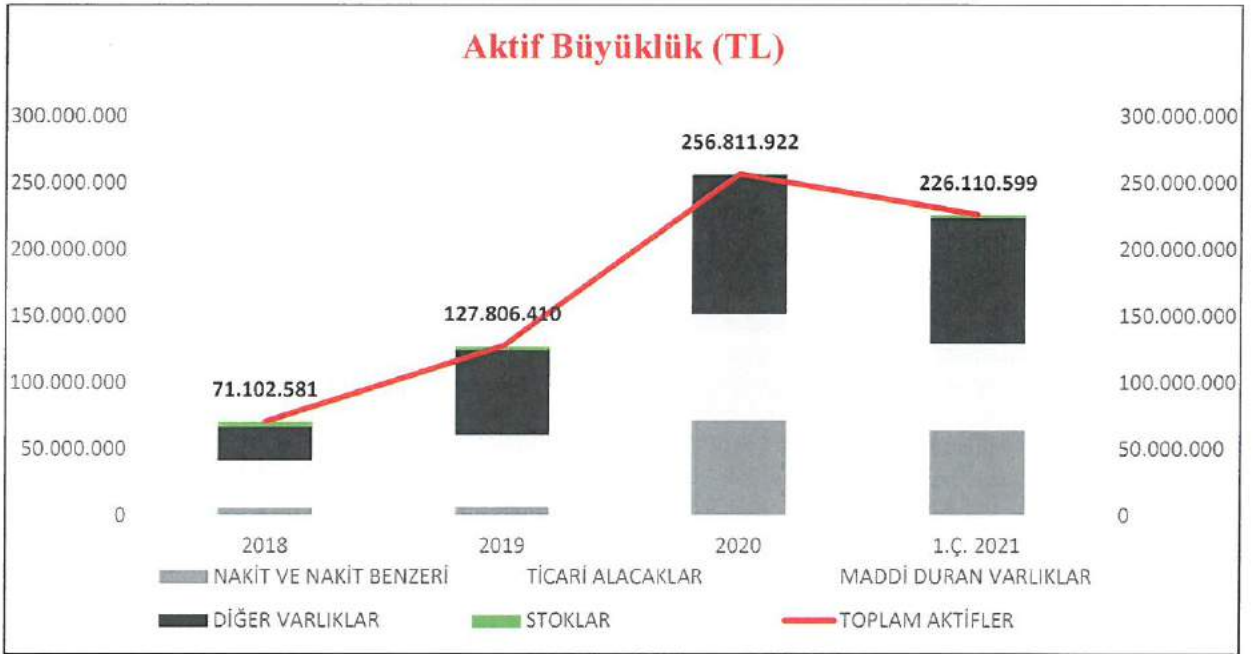
Kısa Vadeli Yükümlülükler	63.692.352	98.554.652	170.175.858	117.429.351
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2.259.501	16.132.292	38.738.583	42.475.993
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	3.731.234	2.269.236	8.475.518	9.687.587
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	60.000	60.000	23.982	9.794
Ticari Borçlar	28.591.638	32.076.067	30.006.755	21.181.947
-İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar	28.590.720	16.924.214	28.473.405	19.733.540
-İlişkili Taraplara Ticari Borçlar	918	15.151.853	1.533.350	1.448.407
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	818.361	579.715	953.850	1.368.573
Diğer Borçlar	-	3.310.237	-	-
-İlişkili Taraplara Diğer Borçlar	-	3.310.237	-	-
Ertelenmiş Gelirler	23.871.932	38.715.495	91.048.498	39.944.085
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	131.150	295.865	599.682	2.113.569
Kısa Vadeli Karşılıklar	79.660	104.007	298.990	617.803
-Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	-	12.008	12.008	12.008
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	79.660	91.999	286.982	605.795
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.148.876	5.011.738	30.000	30.000
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.865.613	7.022.738	23.139.789	28.805.219
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.291.296	1.923.551	11.774.265	11.658.845
Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	58.450	15.156	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	253.517	343.840	739.417	1.040.718
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	253.517	343.840	739.417	1.040.718
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	262.350	4.740.191	10.626.107	16.105.656
ÖZKAYNAKLAR	4.544.617	22.229.019	63.496.275	79.876.029
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4.544.617	22.229.019	63.496.275	79.876.029
Ödenmiş Sermaye	5.000.000	5.000.000	20.000.000	20.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	56.885	52.635	-175.442	-256.614
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	-5.384.484	-512.268	13.759.424	43.671.717
Net Dönem Karı / Zararı	4.872.216	17.688.652	29.912.293	16.460.925
TOPLAM KAYNAKLAR	71.102.581	127.806.410	256.811.922	226.110.599

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.2.1. Aktif Büyüklük

31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla Şirket'in toplam aktif büyüklüğü 256,81 milyon TL olup, bir önceki yılın aynı dönemine göre %101 artış göstermiştir.

2021 yılının ilk çeyrek finansallarına göre toplam aktifler yaklaşık 226,1 milyon TL'dir. Aktiflerin %28'ini nakit ve nakit benzeri (finansal yatırımlar nakit ve nakit benzeri olarak değerlendirilmiştir), %5'ini maddi duran varlıklar, %1'ini stoklar, %24'ünü ticari alacaklar ve %42'sini ise diğer varlıklar kalemi oluşturmaktadır.



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.2.1.1. Nakit ve benzerleri:

Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 2019 yılında bir önceki seneye göre %12,7 artarak 6,6 milyon TL olurken, 2020 yılında yıllık bazda 8 katına çıkarak 53,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılındaki artış Şirket'in Euro bazlı vadesiz mevduatının 38,2 milyon TL'ye yükselmesi sebebiyle gerçekleşmiştir (2019: 1,0 milyon TL). 2021 yılının ilk çeyreğinde nakit ve nakit benzerleri 52.820.238 TL olarak gerçekleşmiştir.

*Finansal yatırımlar kaleminde bulunan menkul kıymet bakiyeleri de net borç değeri hesaplanırken nakit benzeri olarak kabul edilmiştir. (31.12.2020 tarihli denetim raporuna göre 18.511.227 TL, 31.03.2021 tarihli denetim raporuna göre 11.168.228 TL)

**Nakit ve Nakit benzerlerinde yer alan "bloke mevduatlar" kalemi net borç değeri hesaplanırken değerlemeye katılmamıştır. (bkz. 3.2.3)

3.2.1.2. Ticari Alacaklar:

Şirket'in ticari alacakları 2019 yılında bir önceki yıla göre %53,7 artış ile 52,3 milyon TL olurken, 2020 yılında yine yıllık bazda %33,0 artışla 69,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Ticari alacaklardaki artışlar 2019 yılında alıcılar kalemindeki, 2020 yılında ise alacak senetlerindeki artışlardan kaynaklanmaktadır. Alacak senetleri müşteri çeklerinden oluşmaktadır. 31.03.2021 döneminde yapılan tahsilatlar ve müşteri vadelerinde yaşanan iyileşme ticari alacakların azalmasını sağlamıştır. 31.03.2021 tarihinde ticari alacaklar 53,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

3.2.1.3. Diğer Alacaklar:

Şirket'in diğer alacaklarında önemli yer tutan bir diğer kalem müşteri sözleşmelerinden alacaklar ve borçlar kalemi olmuştur. Bu kalem devam eden taahhüt sözleşmelerinden doğan alacak ve borçlardan oluşmaktadır. 2019 yılında 2018 yılına göre 6 kat artan kalem, 2020 yılında ise bir önceki yıla oranla %1,6 azalmıştır. 31.03.2021 tarihinde müşteri sözleşmelerinden oluşan alacak tutarı 52.104.688 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu tutar 2020 seviyelerine yakın bir düzeydedir.

3.2.1.4. Stoklar:

Şirket'in stokları ilk madde ve malzemeden oluşmaktadır. Yıllara göre bakıldığında stokların düşüş eğiliminde olduğu anlaşılmaktadır. 2018 yılında yaklaşık 4,4 milyon TL olan stoklar, 2020 yılında 1,3 milyon TL'ye düşmüştür. 2021 yılının 1.çeyreğinde ise 2,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

3.2.1.5. Duran Varlıklar:

Şirket faaliyetleri proje bazlı olduğundan duran varlıkları bilançosunda önemli bir yer kaplamamaktadır. 2020 yılında maddi duran varlıklardaki %428'lik artışla birlikte, toplam duran varlıklar da %416 artış göstermiştir. Bu artış genel merkez binasının alımı ile ilgilidir. 2020 yılında satın alınan binanın akıllı ve çevreci bir binaya dönüştürülmesi için 2021 yılının ilk çeyreğinde yatırımlar devam etmiş ve binalar hesabı %15 artış göstermiştir. Bu artışın etkisiyle duran varlıklar 12,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

3.2.2. Mali Yapı Oranları

MALİ YAPI ORANLARI	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler / Toplam Aktifler)	%94	%83	%75	%65
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı	%90	%77	%66	%52
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı	%4	%5	%9	%13
Özkaynaklar/Aktif Toplamı	%6	%17	%25	%35
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	14,65x	4,75x	3,04x	1,83x

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

Kaldıraç oranı, Şirket'in aktifleri ile yükümlülüklerini karşılama oranını göstermektedir. Şirket'in kaldıraç oranı incelendiğinde 2018 yılından 2020 yılına yaklaşık %20'lik iyileşme gözlemlenmektedir. 2021 senesi ilk çeyreği incelendiğinde olumlu yönde ayrışmanın devam ettiği ve kaldıraç oranının %65'e düştüğü gözlemlenmektedir. Kaldıraç oranı hesaplanırken dikkate alınan toplam yükümlülüklerde ağırlıklı pay aşağıda da anlatıldığı üzere kısa vadeli borçlar kaleminde.

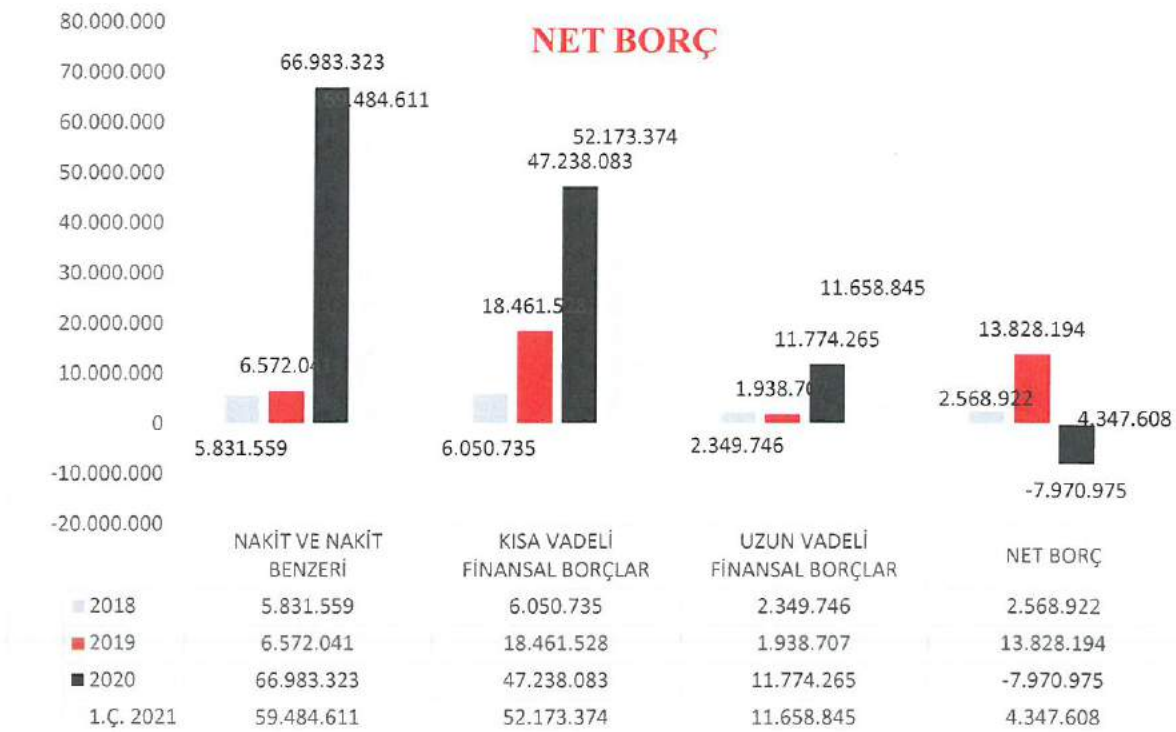
Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerinin toplam aktiflere oranı 2018 yılında %90 iken, 2019 döneminde ortalama %77 düzeyinde seyretmiş, 2020 yılında ise %66'ya düşmüştür. 2020

yılında kısa vadeli yükümlülüklerin içinde en büyük pay %28 ile kısa vadeli borçlar ve %54 ile ilişkili olmayan taraflardan alınan avanslardan oluşmaktadır (sırasıyla 47.238.083 TL ve 91.048.498 TL). 2020 yılında kısa vadeli borçlar 2019 yılının aynı dönemine göre %156 artmıştır. 2021 yılının ilk çeyreğinde kısa vadeli yükümlülükler toplamı 117.429.351 TL olmuş, buna göre aktif toplamına oranı ise %52 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in kısa vadeli borçlanmaları ve uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları (kiralama işlemlerinden yükümlülükler de dahil); 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sırasıyla 6.050.735 TL, 18.461.528 TL ve 47.238.083 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamın 2021 yılı ilk çeyrek finansallarında 52.173.374 TL'ye yükseldiği anlaşılmaktadır. Söz konusu bakiyeler finansal kiralama yükümlülükleri dışında banka kredilerinden oluşmaktadır. Banka kredileri hem yabancı para hem de TL kredilerinden oluşmaktadır. 2020 yılındaki artış, 2020 yılında tüm dünyayı etkisi altına alan Covid - 19 pandemisi nedeniyle ihtiyatlı davranmak amacıyla Şirket'in likiditesini iyileştirme amaçlı gerçekleşmiştir. Şirket'in nakit pozisyonu bu şekilde güçlendirilmiştir.

IFRS 16 standardına göre, Şirket'in kiralama sözleşmelerinden doğan hakları ve yükümlülükleri, varlık ve yükümlülük olarak bilançosunda gösterilmelidir. 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla kısa vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülük tutarları 60.000 TL ve 23.982 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 ilk çeyrek finansallarında ise bu rakam 9.794 TL'dir.

3.2.3. Net Borç



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

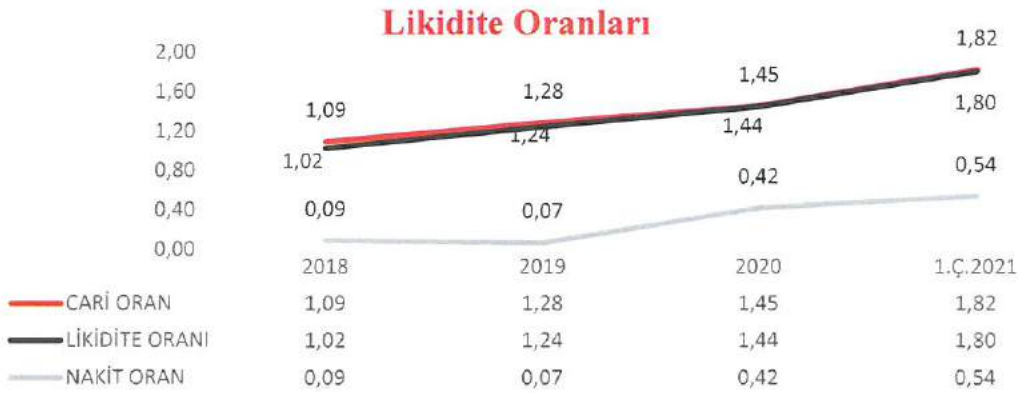
[Handwritten signature and stamp]

Şirket'in nakit ve nakit benzerleri; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sırasıyla 5.831.559 TL, 6.572.041 TL ve 66.983.323 TL olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli finansal borçlar sırasıyla 6.050.735 TL, 18.461.528 TL, 47.238.083 TL ve uzun vadeli borçlar sırasıyla 2.349.746 TL, 1.938.707 TL, 11.774.265 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu verilerin ışığında net borç 2018 yılında 2.568.922 TL, 2019 yılında 13.828.194 TL ve 2020 yılında ise -7.970.975 TL hesaplanmıştır.

2021 yılı ilk çeyrek finansalları incelendiğinde, nakit ve nakit benzerlerinin azalması ve kısa vadeli borçların artması sonucu net borç 4.347.608 TL hesaplanmıştır.

*Nakit ve nakit benzerleri kırılımında yer alan "blokeli mevduatlar" kalemi net borç hesaplamasına dahil edilmemiştir. (2020 yıl sonu ve 2021 1.çeyrek blokeli mevduatlar rakamı sırasıyla 4.645.818 TL, 4.503.855 TL)

3.2.4. Likidite Oranları



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

Cari oran : Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler

Asit – Test oranı : (Dönen Varlıklar - Stoklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler

Nakit oran : Nakit ve Nakit Benzerleri / Kısa Vadeli Yükümlülükler

2018 - 2020 dönemi ve 2021 ilk çeyrek finansalları incelendiğinde Şirket'in cari, likidite ve nakit oranlarının artış eğiliminde olduğu gözlenmiştir, bu da Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama konusunda daha güçlü bir yapıya ulaştığını göstermektedir.

3.2.5. İşletme Sermayesi

Şirket'in 2018 - 2020 dönemlerinde işletme sermayesi oranlarının dalgalanma gösterdiği görülürken, 2020 yılında ise Covid - 19 sürecinden dolayı, bir önceki yıla göre tahsilat sürelerinde artış gözükmemektedir. Ortalama borç ödeme sürelerine bakıldığında ise 2020 yılında düşüş gözlenmektedir.

DEVİR HIZLARI				
Gün	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Ortalama Tahsilat Süresi	141	92	100	61
Ortalama Stok Tutma Süresi	23	8	3	4
Ortalama Borç Ödeme Süresi	146	76	65	37

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

4. Değerleme

4.1. Değerleme Yöntemleri

YEO'nun pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen iki temel değerlendirme yöntemi kullanılmıştır:

- Pazar Yaklaşımı Kapsamında
 - Piyasa Çarpanları Analizi (FD/FAVÖK) – %30
 - Yurt Dışı Benzer Şirketler
- Gelir Yaklaşımı Kapsamında
 - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) – %70

4.1.1. Piyasa Çarpanları Analizi

Bu yöntemde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin ve bunun yanı sıra ilgili endekslerin değerlendirme çarpanları karşılaştırılarak şirket değeri belirlenmektedir.

Şirket'in çarpan analizi yönteminde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanı aşağıda yer almaktadır:

Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK)*: İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

*Çarpan analizi yapılırken işlem hacmi yüksek BIST-100 şirketleri ve buna ek olarak Şirket'in halka arz sonrası ana pazarda işlem görmesi öngörüldüğü için ana pazar şirketleri incelenmiştir. YEO ile benzer faaliyetlerde bulunan yurt içi şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları uç değer veya anlamsız (tanımsız) olduğundan sadece yurt dışı piyasalarda işlem gören benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanı baz alınarak analiz yapılmıştır.

4.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (INA)

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

Tahmini nakit akışlarını bugünkü değere indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti” (AOSM) kullanılmaktadır. AOSM, Şirket’in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

İNA yöntemi Şirket’in öngörülleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminin değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

4.2. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

Global Menkul Değerler olarak yapmış olduğumuz değerlendirme çalışmasında aşağıdaki temel veriler ve varsayımlar kullanılmıştır:

- Değerleme çalışmasında Şirket tarafından sağlanan 2018, 2019, 2020 mali yılları ve 2021 ilk çeyrek dönemi bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablolar kullanılmıştır,
- Şirket değeri hesaplanırken indirgenmiş nakit akımları analizinde oluşturulan projeksiyonlar Covid – 19’un yarattığı belirsizlikler göz önüne alınarak temkinli bir anlayışla hazırlanmış ve 2022 yılı itibari ile Şirket’in ortalama yıllık %18 ile büyüyeceği varsayılmış, sonsuz büyüme oranı ise %4,0 kabul edilmiştir,
- Şirket değeri hesaplanırken son 3 mali yılda işletme giderlerinin net satışlara oranı %12,1 iken, projeksiyon döneminde %14,3 hesaplanmıştır,
- 2020 yılı ve 2021 1. çeyrek FAVÖK marjı sırasıyla %19,7 ve %20,8 olarak gerçekleşmesine rağmen 2021 – 2025 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde FAVÖK marjı %16,0 hesaplanmıştır,
- Şirket değeri hesaplamasında kullanılan çarpan analizinde son 12 ay FAVÖK rakamı kullanılmıştır. 01.04.2020 – 31.03.2021 aralığında Şirket’in yarattığı FAVÖK 68,67 mn TL olarak hesaplanmıştır,
- Çarpan analizinde kullanılan FAVÖK rakamı hesaplanırken esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler ile yatırım faaliyetlerinden gelirler ve giderler kalemleri söz konusu hesaplama katılmamıştır,
- Şirket’in hem piyasa çarpanları analizinde kullanılan FD/FAVÖK rakamları hem de indirgenmiş nakit akımları analizinde kullanılan risksiz faiz oranı 23.06.2021 tarihinde güncellenmiş ve hesaplamalar bu tarihteki değerlere göre yapılmıştır.

4.3. Çarpan Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri

FD/FAVÖK – Söz konusu çarpan, şirketin operasyonel karlılığını, diğer muhasebe ve finansal faktörleri dışarıda bırakarak, nakit akışını yansıtan FAVÖK kalemini baz alması nedeniyle en çok kullanılan değerleme yöntemlerinden biridir. Operasyonel karlılığı ve nakit akışlarını ön plana almasından dolayı benzer şirketler ile karşılaştırmayı olumsuz etkileyebilecek unsurlardan arınmış olan FAVÖK rakamının çalışmada karşılaştırma açısından daha uygun bir ölçüt olduğu öngörülmüş ve FD/FAVÖK çarpanı çarpan analizinde kullanılmıştır.

Yurt içi benzer şirket analizi - Yurt içinde Borsa İstanbul'da işlem gören, ana faaliyet konusu YEO ile benzer olan Kontrolmatik (KONTR), Orge Enerji Elektrik (ORGE), Anel Elektrik (ANELE), San-El Mühendislik (SANEL)'in analize dahil edilmesi düşünülmüş fakat firma bazında uç değer veya tanımsız FD/FAVÖK çarpanları dolayısıyla analizden çıkarılmıştır.

Yurt dışı benzer şirket analizi - Yurt Dışı Çarpan Analizi'nde kullanılan Uluslararası Benzer Şirketlerin Bilgileri ve FD/FAVÖK çarpanları "Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları" tablosunda yer almaktadır. Yurt dışı benzer şirket çarpanları tablosu hazırlanırken hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerden YEO'nun faaliyet alanlarına uygun şirketler seçilmiş ve değerlemeye dahil edilmiştir.

FD/FAVÖK çarpanına göre hesaplanan piyasa değeri aşağıdadır:

YURT DIŞI BENZER ŞİRKET ÇARPANLARI			
Şirketler	Menşei	Açıklama	FD/FAVÖK
Avanceon Ltd.	Pakistan	Üretim teknolojisi süreçleri ve sistemlerinin tasarımı ve geliştirilmesi	16,80x
CACI International	Amerika Birleşik Devletleri	Sistem entegrasyonu, mühendislik ve bilgi güvenliği gibi alanlarda teknoloji ürünleri ve hizmetleri	11,08x
ICF International	Amerika Birleşik Devletleri	Yönetim ve teknoloji danışmanlığı ile beraber altyapı ve kurulum uygulamaları	12,54x
Pae Inc.	Amerika Birleşik Devletleri	Operasyonel destek, altyapı operasyonları, yönetim ve bakım, lojistik, güvenlik, bakım onarım, revizyon ve bilgi optimizasyonu hizmetleri	8,60x

Leidos Holdings	Amerika Birleşik Devletleri	Mühendislik, sistem entegrasyonu, teknik servis ve çözümleri	14,02x
Science Application	Amerika Birleşik Devletleri	Mühendislik ve teknoloji alanlarında modernizasyon, entegrasyon, kurulum ve çözüm hizmetleri	11,35x
Serco Group	İngiltere	Tesislerin, projelerin ve bilgi teknolojisi sistemlerinin yönetimi	6,85x
TietoEVERY	Finlandiya	Akıllı otomasyon, modernizasyon, anahtar teslim proje çözümleri, danışmanlık hizmetleri	11,01x
ManTech International	Amerika	Bilgi teknolojileri, mühendislik, teknik servis ve güvenlik sistemleri üzerine müteahhitlik hizmetleri	15,79x
Avid Technology*	Amerika	Sistem entegrasyonları, anahtar teslim yeşil proje, elektrikli araç bataryaları ve yazılım geliştirmeleri	28,87x
Secunet Security*	Almanya	Veri güvenlik çözümleri, şirketlerin dijitalleşmesi projelerine danışmanlık	38,79x

Kaynak: Bloomberg Terminal

*Avid Technology ve Secunet Security şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanları uç değer olarak değerlendirilmiş ve analize dahil edilmemiştir.

Bu veriler doğrultusunda toplam 9 şirketin FD/FAVÖK çarpanları değerlemeye katılmış ve medyan değeri dikkate alınmıştır. Değerlemeye katılan 9 yurt dışı benzer şirketin medyanı 11,35x bulunmuş ve YEO'nun piyasa değerinin bulunmasında kullanılmıştır.

Yurt dışı benzer şirketler 12 aylık ortalama FD/FAVÖK çarpanı medyanı ve YEO'nun son 12 ay FAVÖK gerçekleştirmelerine göre firma değeri 779,43 milyon TL olarak hesaplanmış, Şirket'in net borç rakamı düşülerek 775,08 milyon TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

YEO'nun 20 milyon TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan iskonto öncesi pay başına değer 38,75 TL'dir.

SON 12 AY FAVÖK DEĞERİNİN BELİRLENMESİ	
FAVÖK (milyon TL)	
2020 1. Çeyrek FAVÖK	2,72
2020 Yıl Sonu FAVÖK	49,95
2021 1. Çeyrek FAVÖK	21,45
Son 12 Ay FAVÖK	68,67

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları, Global Menkul Değerler

FD/FAVÖK ÇARPANINA GÖRE PİYASA DEĞERİNİN BELİRLENMESİ	
FD/FAVÖK Çarpanı	
Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı	11,35x
YEO Son 12 Ay (1.Ç-2021) FAVÖK (mn TL)	68,67
Firma Değeri (mn TL)	779,43
2021 1. Çeyrek İtibarıyla Net Borç (mn TL)	4,35
Özsermaye Değeri (mn TL)	775,08
Ödenmiş Sermaye (31.03.2021) (mn TL)	20,00
Pay Başına Değer (TL)	38,75

Kaynak: Bloomberg, Şirket Bağımsız Denetim Raporları, Global Menkul Değerler

4.4.İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemine Göre Şirket Değeri

4.4.1. Varsayımlar

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında kullanılan varsayımlar, Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş finansal verilerini ve gelecek yıllara ilişkin beklentileri yansıtacak şekilde oluşturulmuştur. İNA modelinde kullanılan varsayımlara ve öngörülere ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.

4.4.1.1. Satış Projeksiyonları:

Şirket, gelirlerini proje taahhüt faaliyetleri ve ticari ürün satış faaliyetleri gelirlerinden sağlamaktadır.

Proje gelirleri dört ana grupta gösterilmiştir:

- 2020 yılından devir olan ve devam etmekte olan projeler,
- 2021 yılında sözleşmesi imzalanmış kesinleşmiş projeler,
- Şirket'in teklif verdiği ve kısa listede olduğu, Şirket yönetiminin projeyi alma ihtimalinin %50'nin üzerinde değerlendirdiği projeler,
- Şirket'in iş geliştirme ekibinin takip ettiği potansiyel projelerden geçmişteki teklif/proje alma oranına göre alınacak projeler.

Devam etmekte olan projelerin çoğunluğu 2021 yılı içinde olmak üzere önümüzdeki dönemde faturalandırılacaktır. Devam etmekte olan projeler ile 2021 yılında elde edilmesi beklenen hasılat yaklaşık olarak 127,87 milyon TL tutarındadır. Devam etmekte olan projeler ile 2021 yılı gelir

projeksiyonlarının %31,5'ini karşılayacak düzeyde gelir elde edilmesi planlanmaktadır. Bu satışların %25,2'si Amerikan Doları, %68,1'i Avro, %6,7'si ise Türk Lirası döviz cinsindendir.

Şirket 2021 yılında Nisan ayı sonuna kadar 173.816.879 TL tutarında sözleşme imzalamış olup, bu projelerin 165.671.312,56 TL'si aynı yıl içinde faturalandırılacaktır. 2021 yılında imzalanan sözleşmeler ile 2021 yılı gelir projeksiyonlarının %40,8'ini karşılayacak düzeyde gelir elde edilmesi planlanmaktadır. İmzalanan sözleşme tutarlarının %33,6'sı Amerikan Doları, %10,5'i Avro, %55,9'u ise Türk Lirası döviz cinsindendir. Yine bu projelerin %27'si ihracat, %73'ü ise yurt içi müşterilere aittir. Sözleşmelerde kalan %4,7'lik bakiyenin ise bir sonraki yılda faturalanacağı öngörülmektedir.

Şirket yönetimi tarafından takip edilen ve teklif verilen 661.033.623 TL tutarındaki (ağırlıklı olarak Amerikan Doları ve Avro cinsinden) projelerin yaklaşık %58'inin alınabileceği öngörülmüştür. Bu oran hesaplanırken kazanılma ihtimali %50 ve üzerinde olanlar dikkate alınmıştır. Bununla birlikte, söz konusu teklif aşamasında olan projelerin hak edişlerinin %15'inin 2021 yılında gelire dönüşeceği öngörülmektedir. Kalan bakiyeler ise 2022 ve sonraki yıllarda gelir yaratacaktır.

Şirket'in iş geliştirme ekibinin takip ettiği potansiyel projelerin geçmiş tecrübelerle dayanılarak %25'inin proje olarak kabul edileceği öngörülmüştür. İş geliştirme ekibinin takip ettiği proje sayısı 100'ün üzerinde olup, yaklaşık toplam tutarı 2 milyar TL'nin üzerinde olan bir portföy bulunmaktadır. Bu portföy sürekli olarak güncellenmektedir. Geçmiş tecrübelerle göre alınabilecek projelerin 2021 yılına gelir olarak yansıyacak tutarı toplam proje büyüklüğünün %5'i olarak tahmin edilmiştir.

Satış hasılatındaki dalgalanma, tümevarım yaklaşımıyla detaylandırılmış projeksiyon çalışmasındaki projelerin büyüklüklerinin ve tamamlanma sürelerinin yıldan yıla farklılık göstermesinden ve hak edişlerinin yıllara yayılmasından kaynaklanmaktadır.

Ticari ürün satış faaliyetlerinden elde edilen gelirin 2020 yıl sonu hasılatı içindeki payı %10,9 düzeyindedir. Ticari ürün satışları projeksiyonlara %6,4 - %6,7 aralığında dahil edilmiştir. 2021 yılı Mart sonuna kadar yapılan ticari ürün satışları 13.886.751 TL olarak gerçekleşmiştir (2021/03 hasılatı içindeki payı: %13,4).

Bu varsayımlara göre oluşan gelir - gider projeksiyonları aşağıdaki gibidir:

GELİR TABLOSU PROJEKSİYONLARI						
Mn TL	1.Ç. 2021*	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	103,32	405,7	507,12	608,55	699,83	769,82
<i>Büyüme Oranı (%)</i>	<i>%179</i>	<i>%60</i>	<i>%25</i>	<i>%20</i>	<i>%15</i>	<i>%10</i>
Satışların Maliyeti (-)	65,66	283,99	354,99	425,98	489,88	538,87
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%64</i>	<i>%70</i>	<i>%70</i>	<i>%70</i>	<i>%70</i>	<i>%70</i>
Brüt Kâr	37,66	121,71	152,14	182,56	209,95	230,95
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>%36,50</i>	<i>%30</i>	<i>%30</i>	<i>%30</i>	<i>%30</i>	<i>%30</i>
Faaliyet Giderleri (-)	-16,81	-58,12	-72,65	-87,18	-100,25	-110,28
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%16,30</i>	<i>%14,30</i>	<i>%14,30</i>	<i>%14,30</i>	<i>%14,30</i>	<i>%14,30</i>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (+)	0,36	-	-	-	-	-
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%0,30</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Faaliyet Kârı	21,21	63,59	79,49	95,39	109,7	120,67
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%20,50</i>	<i>%15,70</i>	<i>%15,70</i>	<i>%15,70</i>	<i>%15,70</i>	<i>%15,70</i>
Amortisman	0,24	1,3	1,52	1,74	1,96	2,18
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%0,30</i>	<i>%0,30</i>	<i>%0,30</i>	<i>%0,30</i>	<i>%0,30</i>	<i>%0,30</i>
FAVÖK	21,45	64,89	81,01	97,13	111,66	122,85
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>%20,8</i>	<i>%16,0</i>	<i>%16,0</i>	<i>%16,0</i>	<i>%16,0</i>	<i>%16,0</i>

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları, Global Menkul Değerler

*2021 senesi 1.çeyrek gerçekleştirmelerine istinaden denetim raporundan alınmıştır.

Satışların maliyeti ağırlıklı olarak satılan mal ve hizmet maliyetlerinden oluşmaktadır. 2021 - 2025 yılları gelir tablosu projeksiyonunda satışların maliyeti oranları; Şirket'in son iki yıl içindeki faaliyetlerinin, gelecek dönemlere referans olabilecek nitelikte projelerden oluşması ve Şirket'in hedefleri ile de uyumlu olması sebebiyle bu yılların ortalaması alınarak %70 olarak tahmin edilmiştir. Bu tahmin yapılırken, geçmiş iki yılda gerçekleşen maliyet oranları, devam eden projelerin maliyet oranları, teklif verilmiş ve kısa listede bulunan ve sözleşmeye dönüşme ihtimali %50'nin üzerinde olan potansiyel işlerin maliyet oranları dikkate alınmıştır. Söz konusu maliyet hesaplarında hammadde, işçilik ve genel üretim maliyetleri mevcuttur.

Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin projeksiyonu geçmiş yıllara ait gerçekleştirmelere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içinde en çok paya sahip olan gider kalemi %86 oranı ile komisyon giderleridir. Komisyon giderleri değişken bir gider olup satışın gerçekleşmesi halinde gerçekleşecek bir giderdir. Bir diğer önemli gider kalemi ise ücretler kalemidir. Ücret Şirket'in sabit giderlerinden olup her halükarda katlanmak zorunda olduğu giderlerdir. Ücret giderlerinin toplam gider içindeki payı ise %4 civarında tahmin edilmiştir. Bunların dışında dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler, fuar-sergi seyahat ve konaklama giderleri, kargo ve nakliye giderleri, depolama giderleri gibi görece olarak daha küçük kalemlerden oluşan giderler bulunmaktadır. Projeksiyon dönemi hazırlanırken Şirket'in

geçmiş finansalları ile uyumlu olmasına özen gösterilmiştir. Son 3 tam yıl incelendiğinde pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin satışlara oranı yaklaşık %10,0 iken projeksiyon döneminde söz konusu oran %12,8 olarak kabul edilmiştir.

Genel yönetim giderleri projeksiyonu geçmiş yıllara ait gerçekleştirmelere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir. Bu giderlerin tamamı sabit giderlerdir. Genel yönetim giderlerini oluşturan önemli kalemler; ücret giderleri, dışarıdan sağlanan faydalar ve amortisman giderleridir. Ücret giderlerinin genel yönetim giderleri içindeki payı %55 seviyesindedir. Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler giderinin toplam içindeki payı %20 seviyesindedir. Amortisman gideri ise %17 paya sahiptir. Bunların dışında sigorta giderleri, müşavirlik, denetim ve avukat giderleri, haberleşme giderleri, araç giderleri, kırtasiye giderleri gibi görece daha az paya sahip giderler bulunmaktadır. Son 3 tam yıl incelendiğinde genel yönetim giderlerinin satışlara oranı yaklaşık %2,0 iken projeksiyon döneminde söz konusu oran %1,5 olarak kabul edilmiştir. Bunun temel nedeni; Şirket hasılatı yabancı para cinsinden artarken, bunun karşısında genel yönetim giderlerinin enflasyon oranında artacağına varsayılmasıdır. 2020 yıl sonu ve 2021 1. Çeyrek finansalları bu varsayımı desteklemektedir (sırasıyla %1,5 ve %1,7).

SATIŞLARIN MALİYETİ VE FAALİYET GİDERİ TAHMİNLERİ										
Mn TL	2018	2019	2020	1.Ç. 2020	1.Ç. 2021	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Satışların Maliyeti	71,35	154,45	168,56	26,18	65,66	283,99	354,99	425,98	489,88	538,87
Değişim (%)	-	%116	%9	-	%151	%68,5	%25,0	%20,0	%15,0	%10,0
Satışlara Oranı (%)	%81	%74	%67	%71	%64	%70	%70	%70	%70	%70
Pazarlama, Satış ve Dağıtım	3,87	22,41	37,8	4,44	15	52,07	65,09	78,1	89,82	98,8
Satışlara Oranı (%)	%4,4	%10,8	%14,9	%12,0	%14,5	%12,8	%12,8	%12,8	%12,8	%12,8
Genel Yönetim Giderleri	2,55	3,58	3,78	0,82	1,81	6,05	7,56	9,08	10,44	11,48
Satışlara Oranı (%)	%2,9	%1,7	%1,5	%2,2	%1,7	%1,5	%1,5	%1,5	%1,5	%1,5

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları, Global Menkul Değerler

4.4.1.2. İşletme Sermayesi

- Şirket, ticari alacaklarını ticari borç ödeme süresine kıyasla daha uzun vadede tahsil etmektedir. Bu nedenle Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacı pozitif (+) olarak hesaplanmaktadır.
- İşletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken geçmiş yıllardaki ve son 12 aydaki ortalama alacak tahsil süreleri, ortalama stok devir süreleri ve ticari borç ödeme süreleri dikkate alınmış olup, ilgili gelir tablosu kalemlerine dair tahminler de kullanılarak Şirket'in gelecek dönemlerdeki işletme sermayesi değişimi/ihtiyacı tahmin edilmiştir.
- Ortalama tahsil, ortalama stok ve ortalama ticari borç ödeme sürelerinin önümüzdeki 5 yıl boyunca ortalama olarak sırasıyla 84 gün, 4 gün ve 59 gün seviyelerinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- Şirket; sermaye yönetiminde, bir yandan faaliyetlerinin sürekliliğini sağlamaya çalışırken, diğer yandan da borç ve özkaynak dengesini en verimli şekilde kullanarak karını artırmayı hedeflemektedir.

NET İŞLETME SERMAYESİ					
Mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	405,7	507,12	608,55	699,83	769,82
Ticari Alacaklar	93,82	117,27	140,72	161,83	178,02
<i>Ortalama Tahsilat Süresi</i>	<i>84</i>	<i>84</i>	<i>84</i>	<i>84</i>	<i>84</i>
SMM	283,99	354,99	425,98	489,88	538,87
Stoklar*	3,32	4,15	4,98	5,73	6,30
<i>Ortalama Stok Tutma Süresi</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>
Ticari Borçlar	46,15	57,69	69,23	79,61	87,57
<i>Ortalama Borç Ödeme Süresi</i>	<i>59</i>	<i>59</i>	<i>59</i>	<i>59</i>	<i>59</i>
<i>Net İşletme Sermayesi</i>	<i>50,99</i>	<i>63,73</i>	<i>76,48</i>	<i>87,95</i>	<i>96,74</i>
<i>Net İşletme Sermayesi İhtiyacı</i>	<i>10,01</i>	<i>12,75</i>	<i>12,75</i>	<i>11,47</i>	<i>8,79</i>

Kaynak: Global Menkul Değerler

4.4.1.3.Yatırım Harcamaları

Şirket'in 5 yıllık projeksiyonunda bulunan yatırımların yıllar itibarıyla dağılımı aşağıdaki gibidir:

YATIRIM HARCAMALARI					
Mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Kapasite Artırımı	3,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Bakım - Onarım	5,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Kaynak: Şirket Üst Yönetim

2021 yılında yapılacak olan 5.000.000 TL'lik yatırımın büyük bir bölümü yeni edinilen gayrimenkul için yapılacak olan geliştirme ve tefrişat harcamalarından ibarettir. Ayrıca aynı yıl kapasite artışı 3.000.000 TL olarak tahmin edilmiştir. Diğer yıllardaki yatırım harcamaları; eskime ve yıpranmaya yönelik makine teçhizat yenilemeleri, elektronik eşya yenilemeleri ve yine bina ve diğer sabit kıymetlerin bakım ve onarımından oluşmaktadır.

4.4.1.4. Değerleme Parametreleri

İNA yönteminde kullanılan değerleme parametreleri aşağıdaki gibidir:

AĞIRLIKLIL ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ (AOSM)					
	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
RİSKSİZ GETİRİ ORANI (%)	17,52	15,00	15,00	14,00	14,00
BETA	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
PİYASA RİSK PRİMİ (%)	6,50	6,00	6,00	6,00	6,00
BORÇLANMA MALİYETİ (%)	17,54	17,54	17,54	17,54	17,54
VERGİ ORANI (%)	23,00	21,00	18,00	18,00	20,00
VERGİ SONRASI BORÇ MALİYETİ (%)	13,51	13,86	14,39	14,39	14,03
SERMAYE MALİYETİ (%)	24,02	21,00	21,00	20,00	20,00
SERMAYE ORANI (%)	55,58	55,58	55,58	55,58	55,58
BORÇ ORANI (%)	44,42	44,42	44,42	44,42	44,42
AOSM (%)	19,35	17,83	18,06	17,51	17,35

Kaynak: Global Menkul Değerler

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında:

Risksiz faiz oranı:

- Risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvili oranı baz alınmıştır.
- 2021 yılı için 23 Haziran 2021 tarihinde geçerli olan 10 yıllık devlet tahvil getiri oranı olan %17,52 kullanılmıştır.
- Son dönemde faiz oranlarında yaşanan volatiliteden dolayı beklentilerin üzerinde seyreden Risksiz Getiri Oranı'nın yılın 2. yarısında yapılması planlanan faiz indirimleriyle beraber düşüşe geçeceği düşünülmüş ve 2022 - 2025 yılları arasında sırasıyla Risksiz Getiri Oranı %15,0, %15,0, %14,0, %14,0 projekte edilmiştir,
- Buna göre 2025 senesinde %14,0 olarak kabul edilen Risksiz Faiz Oranı'nın sonsuz büyüme değeri hesabında da sabit kalacağı varsayılmıştır.

Risk primi:

- Türkiye'nin risk primi 2021 yılı için %6,5 kabul edilmiştir. 2022 – 2025 döneminde risklerin azalması beklentisiyle yarım puanlık bir indirim ile Piyasa Risk Primi %6,0 olarak kabul edilmiştir.

Beta:

- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir dönem için pay getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistiki olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksini oluşturan tüm payların getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da "1,00" olarak hesaplanmaktadır.

Pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in payları henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak paya özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında "Beta = 1,00" olarak kabul edilmiştir.

Özkaynak maliyeti:

- Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM - Beklenen Getiri = Risksiz Faiz Oranı + Beta x Risk Primi) kullanılmıştır. Buna göre, özkaynak maliyeti 2021 – 2025 projeksiyon dönemi ve sonsuz büyüme değeri için sırasıyla %24,02, %21,00, %21,00, %20,00, %20,00 olarak hesaplanmıştır.

Borçlanma maliyeti:

- Şirket'in bağımsız denetimde son açıklanan finansalları üzerinden uzun ve kısa vadeli hem yerli, hem de yabancı para bazlı borçları için uygulanan faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması alınarak %17,54 hesap edilmiştir. Vergi sonrası borçlanma maliyeti tabloda gösterilmiş, yıllar bazında değişkenlik gösteren kurumlar vergisine göre ayrı ayrı hesaplanmıştır.

Kurumlar vergisi:

- 17 Kasım 2020 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan "Payları Borsa İstanbul Pay Piyasasında ilk defa işlem görmek üzere en az %20 oranında halka arz edilen kurumların (bankalar, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, finansman şirketleri, ödeme ve elektronik para kuruluşları, yetkili döviz müesseseleri, varlık yönetim şirketleri, sermaye piyasası kurumları ile sigorta ve reasürans şirketleri ve emeklilik şirketleri hariç) paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranı 2 puan indirimli olarak uygulanır. İndirimden yararlanılan hesap döneminden itibaren beş hesap dönemi içinde pay oranına ilişkin bu fıkra ile belirlenen şartın kaybedilmesi hâlinde, indirimli vergi oranı uygulaması nedeniyle zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler vergi ziyai cezası uygulanmaksızın gecikme faizi ile birlikte tahsil edilir" denilmektedir. Bu kanuna istinaden kurumlar vergisi, projeksiyon döneminde (2021 – 2024) sırasıyla %23, %21, %18, %18, 2025 senesi ve sonsuz değer hesabında ihtiyatlı davranmak adına %20 olarak alınmıştır.

Sonsuz Büyüme Oranı:

- İNA yönteminde sonsuz büyüme oranı %4,0 olarak kullanılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM):

- Yukarıda anlatılan varsayımlar üzerinden değerlendirme yapılmış ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin 2021 - 2025 dönemi için sırasıyla %19,35, %17,83, %18,06, %17,51, %17,35 (sonsuz değer hesabında da %17,35) olacağı öngörülmüştür.

4.4.1.5. İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yöntemi, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve yukarıda anlatılan birden fazla parametreye bağılı olması nedeniyle, herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Parametrelerin ve buna bağılı olarak projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay değerine ulaşılabilir.

Tüm bu varsayımlar altında aşağıda yer alan serbest nakit akışı projeksiyonları, %4,0 sonsuz büyüme oranı ve değişken AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 31 Mart 2021 bilanço tarihindeki 4,35 mn TL net borç düşüldüğünde 500,55 milyon TL özsermaye değerine ulaşılmaktadır.

İNA analizi sonucunda, YEO'nun 20 milyon TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan iskonto öncesi pay başına değer 25,03 TL'dir.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI					
Mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	405,7	507,12	608,55	699,83	769,82
<i>Büyüme</i>	%60	%25	%20	%15	%10
SMM (-)	-283,99	-354,99	-425,98	-489,88	-538,87
<i>SMM/Net Satışlar</i>	%70	%70	%70	%70	%70
Brüt Kâr	121,71	152,14	182,56	209,95	230,95
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	%30	%30	%30	%30	%30
İşletme Giderleri (-)	-58,12	-72,65	-87,18	-100,25	-110,28
<i>İşletme Giderleri/Net Satışlar</i>	%14,30	%14,30	%14,30	%14,30	%14,30
Faaliyet Kârı	63,59	79,49	95,39	109,7	120,67
<i>Faaliyet Kâr Marjı</i>	%15,70	%15,70	%15,70	%15,70	%15,70
Amortisman	1,3	1,52	1,74	1,96	2,18
FAVÖK	64,89	81,01	97,13	111,66	122,85
<i>FAVÖK Marjı</i>	%16	%16	%16	%16	%16
Vergi* (-)	-14,63	-16,69	-17,17	-19,75	-24,13
<i>Vergi Oranı</i>	%23	%21	%18	%18	%20
İşletme Sermayesi Değişimi	-10,01	-12,75	-12,75	-11,47	-8,80
Yatırım Harcamaları (-)	-8	-3	-3	-3	-3
Serbest Nakit Akımları	32,17	48,57	64,21	77,44	86,92
AOSM (%)	%19,35	%17,83	%18,06	%17,51	%17,35
İskonto Faktörü	0,88	0,75	0,63	0,55	0,47
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI	28,17	36,45	40,67	42,29	40,65

Kaynak: Global Menkul Değerler

*Kurumlar Vergisi hesaplamasında anlatılmıştır.

Mn TL	
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	188,24
Sonsuz Büyüme Oranı (%)	4,00
Sonsuz Değer	677,10
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	316,66
Firma Değeri	504,90
2021 1. Çeyrek Net Borç	4,35
Özsermaye Değeri	500,55
Ödenmiş Sermaye (31.03.2021)	20
Pay Başına Değer (TL)	25,03

Kaynak: Global Menkul Değerler

5. Sonuç

Şirket'in değerlemesinde hem çarpan analizi hem de indirgenmiş nakit akımları yöntemleri kullanılmıştır.

Çarpan analizi yapılırken yurt içi benzer şirket çarpanlarının uç değer veya tanımsız olması nedeniyle değerlemeye alınmamış, yurt dışı benzer şirket çarpanları ise nihai değerlemeye %30 oranında dahil edilmiştir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemine ise %70 ağırlık verilmiştir. Bu ağırlıklandırma sonucunda özsermaye değeri **582,91 milyon TL** olarak bulunmuştur.

DEĞERLEME SONUCU		
Mn TL		
İndirgenmiş Nakit Akımları	%70	350,39
Çarpan Analizi	%30	232,52
Değerleme Sonucu		582,91

Kaynak: Global Menkul Değerler

Bu değerlendirme sonucuna göre hesaplanan pay değeri 29,15 TL olarak belirlenmiştir. Elde edilen bu değere %31,38 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz pay fiyatı 20,00 TL olarak hesaplanmıştır.

BİRİM PAY DEĞERİ	
Mn TL	
Ödenmiş Sermaye	20
Değerleme Sonucu	582,91
Pay Değeri (TL)	29,15
Halka Arz İskontosu (%)	%31,38
Halka Arz Pay Değeri (TL)	20,00

Kaynak: Global Menkul Değerler