

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

Kontrolmatik Teknoloji Enerji ve Mühendislik A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Kontrolmatik Teknoloji Enerji ve Mühendislik A.Ş.	
Borsa Kodu	KONTR
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Kurumsal (Yurtiçi & Yurtdışı): %50 Yurtiçi Bireysel : %50
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	12-13 Ekim 2020
Halka Arz Öncesi Sermaye	30.000.000 TL
Sermaye Artırımı	6.250.000 TL
Ortak Satışı	1.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	36.250.000 TL
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Talep Toplama Fiyatı	6,90 TL
Halka Arz Büyüklüğü	50.025.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	207.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	250.125.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020/06	6,20
FD/FAVÖK 2020/06	9,30
PD/DD 2020/06	4,06

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020/06	7,49
FD/FAVÖK 2020/06	9,30
PD/DD 2020/06	2,66

Özet Bilgi

- Kontrolmatik'in ana faaliyeti yurtiçi ve yurtdışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlara başta elektrik üretim santralleri, elektrik iletim ve dağıtım tesisleri olmak üzere petrol, gaz, şeker, gübre, kâğıt, çimento, maden vb. endüstriyel proseslerde, ulaşım sektöründe ise altyapı projeleri için operasyonel teknoloji çözümleri sunmak, operasyonel teknoloji paketlerinin bilgi teknolojileri ile entegrasyon proje ve yazılımlarını gerçekleştirmek, yukarıdaki sıralanan tesis ve sektörlerin tüm elektrik, elektromekanik, mekanik, konstrüksiyon ve yapı işleri ile koruma, kontrol, izleme, yazılım, haberleşme altyapıları, siber güvenlik ihtiyaçları için temel tasarım kapsamlarından başlayıp işletmeye alınmasına kadar gerekli tüm mühendislik, tedarik, inşaa, test ve devreye alma hizmetlerini uçtan uca, anahtar teslim tek bir çatı altında sunmak ve gerçekleştirmek.
- Şirket yurtiçi ve yurt dışındaki müşterilerine ağırlıklı olarak enerji kaynaklarını verimli kullanmak için farklı projeler ve hizmetler sunmaktadır. Şirket faaliyetlerini İstanbul'daki merkez ofisinde sürdürmektedir.
- Kontrolmatik, başta enerji (elektrik üretim, iletim, dağıtım) olmak üzere, endüstriyel tesisler, maden sahaları ve işletmeleri ile ulaşım sektörlerine aşağıdaki ana faaliyet alanlarında hizmet vermektedir:
 1. Operasyonel Teknolojiler ve Endüstriyel Yazılım-Kontrol Sistemleri
 2. Haberleşme, Bilgi Güvenliği ve Nesnelerin İnterneti (IoT — Internet of Things)
 3. Güç Sistemleri ve Proje Yönetimi
- İlk yurtdışı işi olan Azerbaycan Zagalata Havalimanı Bina Otomasyon işleri 2008 yılının Ocak ayında imzalanmıştır.
- Sektöründe önde gelen elektrik firmalarından İsviçre merkezli ABB firması ile hem Türkiye hem de küresel bazda 2010 yılında başlayan partnerliği bulunmaktadır.
- Büyüme stratejisinde öncelikli bir yer tutacak olan ulaşım sektöründe daha önce Levent-Hisarüstü metrosunda çalışma yapan Kontrolmatik'in gerçekleştirdiği en önemli işler 2011 yılında Avrasya Metro Grubu ile imzaladığı o zamana kadar Türkiye de yapılan en uzun metro hattı olan Kartal-Kadıköy Metrosu Çevresel Kontrol Sistemleri (Environment Control Systems - ECS) ve Otomasyon Sistemleri ve Gülermak-Doğuş ile imzaladığı İkitelli-Olimpiyat ECS ve Otomasyon Sistemleri işleri olmuştur.
- 2011 yılı itibarıyla Şirket, faaliyet alanlarını artırma kararı almış olup, hali hazırda çalışıyor olduğu Bina Teknolojileri ve Ulaşım Sistemleri sektörlerine ek olarak Enerji sektöründe de çalışmaya başlamıştır. Enerji sektörüne ilk olarak Zorlu Enerji'nin 4 adet Gaz Santralinde santrale ait elektrik güçlerini kontrol etmek ve TEIAS merkezi sistemine raporlamak için Kontrol Sistemleri kurarak başlamıştır.
- 2012 yılından sonra Enerji Santrallerinde ve Yüksek Gerilim Şalt Merkezleri projelerinde faaliyetini artıran Kontrolmatik, yurtdışında Irak başta olmak üzere, Türkmenistan, Suudi Arabistan, Afganistan, Ürdün gibi ülkelerde projeler tamamlamıştır.
- 2014 yılında ilk anahtar teslim işi olan Eti Kırka Kompresör İstasyonu işini o zamana kadar hali hazırda faaliyette olduğu Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü'nden ihale yoluyla almıştır. Bu proje, Kontrolmatik'in inşaat, mekanik, elektrik ve otomasyon olarak tam kapsamlı tamamladığı ilk iş olmuştur.
- 2014 yılında Avrupa'da ilk işini Limak Priştina Havalimanı Enerji İzleme Sistemi işi ile tamamlamıştır.

- 2015 yılında Türkiye'nin en büyük Organize Sanayi Bölgesi olan İkitelli OSB'nin Enerji Yönetim Sistemi projesini tamamlamıştır. Aynı zamanda Enerji Yönetim Sistemi İşletmesinin de Kontrolmatik tarafından yapıldığı proje, dağıtım şirketlerinden sonra o güne kadar Türkiye'de gerçekleşen en büyük Enerji Yönetim Sistemi projesi olmuştur.
- Kontrolmatik'in faturaya dönüştürdüğü ilk işi 2018 yılındaki Microsoft Genel Müdürlük Binası -Bina Otomasyon ve Zayıf Akım Sistemi projesidir.
- 2018 yılında Yazılım ve IoT alanında ülkenin prestijli projelerden biri olan 3. Havalimanı-İGA projesinde yer almış ve IoT-Lorawan Savaş İzleme Sistemi projesiyle bugüne kadar Türkiye'deki en büyük IoT işlerinden birini gerçekleştirmiştir.
- 2020 yılında Kuveyt'in en büyük gruplarından Alghanim International ile acentelik anlaşması imzalamıştır. Grubun petrol ve doğalgaz bölümüyle yapılan anlaşma neticesinde, Kontrolmatik, hizmet verdiği alanlarda Kuveyt'teki pazarlama ve satış faaliyetlerini Alghanim acenteliği vasıtasıyla yürütecektir.
- Şirketin, 30.06.2020 itibarıyla 138 personelden oluşan kadrosu, 6 teknik ve 5 idari bölümü, Irak, Kuveyt, Gine ve Kenya'da bulunan mevcut projelerine ait proje ofisleri (Kontrolmatik personelinin geçici görevlendirme ile proje dahilinde yerel acentelerde kullandıkları ofis alanları) ve İstanbul'da bulunan merkez ofisi ile 24 farklı ülkede 300'ün üzerinde proje tamamlamış olarak faaliyetlerine devam etmektedir.
- Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin %35'ini işletme sermayesinin güçlendirilmesi, %15'ini yeni yatırım ve kapasite artışı, %30'unu yeni Ar-Ge yatırımları finansmanı ve %20'sini ise ihracata yönelik faaliyetlerin artırılmasında kullanmayı planlamaktadır.

Ortaklık Yapısı

Kontrolmatik Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Hissedar				
Sami Aslanhan	15.000.000	50,0%	14.500.000	40,0%
Ömer Ünsalan	15.000.000	50,0%	14.500.000	40,0%
Halka Arz Edilecek Paylar		0,0%	7.250.000	20,0%
Toplam	30.000.000	100,0%	36.250.000	100,0%

Mali Tablolar

Kontrolmatik Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2017/12	2018/12	2019/12	2020/06
Dönen Varlıklar	22.474.454	66.673.097	141.242.681	158.136.279
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.723.066	20.676.545	21.250.923	20.170.940
Ticari Alacaklar	14.617.594	17.974.268	56.352.229	60.646.778
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>12.401.091</i>	<i>14.587.978</i>	<i>52.024.328</i>	<i>54.011.683</i>
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>2.216.503</i>	<i>3.386.290</i>	<i>4.327.901</i>	<i>6.635.095</i>
Diğer Alacaklar	1.815.441	3.413.820	28.591.370	36.540.752
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>1.665.726</i>	<i>1.706.907</i>	<i>17.165.790</i>	<i>24.824.165</i>
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>149.715</i>	<i>1.706.913</i>	<i>11.425.580</i>	<i>11.716.587</i>
Stoklar	1.962.581	16.059.673	8.940.726	2.496.531
Peşin Ödenmiş Giderler	1.873.961	6.837.065	14.315.256	32.508.640
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Gid.</i>	<i>1.839.204</i>	<i>6.616.222</i>	<i>5.194.923</i>	<i>16.534.280</i>
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Gid.</i>	<i>34.757</i>	<i>220.843</i>	<i>9.120.333</i>	<i>15.974.360</i>
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar	130.321	1.313.557	9.265.763	3.604.792
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	66.283	162.521	1.325.317	2.030.571
Diğer Dönen Varlıklar	285.207	235.648	1.201.097	137.275
Duran Varlıklar	14.670.428	16.935.534	34.754.788	34.823.913
Diğer Alacaklar		7.161		
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>		<i>7.161</i>		
Özkaynak Yönetimiyle Değerlenen Yatırımlar		4.590	-14.107	-26.703
Maddi Duran Varlıklar	10.685.976	13.782.954	12.750.696	13.004.960
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	187.970	197.094	174.749	142.352
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.554.266	1.549.633	20.164.000	20.161.690
Ertelenmiş Vergi Varlığı	527.512	832.089	1.319.440	4.252.812
Peşin Ödenmiş Giderler	1.714.704	562.013	360.010	288.802
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Gid.</i>	<i>615.521</i>	<i>562.013</i>	<i>360.010</i>	<i>288.802</i>
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Gid.</i>	<i>1.099.183</i>			
TOPLAM VARLIKLAR	37.144.882	83.608.631	175.997.469	192.960.192
KAYNAKLAR	2017/12	2018/12	2019/12	2020/06
Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.056.008	64.941.061	124.531.541	129.997.752
Kısa Vadeli Borçlanmalar	5.066.314	5.057.180	19.088.502	45.609.543
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	2.448.842	3.999.027	5.359.386	5.064.280
Ticari Borçlar	8.345.540	15.717.175	50.056.407	46.428.562
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>7.930.677</i>	<i>15.170.133</i>	<i>50.056.407</i>	<i>46.428.562</i>
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>414.863</i>	<i>547.042</i>		
Diğer Borçlar	690.033	365.992	3.873.543	1.648.360
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>2.702</i>	<i>28.315</i>	<i>411.946</i>	<i>455.860</i>
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>687.331</i>	<i>337.677</i>	<i>3.461.597</i>	<i>1.192.500</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	623.083	890.468	1.494.990	1.209.108
Ertelenmiş Gelirler	2.167.234	38.095.248	42.615.931	24.857.550
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>2.167.234</i>	<i>33.454.533</i>	<i>42.036.351</i>	<i>24.086.730</i>
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>		<i>4.640.715</i>	<i>579.580</i>	<i>770.820</i>
Kısa Vadeli Karşılıklar	158.323	290.437	512.851	724.974
<i>Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Kısa Vad. Karş.</i>	<i>158.323</i>	<i>290.437</i>	<i>512.851</i>	<i>724.974</i>
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	35.021		1.092.370	2.498.952
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	284.385	62.051		990.192
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	237.233	463.483	437.561	966.231
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.596.318	6.214.287	9.055.611	12.006.792
Uzun Vadeli Borçlanmalar	5.932.091	5.190.220	5.411.878	8.035.850
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	327.298	637.420	2.599.949	3.068.403
Uzun Vadeli Karşılıklar	242.420	386.647	1.043.784	902.539
<i>Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Karş.</i>	<i>242.420</i>	<i>386.647</i>	<i>1.043.784</i>	<i>902.539</i>
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	94.509			
Toplam Yükümlülükler	26.652.326	71.155.348	133.587.152	142.004.544
ÖZKAYNAKLAR	10.492.556	12.453.283	42.410.317	50.955.648
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	10.492.556	12.448.638	42.482.885	51.044.667
Ödenmiş Sermaye	7.000.000	7.569.565	10.000.000	30.000.000
Kar veya Zararda Yen. Sınıf. Bir. Diğ. Kap. Gelirler (Gid.)	4.440.931	4.414.531	4.363.951	4.314.878
<i>Yeniden Değ. ve Ölç. Kazançları (Kayıpları)</i>	<i>4.440.931</i>	<i>4.414.531</i>	<i>4.363.951</i>	<i>4.314.878</i>
<i>Maddi Duran Varlık Değ. Artışları (Azalışları)</i>	<i>4.454.288</i>	<i>4.454.288</i>	<i>4.454.288</i>	<i>4.454.288</i>
<i>Tanım. Fayda Plan. Yen. Ölç. Kznc. (Kayıpları)</i>	<i>-13.357</i>	<i>-39.757</i>	<i>-90.337</i>	<i>-139.410</i>
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	10.299	10.299	10.299	10.299
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-1.504.616	-958.674	454.243	8.108.635
Net Dönem Karı/Zararı	545.942	1.412.917	27.654.392	8.610.855
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		4.645	-72.568	-89.019
TOPLAM KAYNAKLAR	37.144.882	83.608.631	175.997.469	192.960.192

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Kontrolmatik Gelir Tablosu						
TL	2017/12	2018/12	2019/12	2019/06	2020/06	Son 4Ç
Hasılat	34.699.051	59.266.831	186.625.739	43.789.806	70.364.321	213.200.254
Yıllık Değişim		70,8%	214,9%		60,7%	
Satışların Maliyeti	-25.018.745	-42.972.386	-147.183.422	-30.103.897	-57.614.828	-174.694.353
Yıllık Değişim		71,8%	242,5%		91,4%	
Brüt Kar/Zarar	9.680.306	16.294.445	39.442.317	13.685.909	12.749.493	38.505.901
Yıllık Değişim		68,3%	142,1%		-6,8%	
Brüt Kar Marjı	27,9%	27,5%	21,1%	31,3%	18,1%	18,1%
Genel Yönetim Giderleri	-5.245.203	-6.829.922	-8.829.244	-5.388.746	-3.329.342	-6.769.840
Pazarlama Giderleri	-2.438.315	-3.514.322	-4.644.716	-2.077.300	-616.033	-3.183.449
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0	0	-5.000	-5.000
Faaliyet Karı	1.996.788	5.950.201	25.968.357	6.219.863	8.799.118	28.547.612
Yıllık Değişim		198,0%	336,4%		41,5%	
Faaliyet Kar Marjı	5,8%	10,0%	13,9%	14,2%	12,5%	13,4%
Amortisman	708.476	1.226.189	1.659.501	820.051	859.703	1.699.153
FAVÖK1	2.705.264	7.176.390	27.627.858	7.039.914	9.658.821	30.246.765
Yıllık Değişim		165,3%	285,0%		37,2%	
FAVÖK1 Marjı	7,8%	12,1%	14,8%	16,1%	13,7%	14,2%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.911.336	12.734.331	18.819.228	7.879.882	16.480.226	27.419.572
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-2.699.605	-10.962.754	-20.678.187	-9.012.663	-12.107.372	-23.772.896
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	3.208.519	7.721.778	24.109.398	5.087.082	13.171.972	32.194.288
Yıllık Değişim		140,7%	212,2%		158,9%	
FAVÖK2	3.916.995	8.947.967	25.768.899	5.907.133	14.031.675	33.893.441
Yıllık Değişim		128,4%	188,0%		137,5%	
FAVÖK2 Marjı	11,3%	15,1%	13,8%	13,5%	19,9%	15,9%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	359.598	0	9.755.122	0	491.100	10.246.222
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-435.000	-3.500.000	0	0	0	0
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü	0	-5.410	-18.697	-5.902	-12.596	-25.391
Finansman Geliri Öncesi Faal. Karı/(Zararı)	3.133.117	4.216.368	33.845.823	5.081.180	13.650.476	42.415.119
Finansman Gelirleri	72.411	63.901	758.476	244.253	134.431	648.654
Finansman Giderleri	-2.460.841	-2.384.874	-5.549.676	-2.707.285	-3.399.870	-6.242.261
Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Karı/(Zararı)	744.687	1.895.395	29.054.623	2.618.148	10.385.037	36.821.512
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	-198.745	-489.833	-1.489.444	131.956	-1.790.633	-3.412.033
Dönem Karı/(Zararı)	545.942	1.405.562	27.565.179	2.750.104	8.594.404	33.409.479

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme

- Gedik Yatırım, Kontrolmatik'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Kontrolmatik özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Gedik Yatırım tarafından Kontrolmatik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı kullanılmıştır. Kullanılan FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Yurtiçi benzer şirketler olarak işlem hacmi yüksek BİST-100 şirketlerine bakıldığında Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu yeterli benzer şirket tespit edilememiş, bu doğrultuda, yurtiçi çarpan analizinde, Ana Pazar ve BİST-100'de işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışı şirketlerin 30.06.2020 verileri son 12 ay olarak dikkate alınmıştır. Ayrıca yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin de 30.06.2020 verileri son 12 ay olarak dahil edilmiştir.
- Gedik Yatırım, Şirket'in 30.06.2020 tarihli bilançosundaki net finansal borç ve 01.07.2019-30.06.2020 döneminde oluşan FAVÖK değerini düzeltmeye tabi tutarak çarpan analizinde kullanmıştır.
- 30.06.2020 tarihi itibarıyla 18.561.863 TL olan bloke mevduatlar muhafazakar bir yaklaşımla likit enstrüman olmadığı değerlendirilerek net finansal borç hesaplamasında nakit ve nakit benzerleri olarak dikkate alınmayarak düzeltilmiş net finansal borç 57.100.596 TL olarak hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Şirket'in finansman giderleri arasında yer alan teminat mektubu giderlerine ilişkin bankalardan ihaleler için alınan teminat mektupları bilanço dışı yükümlülükler olup net finansal borç hesaplamasında yer almamaktadır. Bu nedenle, teminat mektubu giderleri faaliyetlere ilişkin gider olarak değerlendirilerek FAVÖK'ten düşülmüştür. Buna göre, 01.07.2019-30.06.2020 döneminde oluşan düzeltilmiş FAVÖK 28.392.650 TL olarak hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

- Yurtdışı benzer şirketlerin seçiminde endüstriyel kontrol sistemleri alanında CSIA Uluslararası Kontrol Sistemleri Birliği'nin yayınladığı listedeki sistem entegratörü şirketler ve haberleşme, bilgi güvenliği ve IoT alanında faaliyet gösteren şirketler irdelenmiştir.
- Yurtdışı benzer şirketlerin çarpan analizinde Kontrolmatik ile benzer olduğuna kanaat getirilerek seçilmiş 10 şirketin 2'si aykırı FD/FAVÖK değerlerine sahip olduğundan analize dahil edilmemiştir.

24 Ağustos 2020 tarihli değerler ve FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak 11,8 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurtdışı Benzer Şirketler	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	11,8
Son 12 Ay (1Y2020) FAVÖK (TL)	28.392.650
Firma Değeri (TL)	333.631.904
Net Borç (Net Nakit) (TL)	57.100.596
Özsermaye Değeri (TL)	276.531.308
Pay Başına Değer (TL)	9,22

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi Ana Pazar Çarpan Değerleri

- Yurtiçi çarpan analizinde, Ana Pazar'da işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışındaki şirketlerin 30.06.2020 verileri son 12 ay olarak dikkate alınmıştır.
- Yurtiçi Ana Pazar şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak 14,8 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurtiçi Ana Pazar Şirketleri	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	14,8
Son 12 Ay (1Y2020) FAVÖK (TL)	28.392.650
Firma Değeri (TL)	421.377.037
Net Borç (Net Nakit) (TL)	57.100.596
Özsermaye Değeri (TL)	364.276.441
Pay Başına Değer (TL)	12,14

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi BİST100 Çarpan Değerleri

- Yurtiçi çarpan analizinde, BİST100'de işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışı şirketlerin 30.06.2020 verileri son 12 ay olarak dikkate alınmıştır.
- Yurtiçi BİST100 şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak 8,8 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurtiçi BİST100 Şirketleri	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	8,8
Son 12 Ay (1Y2020) FAVÖK (TL)	28.392.650
Firma Değeri (TL)	249.369.952
Net Borç (Net Nakit) (TL)	57.100.596
Özsermaye Değeri (TL)	192.269.356
Pay Başına Değer (TL)	6,41

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak çarpan değerlemede yurtdışı benzer şirketler ve yurtiçi ana Pazar şirketleri çarpan değeri %25, yurtiçi BİST100 şirketleri çarpan değeri %50 ağırlıklandırılarak 256.336.615 TL piyasa değeri tespit edilmiş olup pay başına değer 8,54 TL olarak hesaplanmıştır. En düşük değeri veren yurtiçi BİST100 şirketleri çarpan değerine yüksek ağırlık vererek değerlendirilmesini makul bulmaktayız.

Çarpan Analizi Sonucu	Ağırlık	Sonuç
Yurtdışı Benzer Şirketler Son 12 Ay (1Y2020)		
Özsermaye Değeri	25%	276.531.308
Pay Başına Değer		9,22
Yurtiçi Ana Pazar Şirketleri Son 12 Ay (1Y2020)		
Özsermaye Değeri	25%	364.276.441
Pay Başına Değer		12,14
Yurtiçi BİST100 Şirketleri Son 12 Ay (1Y2020)		
Özsermaye Değeri	50%	192.269.356
Pay Başına Değer		6,41
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100%	256.336.615
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		8,54

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020-2024 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** Kontrolmatik'in satış projeksiyonları "tüme varım" yaklaşımıyla, devam etmekte olan işler (bakiye sipariş), mevcut müşterilerinden tekrar edecek işler, Şirket'in teklif verdiği ve kısa listede olduğu, Şirket yönetiminin proje ihalesini kazanma ihtimalini %50'nin üzerinde değerlendirdiği işler, Şirket'in iş geliştirme ekibinin takip ettiği potansiyel projelerden geçmişteki teklif/ihale kazanma rasyosuna göre alınacak işler olmak üzere dört ana grupta kırılımlandırılarak oluşturulmuş ve Gedik Yatırım'ın enflasyon ve kur tahminleri doğrultusunda Şirket'in 2020-2024 yıllarına ilişkin 5 yıllık satış projeksiyonu hesaplanmıştır. Şirket'in 2020 yıl bütçesi içerisinde yer alan "devam etmekte olan işler (bakiye sipariş)" faturalandırmaları ile 2020 yılında alınan işlerden aynı yıl içerisinde faturalanması beklenen hakedişlerde Covid-19 salgını etkisiyle faturalandırmalarda sarkmalar yaşanacağı ve kısmen söz konusu devam eden projelerdeki faturalandırmanın bir kısmının 2021'e devredebileceği Şirket yönetiminin de öngörülleri dahilinde değerlendirilerek projeksiyon çalışmasının 2020 yılında dikkate alınmıştır. Şirket yönetimi tarafından takip edilen teklif verilmiş projeler arasından kazanılma ihtimali %50 üzerinde öngörülen projelerden ağırlıklı olarak Avro ve dolar cinsinden yıldan yıla ve para birimi olarak farklılık göstermekle birlikte, yaklaşık olarak %40'a yakınının alınabileceği öngörülmüş ve söz konusu projelerin hakedişlerinin 3-4 yıla yayılacağı varsayılmıştır. Bu sebeple 2020, 2021, 2022, 2023 ve 2024 yılları için öngörülen sırasıyla %32,5, %37,5, %24, %20 ve %18,5'lik ciro büyümelerini makul karşılamaktayız.
- Satışların Maliyeti:** Satışların maliyeti ağırlıklı olarak satılan mal ve hizmet maliyetlerinden oluştuğu ve öngörü yapılırken, geçmiş yıllarda gerçekleşen maliyet oranlarını, devam eden projelerin maliyet oranları, teklif verilmiş ve kısa listede bulunan ve sözleşmeye dönüşme ihtimali %50'nin üzerinde olan potansiyel işlerin maliyet oranları dikkate alındığı belirtilmiştir. Projeksiyonda 2020-2024 yılları için satışların maliyeti oranları 2020 yılı için %77,9, 2021 yılı için %74,9, 2022 yılı için %74,6, 2023 yılı için %74,3, 2024 yılı için %73,9 olarak öngörülmüştür. Ancak geçmiş yıl ve 2020 ilk yarı dönemine ilişkin satış maliyetleri göz önünde bulundurulduğunda oranların iyimser olduğu kanaatindeyiz.
- Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderleri mevcut genel yönetim giderleri ve satış pazarlama giderlerini Avro cinsinden baz alarak projeksiyon döneminde reel olarak artacak şekilde tahmin edilmiş,

önceki yıllara ait gelir tablosunda bulunmayan Araştırma ve Geliştirme giderleri de, Şirket'in önümüzdeki dönemde yapacağı yatırımlar dikkate alınarak projeksiyonlara dahil edilmiş ve yine Avro cinsinden projekte edilmiştir. Avro olarak hesaplanan toplam faaliyet giderleri, Gedik Yatırım'ın kur tahminleri doğrultusunda TL'ye çevrilmiştir. Faaliyet giderlerinin satışlara oranı 2019 yılında %7,2 ve 2020 ilk yarısında %5,6 iken 2020 yılının tamamında %8,5 olması 2021, 2022, 2023 ve 2024 yıllarında ise sırasıyla %8,9, %9,3, %9,4 ve %9,6 öngörülmüş olup tarafımızca makul görülmektedir.

- **İşletme Sermayesi:** Tahsilat, stokta kalma ve borç ödeme süreleri son 3 yıllık ortalamaları incelenerek ortalama nakit dönüşüm süresinin ortalama 60 gün olacağı değerlendirilmiş ve projeksiyon dönemi boyunca kullanılmış olup tarafımızca makul görülmektedir.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket, projeksiyon donemi boyunca öngördüğü satış hasılatına ulaşmak için 2020, 2021, 2022, 2023 ve 2024 yıllarında kapasite artırımı ve iyileştirme yatırımları yapmayı planlamaktadır. Şirketin öngördüğü satış büyümeleri için varsayılan yatırım harcamalarının satışlara olan etkisinin spesifik olarak gösterilerek yatırım ve ciro büyümesi ilişkisinin biraz daha detaylandırılması gerektiği kanaatindeyiz.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** Gedik Yatırım İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin son bir yıllık performansı değerlendirilerek risksiz getiri oranı %13,50 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
 - **Sermaye piyasası risk primi:** %5,23 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** 1 kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %18,73 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in 30.06.2020 denetim raporunda açıklanan TL uzun vadeli borçlar ağırlıklı ortalaması %12,80 olarak hesaplanmış olup son dönemde düşen borçlanma maliyetinin artacağı değerlendirilerek sürdürülebilir olarak makul görülen borçlanma maliyeti %16,00 olarak alınmıştır ve tarafımızca makul karşılanmaktadır. Vergi sonrası bu oran %12,80 olarak hesaplanmaktadır.
 - **Özkaynak Oranı:** %69,59 olarak kullanılan özkaynak oranı, tarafımızca finansal borçlar ve özkaynak içerisindeki payının alınmasıyla %46,46 olarak hesaplanan değerden yüksek olması sebebiyle tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %16,93 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** Enflasyondaki düşüş beklentisi dikkate alınarak %5 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan şirket için 347.213.648 TL firma değerinden, 58.709.673 TL finansal borç düşülerek ve 1.609.077 TL nakit ve nakit benzerleri eklenerek 290.113.052 TL piyasa değerine ulaşılmış olup pay başına değer 9,67 TL olarak hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu			
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Pay Baş. Değer
İNA	50%	290.113.052	9,67
Çarpan Analizi	50%	256.336.615	8,54
Sonuç	100%	273.224.834	9,11
Halka Arz İskontosu			24,20%
Halka Arz Fiyatı			6,90

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020/06	6,20
FD/FAVÖK 2020/06	9,30
PD/DD 2020/06	4,06

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020/06	7,49
FD/FAVÖK 2020/06	9,30
PD/DD 2020/06	2,66

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış ve %24,20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 6,90 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %24,20'lik iskontonun makul olduğunu, artan piyasa volatilitesi sebebiyle değerde oluşabilecek aşağı yönlü riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Kontrolmatik'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Kontrolmatik özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Kontrolmatik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı medyanı ve 30.06.2020 verileri son 12 ay olarak kullanılmıştır. Kullanılan FD/FAVÖK çarpanı piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan bir çarpan olmasına rağmen Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının kullanılmamış olmasını bir eksiklik olarak addediyoruz. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmış olmasını makul bulmaktayız.

- Çarpan analizinde en düşük değeri veren yurtiçi BİST100 şirketleri çarpan değerine %50, Ana Pazar ve yurtdışı şirket çarpanlarına %25'er ağırlık vererek değerlendirilmesini muhafazakâr tarafta kalmak açısından makul bulmaktayız.
- Şirket'in finansman giderleri arasında yer alan teminat mektubu giderlerine ilişkin bankalardan ihaleler için alınan teminat mektupları bilanço dışı yükümlülükler olup net finansal borç hesaplamasında yer almamaktadır. Bu nedenle, teminat mektubu giderleri faaliyetlere ilişkin gider olarak değerlendirilerek FAVÖK'ten düşülmüş ve analizde 01.07.2019-30.06.2020 döneminde oluşan düzeltilmiş FAVÖK olan 28.392.650 TL kullanılmış olup muhafazakâr tarafta kalmak açısından tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- 30.06.2020 tarihi itibarıyla 18.561.863 TL olan bloke mevduatlar muhafazakar bir yaklaşımla likit enstrüman olmadığı değerlendirilerek net finansal borç hesaplamasında nakit ve nakit benzerleri olarak dikkate alınmamış olup düzeltilmiş net finansal borç olan 57.100.596 TL'nin kullanılmış olması tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- İNA metodunda 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020-2024 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Projeksiyonda 2020-2024 yılları için satışların maliyeti oranları 2020 yılı için %77,9, 2021 yılı için %74,9, 2022 yılı için %74,6, 2023 yılı için %74,3, 2024 yılı için %73,9 olarak öngörülmüştür. Ancak geçmiş yıl ve 2020 ilk yarı dönemine ilişkin satış maliyet oranları göz önünde bulundurulduğunda oranların iyimser olduğu kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış ve %24,20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 6,90 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.
- Uygulanan %24,20'lik iskontonun makul olduğunu, artan piyasa volatilitesi sebebiyle değerde oluşabilecek aşağı yönlü riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Kontrolmatik'in halka arz fiyatının tespit edilmesinde %24,20 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 6,90 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.