

REEDER BİLİŞİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Şirket Değerleme Raporu



Ziraat Yatırım

REEDER TEKNOLOJİ
SAN. VE TİC. A.Ş.
İncesu Mah. Sıngöçk Cad. No:100/1
Atakum (SAMSUN)
Gaziler Y.D. - 7342465245
MERSİS No: 0734246524500001
Mayıs 2023

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Çarşı Sok. No: 22
Hacı Paşalı Köyü / Beşiktaş
Etiler / Beşiktaş / İstanbul / Türkiye



Reeder Teknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Kerimbey Mah. Organize Sanayi Bul. Reeder Blok No: 28 Tekkeköy / Samsun

8 Mayıs 2023

Sayın Yetkili,

Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") ile Reeder Teknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Reeder Teknoloji") arasında 19 Nisan 2023 tarihinde imzalanan Değerleme Sözleşmesi'ne istinaden Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK" ya da "Kurul")'nun talebi üzerine Reeder Teknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Reeder Teknoloji")'nin 28.05.2022 tarihinde edinilen, ana faaliyet alanı akıllı telefon, tablet bilgisayar, e-kitap okuyucu, akıllı saat ve kablosuz kulaklık gibi aksesuar ürünler ve çeşitli teknolojik ürünlerin alımı ve satımı alanında faaliyette bulunan Reeder Bilişim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Reeder Bilişim" ya da "Şirket")'nin paylarının devralınma tarihindeki gerçek değerinin, SPK'nın III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na ("UDS") uygun olarak tespit edilmesine yönelik 8 Mayıs 2023 tarihi itibarıyla (kısaca "değerleme tarihi") hazırlanmış olduğumuz Değerleme Raporu ("Rapor") ekte sunulmaktadır.

Reeder Bilişim'in piyasa değerinin belirlenmesinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standardı ("UDS") esas alınmıştır. UDS'na göre piyasa değeri, değerlendirme tarihi itibarıyla herhangi bir etki altında olmaksızın ve gerek duyulan tüm bilgilerin ışığında hareket eden istekli bir satıcı ile istekli bir alıcı arasında Şirket'in el değiştireceği değerdir.

Bu Rapor'da, Şirket yönetimi ve hâkim ortağı Reeder Teknoloji'nin Ziraat Yatırım'a temin ettiği finansal ve operasyonel bilgiler ile Şirket'in 2019-2020-2021 yılları için iletmış olduğu denetimden geçmemiş finansal raporları, ayrıca 2022 yılı ilk çeyrek finansal raporları, 2022-2030 yıllarını kapsayacak şekilde hazırlanan ileriye dönük iş planları ve projeksiyonlarından yararlanılmış olup, UDS ve Genel Kabul Görmüş Değerleme İlkeleri çerçevesinde Davranış Kuralları'nın Ahlakî İlkeler, Yetkinlik, Açıklama ve Raporlama ile ilgili tüm bölümlerine uygun hareket edilmiştir. Değerleme uzmanlarımız Rapor'u oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kalmışlardır. Rapor'un kapsamı hiçbir fayda şartına bağlanmamış ve ön yargısız olarak hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında, Şirket yönetimi ve hâkim ortağı Reeder Teknoloji tarafından tarafımıza sağlanan mali tabloların ve finansal verilerin herhangi bir denetime tabi tutulmaksızın şirketlerin tarihsel ve projekte edilmiş faaliyet sonuçları ile finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. Değerleme çalışmasında kullanılan yöntemler olan ve "Kullanılan Değerleme Yöntemleri" bölümünde sunulan Emsal Karşılaştırma Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'nin ("İNA") sonuçlarının, Değerleme Varsayımları bölümünde detayları verilen operasyonel varsayımlarının gerçekleşmesine bağlı olduğu hususuna dikkat çekmek isteriz. İNA yöntemi ile hesaplanan toplam hisse değeri, Rapor'da kullanılan ana varsayımların gerçekleşmemesi durumunda raporda sunulan Amaç'a ilişkin değerden önemli ölçüde farklı olabilecektir.

Bu Rapor, Rapor'un Konu ve Amaç başlığında belirtilen amaç ile ilgili olarak hazırlanmıştır. Bu Rapor'un dağıtımı, Müşteri Yönetimi, Sermaye Piyasası Kurulu ve hukuki olarak gerekli olması halinde diğer ilgili düzenleyici kurumlar ile sınırlandırılmıştır ve hiçbir şekilde Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Ziraat Yatırım") önceden yazılı rızası ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtılamaz. Bu Değerleme Raporu, aşağıda 1.3. numaralı maddesinde yer alan "Sınırlayıcı Şartlar"a tabidir.

Saygılarımızla,
İstanbul, Mayıs 2023

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Kerimbey Mah. Organize Sanayi Bul. No: 28
Tekkeköy / Samsun / 54080
Tic. Sic. No: 272000 / Mers: 08100000000000000000



YÖNETİCİ ÖZETİ

Reeder Bilişim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Reeder Bilişim" ya da "Şirket"), 10.06.2013 tarihinde "Kontent Bilişim Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" unvanı ile İstanbul Ticaret Sicili nezdinde tescil edilerek kurulmuş olup, günümüzde Türkiye'de akıllı telefon, tablet ve diğer teknolojik cihazların satışında önemli pazar payı olan bir şirket olarak konumlanmıştır.

Reeder Bilişim, Reeder Teknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Reeder Teknoloji") tarafından üretilen ürünlerin, Reeder Elektronik Akademi ve Mağazacılık Ticaret A.Ş. ("Reeder Elektronik") tarafından yürütülen Reeder mağazalarında satışı dışında kalan diğer tüm satış faaliyetlerini yürütmektedir.

Reeder marka ürünlerin satış kanalı olarak faaliyet gösteren Şirket, GSM Operatörlerinin (Turkcell, Türk Telekom ve Vodafone) distribütörleriyle yapılan anlaşmalar doğrultusunda teknoloji pazarında hızlı bir büyüme gerçekleştirmiş ve cirosu 1.900.000.000 TL'ye ulaşmıştır.

Turkcell satış noktaları için; KVK ve Genpa bayileri, Türk Telekom satış noktaları için; Port ve Mobilte, Vodafone satış noktaları için; Arena Connect ve Ouno, dijital satış noktaları için Hepsiburada, Amazon, Teknosa, Doğa Mobil, Teknoteks'te aktif satış faaliyeti devam etmektedir. Reeder Bilişim'in cep telefonu satış noktaları, 2022 yılında, 1.200 Turkcell, 1.000 Vodafone ve 300 Türk Telekom satış noktası ile birlikte münhasır ve münhasır olmayan kanal toplamında 10.000 noktaya ulaşmıştır.

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları (INA) ve piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır, İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımı ile hesaplanan özsermaye değerine %50, kendi içinde farklı ağırlıklara sahip olan piyasa çarpanları analizine de aynı oranda %50 ağırlık verilerek 1.064,4 milyon TL öz sermaye değerine ulaşmıştır,

Değerleme çalışması sonucunda bulunan, ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Değerleme Özeti (Bin TL)	Öz Sermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.207.930	%50	603.964
Piyasa Çarpan Analizi*	920.912	%50	460.456
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri			1.064.421

* FD/FAVÖK 2022 çarpanları ile ortaya çıkan değerlerin ağırlıklı ortalamasıdır.

Yaptığımız değerlendirme sonucunda Reeder Bilişim nihai şirket değeri 1.064.420.843 TL olarak hesaplanmıştır.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Etiler Mah. Gökçe Sok. No: 72
Kat: 2
Beşiktaş/İstanbul T.C.
Tic. Sic. No: 291145
Mers: 0810001250000004594



İçindekiler

1. GİRİŞ.....	5
2. GENEL EKONOMİK GÖRÜNÜM	10
3. TÜRKİYE MOBİL TELEFON SEKTÖRÜ	11
4. REEDER BİLİŞİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	14
5. REEDER BİLİŞİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş. ŞİRKET DEĞERLEMESİ.....	18
6. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	35

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Yeni Mah. Çanakkale Sok. No: 22
İnce Pasajı Kat: 7 Beşiktaş/İST
Tic. Sic. No: 272100/00000000000000000000

1. GİRİŞ

1.1. KONU VE AMAÇ

Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından düzenlenen bu "Değerleme Raporu" (kısaca "Rapor"); Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK")'nın talebi üzerine Reeder Bilişim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Reeder Teknoloji" ya da "Müşteri")'nin 28.05.2022 tarihinde edinilen, ana faaliyet alanı akıllı telefon, tablet bilgisayar, e-kitap okuyucu, akıllı saat ve kablosuz kulaklık gibi aksesuar ürünler ve çeşitli teknolojik ürünlerin alımı ve satımı alanında faaliyette bulunan Reeder Bilişim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Reeder Bilişim" ya da "Şirket")'nin paylarının devralınma tarihindeki gerçek değerinin, SPK'nın III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na ("UDS") uygun olarak tespit edilmesine yönelik 1 Mayıs 2023 tarihi itibarıyla (kısaca "değerleme tarihi") hazırlanmıştır.

1.2. ETİK İLKELER

İşbu Değerleme Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket'in pay sahiplerine zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket ederek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- 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.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin değerlendirme talebini yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Değerleme işi 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.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.
- Değerleme çalışması, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
L. 100/11 Mah. Gönül Sok. No: 22
Etiler/Beşiktaş/İstanbul
Tic. Sic. No: 270900
Mak. Sic. No: 298500



1.3. SINIRLAYICI ŞARTLAR

İşbu Değerleme Raporu'nda yer alan ve değerlendirme çalışmasında kullanılan tüm veriler, kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış verilere ve 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 sona eren hesap dönemlerine ait mali tablolar ve Ziraat Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

Bu Rapor aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşullara tabidir:

- Raporumuz genel kabul görmüş değerlendirme ilke, esas ve standartlarına göre hazırlanmış bir değerlendirme çalışmasını içermektedir.
- Bu Rapor, Rapor'un Konu ve Amaç başlığında belirtilen amaç için hazırlanmıştır. Bu Rapor veya herhangi bir bölümü kopyalanamaz ve reklam, halkla ilişkiler, haberler, satışlar veya herhangi bir diğer kamu (veya özel) medya yoluyla Ziraat Yatırım'ın önceden yazılı kesin izni olmadan dağıtılamaz.
- Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Müşteri, Şirket ya da üçüncü şahıslar tarafından Ziraat Yatırım'a sunulan ve bu değerlemenin tümü ya da bir bölümüne esas teşkil eden bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmıştır.
- Söz konusu Şirket ve varlıkları hakkında mülkiyet araştırması yapılmamıştır ve mal sahibinin beyan ettiği söz konusu şirketler ve varlıklar üzerindeki hakkı geçerli sayılmıştır. Ziraat Yatırım'ın hizmetlerinin varlık, mülk veya şirket payı analizini kapsadığı ölçüde, Ziraat Yatırım yasal tanım veya mülkiyet sorunları konusunda sorumluluk kabul etmemektedir ve Ziraat Yatırım aktiflerin yasal durumu veya ipotek ve irtifak hakkını da içeren diğer yasal konularda herhangi bir inceleme yürütmemiştir. Ziraat Yatırım çalışmalarında şu varsayımları kullanmıştır:
 - (i) mülkiyet iyi durumda ve pazarlanabilir,
 - (ii) geçici haciz veya borç bulunmamaktadır,
 - (iii) ilgili tüm yerel ve milli düzenlemeler ve kanunlara (kullanım, çevre, imar kanunları ve benzeri kanunlar ve/veya düzenlemeler dâhil herhangi bir sınırlama olmamak üzere) tamamen uyulmuştur.
- Analizimiz sırasında, söz konusu Şirket ile varlıkların yapısı, faaliyeti ve finansal performansı ile ilgili yazılı bilgi, sözlü bilgi ve/veya elektronik veriler tarafımıza sağlanmıştır. Analizlerimizde ve bu Rapor'un hazırlanmasında söz konusu bilgiler kullanılmıştır ve sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmıştır.
- Ziraat Yatırım olarak Rapor'da yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle beraber, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde Ziraat Yatırım ve değerlendirme uzmanı tarafından herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.
- Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb.) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

- Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.
- Rapor'da yer alan değer tavsiyeleri söz konusu varlıkların bu Rapor'da özellikle belirtilmiş olan değerlendirme tarihi dışındaki bir tarihteki değerlerini temsil etme amacı taşımamaktadır. Piyasa şartlarındaki değişiklikler, değer önerilerinin belirtilen değerlendirme tarihindeki değerlerden önemli ölçüde farklı olmasına neden olabilir. Piyasa şartlarında değişiklikler olması veya Şirketlerin yönetimlerinin alıcıya söz konusu varlıkları burada belirtilen değerden satamaması durumunda Ziraat Yatırım sorumluluk kabul etmemektedir.
- Ziraat Yatırım veya bu Rapor ile ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu Rapor ile ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya tanıklık yapmaları istenemez.
- Rapora konu olan değerlendirme çalışması, bilinen değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket'in değerini etkileyerek olumlu veya olumsuz yönde değişim yapabileceği bilinmelidir.
- Aksı belirtilmedikçe Şirket'i ilgilendiren tüm yasalara ve ilgili mevzuata tam uygunluk varsayılmaktadır.
- Şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği, Şirket'in ilgili yönetimlerinin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Rapor'da bulunan nakit akışı tahminleri ve tüm projeksiyonlar değerlendirme analizinde kullanılmak üzere Müşteri ve Şirket tarafından oluşturulmuş olup, Ziraat Yatırım tarafından projeksiyonlar ve ilgili varsayımlar hakkında herhangi bir şekilde güvence sunulmamaktadır. Ayrıca, olaylar ve şartların sıklıkla beklendiği gibi gerçekleşmemesinden dolayı beklentiler ile gerçekleşenler arasında farklılıklar söz konusu olabilmekte olup, bu farklılıklar zaman zaman önemli boyuta ulaşabilmektedir.
- Değerleme sonucu oluşan değer, değerlendirme tarihindeki finansal yapıya dayandırılmıştır. Ayrıca, Şirket için tarafımızdan özel bir mali durum tespit çalışması yapılmamıştır.
- Raporumuzun amaçlanan kapsamı dışında kullanılması yanıltıcı sonuçlar doğurabilir. Bu tür sonuçlardan Ziraat Yatırım veya çalışanları sorumlu tutulamaz.
- Ziraat Yatırım'ın yazılı onayı olmaksızın, bu Rapor herhangi bir şekilde tamamen veya kısmen yayınlanamaz, Rapor veya Rapor'da yer alan değerlendirme rakamları veya Ziraat Yatırım ve değerlendirme uzmanlarının unvan ve adları ya da mesleki nitelikleri referans verilemez.
- Raporumuz, yere veya genel finansal pazarda veya ekonomik koşullarda beklenmeyen keskin yükseliş veya düşüşlerin veya teknolojik değişimlerin muhtemel etkilerini içermemektedir.
- Rapora konu olan Türkiye Mobil Telefon Sektörü kısmında kamuya açıklanan sektörel bilgi ve veriler kullanılmıştır.

1.4. DEĞERLEMESİ YAPILACAK VARLIK

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri hesaplanmıştır.

1.5. DEĞERLEME TARİHİ & RAPOR TARİHİ

Değerleme için baz alınan tarih 18.05.2022 olup rapor tarihi 08.05.2023'dür.

1.6. DEĞERLEME PARA BİRİMİ

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.



1.7. DEĞER ESASI

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri ve Makul Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası Değerleme Standartları (kısaca "UDS"), "Pazar Değeri"ni ve "Makul Değeri"ni şöyle tanımlamaktadır:

Pazar Değeri, bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır (UDS, paragraf 30.1). "Tahmini tutar" muvazaasız bir pazar işleminde varlık için para cinsinden ifade edilen fiyat anlamına gelmektedir. Buna göre Pazar Değeri, değerlendirme tarihi itibarıyla, pazarda Pazar Değeri tanımına uygun olarak makul şartlarda elde edilebilecek en olası fiyattır. (UDS, paragraf 30.2).

İşbu Rapor'da Reeder Bilişim'in öz kaynak değeri, finansal tablolar ve destekleyici belgeler esas alınarak, UDS'ye uygun olarak tahmin edilmiştir.

Makul değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır (UDS, paragraf 50.1). Makul değer, tanımlanmış belirli iki taraf arasında makul olarak görülen fiyatın, ilgili her bir tarafın bu işlemde sağlayacağı avantajları veya dezavantajları da hesaba katarak değerlendirilmesini gerektirir. Pazar değeri ise tersine, pazar katılımcıları için geçerli olmayan veya maruz kalınmayan avantajların veya dezavantajların genel anlamda göz ardı edilmesini gerektirir. (UDS, paragraf 50.2).

Rapor'da bulunan değer, değerlendirme tarihindeki değeri ifade etmekte olup, pazarlar ve pazar koşulları değişebileceğinden, tahmini tutar başka bir zamanda doğru veya uygun olmayabilir. Bu nedenle tahmini tutar, pazanın durumunu ve içinde bulunduğu koşulları sadece 18.05.2022 itibarıyla yansıtmaktadır.

1.8. SORUMLULUK BEYANI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uygulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, işbu Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

1.9. YETKİNLİK BEYANI

İşbu Değerleme Raporu'na ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı doğrultusunda gayrimenkul dışındaki varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamında değerlendirme hizmetine ilişkin gerekli olan;

- "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı II veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden,
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürleri bulunan,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunan,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan,
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında sözleşmesi bulunan,
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan,
- Değerleme faaliyetlerinin başta bağımsızlık, tarafsızlık, mesleki özen ve titizlik olmak üzere etik ilkelere ve söz konusu düzenlemelerde yer alan ilgili hükümler ve genel kabul görmüş uluslararası standartlarına uygun olarak gerçekleştiren

niteliklere sahip olduğumuzu, raporda yer alan değerlendirme çalışmalarının SPK'nın III-62. 1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'e ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yapıldığını beyan ederiz.

Proje Ekibi

İşbu Değerleme Raporu 22.01.2016 tarih ve G-041 (341) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık faaliyeti izni bulunan Ziraat Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan Ziraat Yatırım, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar Hakkındaki İlke Kararı ile "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" ile "Makine ve Ekipmanları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" olmak üzere iki ayrı listenin oluşturulması kapsamında, Kurul'un 08.05.2023 tarih ve E-36231672-401.01.01-36995 sayılı yazısı kapsamında verilen onayı ile "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" listesine dahil edilmiş olup, istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti vermektedir.

Değerleme Raporu'nu hazırlayan Ziraat Yatırım değerlemeyi tarafsız, bağımsız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personel istihdam etmektedir. Konusunda uzman çalışma ekibi, Ziraat Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü Tijen Kandemir tarafından yönetilmiştir.

Ziraat Yatırım'ın Şirket'in ana ortağı Reeder Teknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile 19.04.2023 tarihinde imzalanmış olan "Değerleme Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

Değerleme Çalışmasını Yöneten Uzmana İlişkin Bilgiler:

E. TÜJEN KANDEMİR-Kurumsal Finansman Müdürü

E. Tijen Kandemir, 1992 yılında İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi İktisat Bölümü'nden ikincilikle mezun olup, 1992-1994 yılları arasında da İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde Türkiye'de ilk olan Sermaye Piyasası ve Borsa bölümünde yüksek lisans derecesine sahip olmuştur. 1994 yılından

bugüne kadar çok sayıda aracı kurumda Araştırma ve Kurumsal Finansman birimlerinin kuruluş ve gelişme dönemlerinde görev almış olup, 29 yıllık sektör deneyimi bulunmaktadır.

E. Tijen Kandemir'in, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 200200), Türev Araçlar Lisansı (Belge No: 301256), ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı (Belge No: 700521), bulunmaktadır.

2. GENEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch, yayımladığı Mart ayı "Küresel Ekonomik Görünüm" raporunda 2023 yılı için küresel GSYH büyüme tahminini %1,4'ten %2,0'ye yükseltmiştir. Raporunda, Rusya-Ukrayna Savaşı'nın başlamasından bu yana Fitch'in ilk kez küresel büyüme tahminini yükselttiğine dikkat çekilerek söz konusu yükselişin Çin'in Covid-19 kısıtlamaları sonrası yeniden açılması, Avrupa doğal gaz krizinin rahatlaması ve ABD'de tüketici talebindeki dayanıklılığı yansıttığı belirtildi. Türkiye ekonomisine ilişkin büyüme tahminini bu yıl için %2,5 ve 2024'te ise %3 büyümesinin beklendiği belirtildi. Fitch daha önce Türkiye'nin 2023 ve 2024'te %2,9 büyüme kaydedeceğini öngörmüştü.

Mart ayına ilişkin dünya PMI verileri küresel iktisadi faaliyetin öngörülenden hızlı yavaşladığı sinyalini vermektedir. ABD'de tüketici fiyatları Mart'ta yükseliş beklentilerin altında aylık bazda %0,1 ile sınırlı oranda yükselmiştir (beklenti %0,4 artış yönündeydi). Yıllık TÜFE enflasyonu ise %5 değerini alarak Şubat ayına göre düşüş kaydetmiştir. Mart'ta enerji ve gıda fiyatları hariç hesaplanan çekirdek TÜFE aylık bazda %0,4 ile beklentilere paralel artış göstermiştir. Aynı dönemde yıllık ÜFE enflasyonu %2,7 ile pandemiden bu yana en sert düşüşünü gerçekleştirmiştir. Enflasyonun yüksek seyrini sürdürebileceğini gösteren veriler, FED'in önümüzdeki dönemde gerçekleştireceği toplantılarında piyasa beklentisinin üzerinde bir artışa gidebileceği yönündeki görüşleri desteklemiştir. Nitekim FED, 23 Mart 2023 tarihli karar ile faiz oranında 25 baz puan artış gerçekleştirmiş olup, politika faizini %4,75-5,00 bandına yükseltmiştir.

ABD sanayi üretimi Mart'ta %0,2 oranında sınırlı artış beklentisinin üzerinde aylık bazda %0,4 oranında artmıştır, aynı dönemde kapasite kullanım oranı %79,8 ile beklentilere paralel gerçekleşmiştir. Öte yandan, imalat sanayi üretimi ise martta aylık bazda %0,5 azaldı. Beklentiler imalat sanayi üretiminin yüzde 0,1 düşmesi yönündeydi. İmalat sanayi üretimi, Şubat ayında %0,6 artış kaydetmişti.

Rusya-Ukrayna savaşı ile başlayan enerji krizi Avrupa'yı derinden etkilemeye devam etmektedir. Avrupa genelinde enerji fiyatlarındaki yüksek seyir paralelinde enflasyon göstergelerindeki bozulma sürmektedir. Aralık 2022'de yıllık bazda %8,6 olarak açıklanan TÜFE Şubat ayında %8,5 Mart ayında ise %5 olarak gerçekleşerek dezenflasyonist beklenti yaratmıştır. Euro Alanı ekonomileri arasında Estonya, Polonya, Sırbistan, Litvanya, Letonya ve Macaristan %15'in üzerindeki enflasyon oranlarıyla öne çıkarken, diğer Avrupa ülkeleri arasında en yüksek oranların kaydedildiği Estonya, Çek Cumhuriyeti ve Slovakya'da yıllık enflasyon %15 seviyesinin hemen altında seyretmektedir. Savaş koşullarının etkili olduğu Ukrayna'da da enflasyon Mart ayında %21,3 düzeyine kadar yükselmiştir. Yaşanan pandemi ve Savaş krizleriyle birlikte Avrupa'da enflasyon alışkanlıkları tamamen değişmiş olup Avrupa Merkez Bankası (ECB) uyguladığı daraltıcı politikalarla bu alışkanlıkları eski haline getirmeye çalışmaktadır.

TCMB Para Politikası Kurulu Şubat ayında yaptığı toplantıda bir hafta vadeli repo faiz oranını 50 baz puan indirerek %8,5 seviyesine çekmiş Mart ayındaki toplantıda ise bu faiz oranını korumuştur. İktisadi faaliyete ilişkin açıklanan veriler tahmin edilenden daha olumlu seviyelerde gerçekleşmesine rağmen TCMB, faiz indiriminin gerekçesini jeopolitik risklerin ve faiz artışlarının da etkisi ile gelişmiş ülke ekonomilerinde resesyon endişelerinin sürmesine bağlamıştır. Karar metninde Şubat'ta yaşanan Kahramanmaraş merkezli ve 11 ilde yıkıma sebep olan depremin üretim, tüketim, istihdam ve beklentiler üzerindeki etkilerinin kapsamlı olarak değerlendirildiği ve sanayi üretiminde yakalanan



İvmenin sürdürülebilir hale gelmesi adına destekleyici politikaları sürdürmeye devam edeceği belirtilmiştir.

Türkiye ekonomisi zincirlenmiş hacim endeksine göre 2022 yılında yıllık bazda %5,6 oranında büyüme kaydetmiştir. 2021'in zincirlenmiş hacim endeksine göre mal ve hizmet ihracatı %9,1, ithalatı %7,9 artmıştır. Mal ve hizmet ihracatı, 2022'nin dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak %3,3 azalırken, ithalatı %10,2 artış kaydetmiştir.

Mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı 2023 Şubat'ta bir önceki aya göre 0,3 puan artarak %10,0 seviyesine yükselmiştir. Şubat'ta imalat PMI aylık bazda artış kaydederek 50,1 değerini almış olup sektörde iyileşme çabalarının devam ettiğine işaret etmektedir. Yine 2023 Şubat ayında cari açık 8,7 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Artış eğilimini sürdüren 12 aylık kümülatif cari açık ise 55,4 milyar USD ile son on yılın en yüksek değeri ulaşmıştır. Merkezi yönetim bütçesi Mart ayında 47,2 milyar TL açık, Ocak-Mart döneminde 250 milyar TL açık vermiştir. Küresel petrol fiyatlarındaki gerileme eğilimi, döviz kurlarındaki sınırlı yükseliş ve baz etkisiyle birlikte Mart'ta TÜFE ve Yİ-ÜFE'deki artışları sınırlandırmıştır. Bu dönemde aylık enflasyon TÜFE'de %2,29, Yİ-ÜFE'de %0,44 iken yıllık TÜFE, %50,51 olarak gerçekleşmiştir.

6 Şubat 2023 tarihinde yaşanan Kahramanmaraş ve Hatay depremlerinin Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı raporuna göre Türkiye ekonomisi üzerindeki toplam yükünün yaklaşık 2 trilyon lira (103,6 milyar dolar) olduğu açıklanmıştır. Bu tutarın 2023 yılı Türkiye milli gelirinin yaklaşık %9'una ulaşabileceğine dikkat çekilmiştir. Başkanlığın hazırladığı "2023 Kahramanmaraş ve Hatay Depremleri Raporu"nda, depremler nedeniyle yarım milyondan fazla binanın hasar gördüğü, iletişim ve enerji altyapısı zarara uğradığı ve önemli maddi kayıplar olduğu ortaya konulmuştur. 11 ili kapsayan afet bölgesinde 3,8 milyon kişi istihdam edilirken, bölgenin ülke istihdamı içindeki payı ise %13,3 düzeyindedir. 2021 yılında Türkiye genelinde kaydedilen %11,4'lük ekonomik büyümeye depremden etkilenen 11 ilin katkısının 0,98 puan olduğu, bu illerin 2022 yılı ihracatı içindeki payının da %8,6 olarak hesaplandığı kaydedilmiştir.

Raporda deprem hasarı, sosyal sektörler (konut, eğitim, sağlık, istihdam, çevre), altyapı sektörleri (içme suyu-kanalizasyon, belediye hizmetleri, enerji, ulaştırma, haberleşme) ve ekonomik sektörler (tarım, madencilik, imalat sanayi, turizm) ayrımında incelenmiştir. Depremin Türkiye ekonomisi üzerindeki toplam yükü içinde en önemli bileşenini, 1 trilyon 73,9 milyar lirayla (56,9 milyar dolar) konut hasarı oluşturmuş olup ikinci ağırlıklı hasar kalemini ise, 242,5 milyar lira (12,9 milyar dolar) ile kamu altyapısı ve hizmet binalarındaki yıkımın oluşturduğu belirtilmiştir. Konut hariç özel kesim hasarı da, 222,4 milyar lira (11,8 milyar dolar) ile bir diğer önemli hasar kalemi olmuştur.

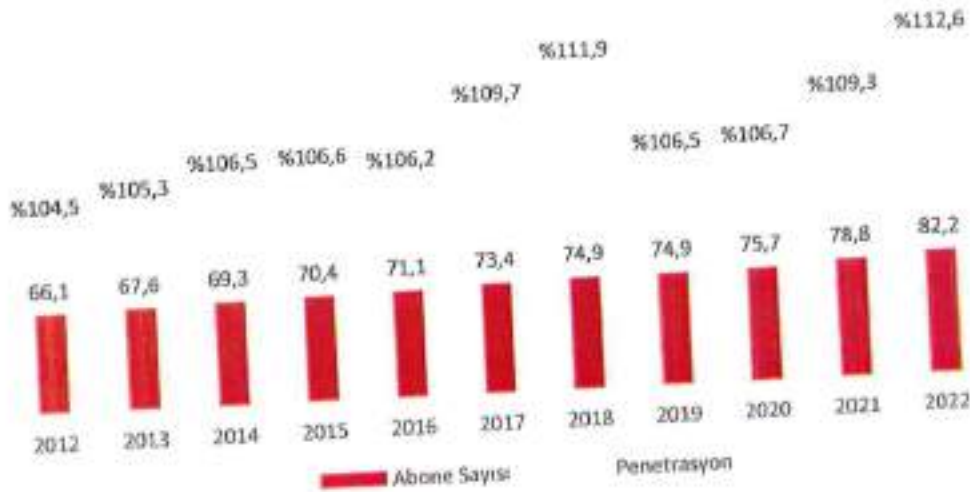
3. TÜRKİYE MOBİL TELEFON SEKTÖRÜ

Türkiye, birinci nesil mobil telekomünikasyon teknolojisini 1986'da kullanmaya başlamıştır. İkinci nesil teknoloji, mobil teknoloji olarak tanımlanan GSM (Global System for Mobile Communications-Mobil İletişim için Küresel Sistem) hizmeti ise 1994 yılından beri kullanılmaktadır. Sektör GSM kullanımı ile birlikte geçtiğimiz 29 yıl içerisinde gerek dünya da gerekse de Türkiye'de ekonominin ve iletişimin en önemli yapı taşlarından biri olmuştur. Telekomünikasyon sektöründe talep artan nüfusla doğru orantılı artmakta, katlanarak hızlanan dijitalleşme trendi ise bu hızı ivmelendirmektedir. Geçen yıllar itibarıyla teknolojinin gelişmesi mobil telefonların da evrimleşmesine sebep olmuş, insanların yalnızca sözlü iletişim aracı olarak kullandığı bir cihaz olmaktan ziyade internet erişimi altyapısı sayesinde günlük hayatın vazgeçilmez bir ihtiyaç haline almıştır.

Sektörün Türkiye'deki düzenleyici kurumunda bulunan Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu, sektörel gelişmeleri içeren yıl içinde üç aylık periyotlarda Pazar verileri raporu yayınlamaktadır. BTK'nin 2022

yılı 4. Çeyrek raporuna göre, Aralık 2022 sonu itibarıyla Türkiye’de yaklaşık %105,9 yaygınlık oranına karşılık gelen, toplam 90.297.565 11 mobil abone bulunmaktadır. Mobil cihazların genellikle 9 yaş ve üstü kişiler tarafından kullanıldığı varsayımından hareketle mobil yaygınlık oranı ilgili tarih itibarıyla %112,6 olarak gerçekleşmiştir.

Mobil Abone Sayısı ve 0-9 Yaş Hariç Nüfusa Göre Yaygınlık



Kaynak: BTK

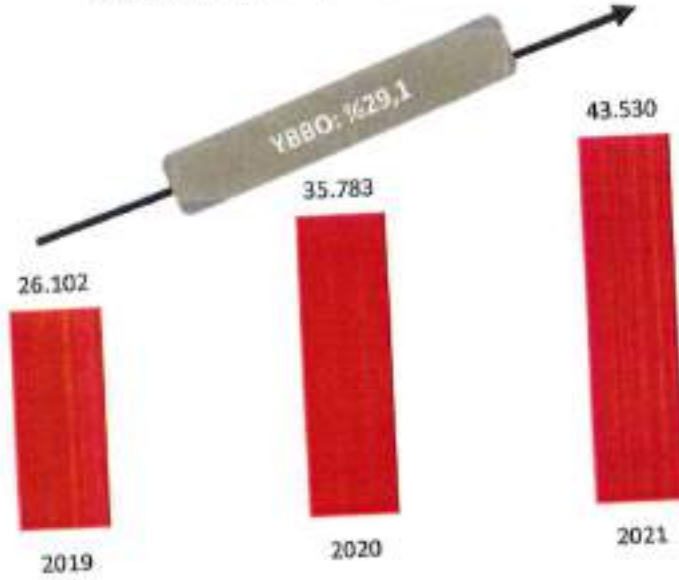
2011 yılı itibarıyla 3G teknolojisini ve 2016 yılı itibarıyla da 4.5G teknolojisini Türkiye’de kullanıma girmesiyle ivmelenen mobil internet hızı ve bant genişliği, mobil internet kullanımının gelişmesindeki en önemli etkenler arasındadır. Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu verilerine göre, 2022 yılı dördüncü çeyrekte 3G abone sayısı 4.5G hizmetinin hayata geçmesinin ardından düşüşünü sürdürerek 4.196.915 olurken, 4.5G abone sayısı 82.888.054’e ulaşmıştır. 3G ve 4.5G hizmetiyle birlikte mobil bilgisayardan ve cepten internet hizmeti alan mobil geniş bant abone sayısı 71.651.056, sadece 4.5G hizmetiyle birlikte mobil bilgisayardan ve cepten internet hizmeti alan mobil geniş bant abone sayısı da 63.767.397 olmuştur. 2022 yılı dördüncü çeyrekte toplam mobil internet kullanım miktarı ise 3.114.238 TByte, 4.5G kullanıcılarının toplam mobil internet kullanım miktarı ise 2.980.352 TByte olarak gerçekleşmiştir.

	2021-2	2022-3	2021-4	2022-1	2022-2	2022-3	2022-4
3G Abone Sayısı	4.212.094	4.176.529	4.097.636	4.010.170	3.948.974	4.337.377	4.196.915
4.5G Abone Sayısı	78.465.174	80.750.906	80.192.804	81.330.390	82.385.147	83.437.285	82.888.054
Mobil Cepten İnternet (4.5G)	277.570	273.397	312.940	313.780	389.160	447.674	475.662
Mobil Cepten İnternet (Toplan)	67.857.214	69.276.392	69.581.807	70.018.010	70.456.341	71.929.584	70.944.563

Kaynak: BTK

Sektördeki ciro büyüklüğü 2018 yılı itibarıyla dövizde yaşanan kur artışlarıyla da doğru orantılı olarak artmaktadır. GFK verilerine göre, Türkiye Telekom sektörü, 2019 yılında 26,1 milyar TL'den 2020 yılında 35,8 milyar TL pazar büyüklüğüne ulaşmış ve 2021 yılında %21,6'lık artışla birlikte 43,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. Telekom sektörü akıllı ve mobil cep telefonları, kulaklıklar ve giyilebilir cihazlar olmak üzere üç ana kategoriye ayrılmaktadır. 2021 yılında toplam Telekom sektör pazarının %93,2'si akıllı ve mobil telefon pazarından oluşmaktadır.

Telekom Pazar Büyüklüğü (Milyon TL)



Kaynak: GFK

Pazar yukarıda grafikte belirtilen ciro gelişiminin ifade ettiği gibi Türkiye ekonomisi içinde önemli bir büyüklüğe sahiptir. Türkiye'de her yıl yaklaşık 1.000.000 kişi ilk defa mobil telefon satın almaktadır. Türkiye'de son yıllarda uygulanan kredi kartı ile satışlarda getirilen taksit kısıtlamaları, telekomünikasyon operatörleri kampanyaları kapsamında belirli tutarlara kadar taksitli satış sınırlamalarının getirilmesi, 200 ABD Doları gümrük değeri altındaki cihazlar için gözetim belgesi uygulanması, son yıllarda pazarda satılan ürün sayısında yatay bir seyre yol açmıştır.

Gözetim belgesi uygulaması ile birlikte, Türkiye'de altı yeni cep telefonu fabrikası 2021 itibarıyla kurulmuş olup, pazarda yeniden büyüme trendine geçiş gözlemlenmektedir. Ayrıca 2023 itibarıyla lansmanı yapılmış olan 5G, yeni nesil iletişim şebekeleri, insanların mevcut telefonlarını değiştirme ihtiyaçlarını tetikleyebilecek olup, sektörün ileriyeye dönük beklentilerini pozitif olarak beslemektedir.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Mah. Gence Sok. No: 29
Kat: 10 Beşiktaş/İST.
Tic. Sic. No: 270993 / Mersis: 08100015000001000000

4. REEDER BİLİŞİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

4.1. GENEL BİLGİ

Reeder Bilişim, 10.06.2013 tarihinde "Kontent Bilişim Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" unvanı ile İstanbul Ticaret Sicili nezdinde tescil edilerek kurulmuş olup, günümüzde Türkiye'de akıllı telefon, tablet ve diğer teknolojik cihazların satışında önemli pazar payı olan bir şirket olarak konumlanmıştır. Reeder Bilişim'in ticaret unvanı, güncel unvanı olan "Reeder Bilişim Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" olarak tadil edilmiş olup; söz konusu tadil 05.11.2015 tarihinde ticaret siciline tescil edilmiştir.

Şirketin faaliyet bilgileri ticaret sicilinden alınan bilgilere göre aşağıdaki gibidir:

Ticaret Unvanı	:	Reeder Bilişim Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi
Adresi	:	İncesu Mahallesi Sıncak Caddesi No:100/1 Atakum/Samsun
Mersis No	:	0576050295900019
Ticaret Sicil No	:	2725-Tekkeköy
Kayıtlı Sermaye	:	20.350.000,00
Faaliyet Konusu	:	Ticari Amaçlı Bilgi İşlem Merkezleri Kurmak Ve Bu Merkezlerin Yurt İçi ve Yurt Dışı Data Şebekeleri İle İrtibatını Sağlamak ve Ana Sözleşmesinde Yazılı Olan Diğer İşler.

29.03.2018 tarihinde Selekt Telekom ve Teknoloji Ürünleri Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi ("Selekt Telekom") unvanı ile kurulan Selekt Telekom ile Reeder Bilişim, Reeder Bilişim bünyesinde birleşmiştir. Sürecin kronolojik aşamaları aşağıda yer almaktadır.

- Selekt Telekom'un 15.11.2021 tarihinden önce toplam 1 milyon TL'lik sermayesinde ortaklık yapısı %48 Uygur Saral, %16 Yusuf Çelenk ve %36 Reeder Bilişim olarak şekillenmekteydi.
- Selekt Telekom'un, 15.11.2021 tarihinde ticaret siciline tescil edilen sermaye artırımını ile sermayesi 1.000.000 TL'den 6.000.000 TL'ye artırılmıştır. Söz konusu sermaye artırımına, Reeder Bilişim katılmamış ve diğer pay sahipleri olan Uygur Saral ve Yusuf Çelenk, mevcut paylarının birbirine olan oranına göre (3'e 1 oranında) bu sermaye artırımına katılmışlardır. Bunun neticesinde Reeder Bilişim'in Selekt Telekom sermayesindeki pay sahipliği sulanarak, %36'dan %6'ya düşmüştür. Bu sermaye artırımını neticesinde Selekt Telekom'un sermayesinin %70,50'si Uygur Saral'a, %23,50'si Yusuf Çelenk'e ve %6'sı Reeder Bilişim'e ait olmuştur.
- Selekt Telekom'un 25.11.2021 tarihinde ticaret siciline tescil edilen sermaye artırımını ile sermayesi 6.000.000 TL'den 19.000.000 TL'ye artırılmıştır. Bu sermaye artırımını, geçmiş yıl kârlarının sermayeye eklenmesi suretiyle, iç kaynaklardan gerçekleştirilmiştir. Dolayısıyla bu sermaye artırımını neticesinde pay sahiplerinin pay sahipliği oranları değişmemiştir.
- Reeder Bilişim ile Selekt Telekom, Reeder Bilişim bünyesinde birleşmiş; bu birleşme 08.03.2022 tarihinde ticaret sicil müdürlüğü nezdinde tescil edilmiş ve Selekt Telekom anılan birleşme neticesinde tasfiyesiz infisah etmiştir. Anılan birleşme neticesinde Reeder Bilişim'in sermayesi 50.000 TL'den 19.050.000 TL'ye artırılmıştır. Birleşme neticesinde Reeder Bilişim'in sermayesinin %73,25'i Uygur Saral'a, %1,87'si Müşerref Sezen Saral'a, %1,25'i Fatma Sibel Çöl'e, %0,19'u Süreyya Saral'a ve %23,44'ü Yusuf Çelenk'e ait olmuştur.
- 28.05.2022 tarihinde Reeder Bilişim sermayesinde pay sahibi olan Müşerref Sezen Saral, Fatma Sibel Çöl, Süreyya Saral ve Yusuf Çelenk, sahip oldukları payların tamamını Reeder Teknoloji'ye



- devretmiştir. Reeder Bilişim'in diğer pay sahibi olan Uygur Saral ise, sermayenin %72,63'ünü temsil eden payları Reeder Teknoloji'ye devretmiştir. Bu pay devirleri neticesinde Reeder Bilişim sermayesinin %99,38'i Reeder Teknoloji'ye ve %0,62'si Uygur Saral'a ait olmuştur.
- 29.09.2022 tarihinde ticaret sicil müdürlüğü nezdinde tescil edilen sermaye artırımını ile, Reeder Bilişim'in sermayesi 19.050.000 TL'den 20.250.000 TL'ye artırılmıştır. Bu sermaye artırımında, Reeder Bilişim'in mevcut pay sahiplerinin tamamının rüçhan hakları kısıtlanmış ve artırılan sermayenin tamamı Reeder Bilişim'e sermaye artırımını yoluyla iştirak eden Sami Yürüşen tarafından taahhüt edilerek, emisyon primi de dahil toplamda 52.000.000 TL tutar, Reeder Bilişim'e ödenmiştir.
 - Bu sermaye artırımını neticesinde Reeder Bilişim sermayesinin (i) %93,03'ü Reeder Teknoloji'ye, (ii) %0,58'i Uygur Saral'a ve (iii) %6,39'u Sami Yürüşen'e ait olmuştur. Ayrıca bu sermaye artırımını ile birlikte, Reeder Bilişim esas sözleşmesinde pay gruplarına tanınan imtiyazlarda da değişiklik yapılmıştır.

Reeder Bilişim, teknolojik cihazların toptan ticareti faaliyetini yürütmektedir. Reeder Bilişim, Reeder Teknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Reeder Teknoloji") tarafından üretilen ürünlerin, Reeder Elektronik Akademi ve Mağazacılık Ticaret A.Ş. ("Reeder Elektronik") tarafından yürütülen Reeder mağazalarında satış dışında kalan diğer tüm satış faaliyetlerini yürütmektedir.

Reeder Teknoloji'nin faaliyet konusu, Esas Sözleşmesi'ne göre, her türlü teknoloji ürününün, akıllı telefon, tablet bilgisayar, giyilebilir teknoloji ürünleri, video ve televizyon, dizüstü bilgisayar, masaüstü bilgisayar, haberleşme iletişim, ses, görüntü ve bilgi kayıt, nakil transferi, kopyalanması, yansıtılmasına yarayan ürünler ve parçaları, bilgi işlem cihaz ve ekipmanlarıyla elektrik, elektronik, mekanik, pnomatik sistemlerinin üretimi montajı, alımı, satımı, ithalatı, ihracatı, kiralanması, dağıtımı ve teknik servisi, araştırma, geliştirme, yenilik ve inovasyon faaliyetleri yürütmek, Ar-Ge ve yenilik yoluyla teknolojik bilgi üretilmesini, üründe ve üretim süreçlerinde yenilik yapılmasını, ürün kalitesi ve standardının yükseltilmesini, verimliliğin artırılmasını, üretim maliyetlerinin düşürülmesini, teknolojik bilginin ticarileştirilmesini sağlayacak faaliyetlerde bulunmaktadır. Reeder Teknoloji'nin 31.12.2022 itibarıyla satışlarının %96,24'ünü Reeder Bilişim'e ve %3,01'ini Reeder Elektronik'e gerçekleştirmiştir.

Reeder Elektronik ise, Reeder Teknoloji'nin ürünlerinin "ReeDükkan" isimli mağazalarda tüketiciye satışını gerçekleştirmektedir. 2021 yılında Samsun'da, "Saha Akademi Bilgisayar Teknoloji Tic. Ltd. Şti." unvanı ile kurulmuştur. Reeder Elektronik'in 31.12.2022 tarihi itibarıyla 51 lide 70 adet mağazası bulunmakta olup, 2023 yılı içerisinde toplam mağaza sayısının 200'e ulaşması hedeflenmektedir. Reeder Elektronik bu mağazalarda Reeder markalı ürünlerin satışını gerçekleştirmektedir. Reeder Elektronik, güncel durumda Reeder Teknoloji'nin ürünleri için teknik servis kabul merkezi olarak da faaliyet göstermektedir.

Reeder Bilişim'in 31.12.2022 tarihindeki sermayesi her biri 1 TL nominal değerli 20.350.000 adet paydan oluşmakta olup, Reeder Teknoloji bu payların %93,03'üne sahiptir. Bununla birlikte, Reeder Bilişim'in sermayesindeki paylara tanınan imtiyazlar neticesinde, Reeder Teknoloji, Reeder Bilişim'in dağıtacağı kâr payında imtiyaz sahibi olup; Reeder Bilişim'in yönetim kontrolüne sahip değildir.

ZİRAAT YATIRIM

MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Yatırım Mah. Gönca Sok. No: 22

Çuk Pasajı Kat: 1 Beşiktaş

İstanbul / Türkiye V.B. No: 298/01/2013



4.2. FAALİYETLERİ

Reeder Bilişim, Reeder Teknoloji tarafından üretilen Reeder markalı ürünlerin üçüncü kişilere toptan satış, pazarlama ve dağıtımının yapılması hususunda faaliyet göstermektedir. Bu kapsamda Reeder Bilişim, Reeder Teknoloji'den satın aldığı ürünlerin, ulusal zincir marketler, diğer teknoloji şirketleri ve online (çevrimiçi) platformlar gibi çeşitli şirketlere toptan satışını gerçekleştirmektedir.

Reeder marka ürünlerin satış kanalı olarak faaliyet gösteren Şirket, GSM Operatörlerinin (Turkcell, Türk Telekom ve Vodafone) distribütörleriyle yapılan anlaşmalar doğrultusunda teknoloji pazarında hızlı bir büyüme gerçekleştirmiş ve cirosu 1.900.000.000 TL'ye ulaşmıştır.

Turkcell satış noktaları için; KVK ve Genpa bayileri, Türk Telekom satış noktaları için; Port ve Mobitel, Vodafone satış noktaları için; Arena Connect ve Ouno, dijital satış noktaları için Hepsiburada, Amazon, Teknosa, Doğa Mobil, Teknoteks'te aktif satış faaliyeti devam etmektedir. Reeder Bilişim'in cep telefonu satış noktaları, 2022 yılında, 1.200 Turkcell, 1.000 Vodafone ve 300 Türk Telekom satış noktası ile birlikte münhasır ve münhasır olmayan kanal toplamında 10.000 noktaya ulaşmıştır.

Şirket'in 2023 yılında hedefi; GSM tarafında ulaşılan 10.000 satış noktasına ek olarak 20.000 zincir mağaza yayılımına ulaşmak, aynı zamanda online kanalda büyüyerek satış adedini 7.500 adede çıkartmak, toplamda 100.000 adet ürün satarak pazar payını %14 olarak gerçekleştirmektir. Hedeflenen adetlerle ulaşılabilecek ciro 3.000.000.000 TL olarak hedeflenmektedir.

Reeder Bilişim kendi müşterileri ile avans çekiyle ödeme yöntemiyle çalışmaktadır. Sipariş tutarının bir kısmının avans çeki ile sipariş esnasında ödendiği durumlarda Reeder Bilişim, sipariş tutarının kalan kısmını da müşterisinden siparişin tesliminden önce tahsil etmektedir. Reeder Bilişim hangi müşterisi ile hangi yöntemle başvurarak çalışacağına, ilgili müşterinin geçmiş ödeme performansını ve müşterinin güncel durumundaki finansal durumunu dikkate alarak karar vermektedir. Bu kapsamda Reeder Bilişim, Reeder Teknoloji'ye sipariş ilettiğinde, çoğunlukla kendi müşterilerinden temin etmiş olduğu avans çeklerini Reeder Teknoloji'ye ciro etmek suretiyle teslim etmekte ve Reeder Teknoloji'ye olan ödemelerini bu şekilde gerçekleştirmektedir. Reeder Bilişim ve Reeder Teknoloji, cari hesap sistemi ile çalışmakta, günlük bazda mutabakatlar yapmaktadır. Günlük mutabakatlara göre cari hesapta Reeder Teknoloji, Reeder Bilişim'e borçlu olduğu durumlarda, Şirket, borç tutarı kadar Reeder Bilişim'e ürün satışı ve teslimi gerçekleştirerek cari hesap bakiyesini sıfırlamaktadır.

Reeder Bilişim, %93,03 ortığı olan Reeder Teknoloji'nin satmış olduğu telefon, tablet ve diğer cihazların 2022 yılı verilerine göre %96,24'ünü satın almıştır. Bu durum Reeder Bilişim'in, Reeder Grubu içerisindeki satış şirketi olduğunun göstergesidir.

IPSOS Türkiye tarafından Aralık 2022'de yapılan Reeder Marka Bilinirliği Araştırmasına göre, Reeder marka ürünlerin pazarda tüketici nezdinde bilinirlik oranı 2021 başında %9 civarındayken 2022 yılsonu itibarıyla %41 seviyesine ulaşmıştır. Yapılan araştırmada cep telefonunun, bilinirliği en yüksek Reeder ürünü olduğu ve cep telefonunun bilinirliğinin eğilimsel olarak artmaya devam ettiği ifade edilmiştir. Yapılan bu araştırmada Reeder'ı bilenlerin %64'ünün markaya güvendiği ve bu oranın Haziran 2021'de yapılan aynı araştırma sonucuna göre anlamlı olarak arttığı ifade edilmiştir.(Haziran 2022 %58).

Reeder Bilişim bünyesinde Reeder marka cihazlar dışında da cihazlar satılmaktadır. Bu markalar Apple, Samsung, Xiaomi, Oppo gibi sektörün tüm önemli markalarını kapsamaktadır. Şirketin 2022 yılına ilişkin satışları aşağıdaki gibidir:

Marka		Satış	Yüzde
Apple	Adet	18.921	%1,84
	Tutar TL	139.017.105,12	%7,40
Reeder	Adet	981.848	%95,66
	Tutar TL	1.653.327.952,98	%88,04
Samsung	Adet	4.290	%0,42
	Tutar TL	12.924.056,95	%0,69
Xiaomi/Redmi	Adet	13.263	%1,29
	Tutar TL	60.930.560,56	%3,24
Oppo	Adet	1.501	%0,15
	Tutar TL	4.831.627,97	%0,26
Realme	Adet	1.339	%0,13
	Tutar TL	2.382.966,10	%0,13
Alcatel	Adet	5.225	%0,51
	Tutar TL	4.605.084,75	%0,25
Toplam	Adet	1.026.387	
	Tutar TL	1.878.019.354,41	

Satışlar ağırlıklı olarak Reeder markası üzerinden yapılmaktadır. Satışların adet bazında %95,66'sını, tutar bazında %88,04'ünü Reeder markası oluşturmaktadır.

4.3. PAZARDAKİ KONUMU

Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu tarafından açıklanan Türkiye Elektronik Haberleşme Sektörü Üç Aylık Pazar Verileri Raporu'nda markalara göre yıl içinde yapılmış IMEI kayıtları bilgisinden elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir:

2022 Yılı IMEI Kayıt Sayıları (Bin)						
Şirket	1. Çeyrek	2. Çeyrek	3. Çeyrek	4. Çeyrek	Toplam	Oran
Samsung	736	683	715	850	2.984	%27,12
Apple	429	489	451	652	2.021	%18,37
Redmi	212	415	289	407	1.323	%12,03
Oppo	100	265	149	111	625	%5,68
Reeder	160	120	60	240	580	%5,27
Huawei	0	0	0	0	0	%0,00
General Mobile	63	124	0	0	187	%1,70
Tecno	58	175	69	100	402	%3,65
Omix	50	0	102	95	247	%2,25
Hiking	43	0	124	0	167	%1,52
Poco	0	105	0	0	105	%0,95
Realme	0	96	90	0	186	%1,69
Vivo	0	0	80	101	181	%1,65
Qukitel	0	0	0	141	141	%1,28
Diğer	149	428	1.031	244	1.852	%16,83
TOPLAM	2.000	2.900	3.160	2.941	11.001	%100,00

5. REEDER BİLİŞİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş. ŞİRKET DEĞERLEMESİ

Uluslararası Değerleme Standartları UDS'ye göre 3 temel değerlendirme yaklaşımı bulunmaktadır.

- A. Pazar Yaklaşımı
- B. Gelir Yaklaşımı
- C. Maliyet Yaklaşımı

Bu temel değerlendirme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içermektedir. Teoride ve uygulamada çok fazla değerlendirme yöntemleri mevcut olmakla birlikte öncelikli olarak genel kabul görmüş yaklaşımlar aşağıdaki gibidir:

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- Net Aktif Değer Yöntemi
- Temettü Kapitalizasyonu Yöntemi

Bunlara ek olarak birçok değerlendirme yaklaşımı bulunmasına karşılık, bu değerlendirme çalışmasında Reeder Bilişim için en uygun yöntem olarak gördüğümüz "Piyasa Çarpanları" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemleri kullanılmıştır.

Ziraat Yatırım olarak Şirket yetkilileri ile yapılan görüşmelerde ileriye yönelik olarak gerek faaliyet gerekse finansal içerikli 2022-2030 yıllarını kapsayan 9 yıllık projeksiyonlar iletilmiştir.

5.1. DEĞERLEME KAVRAMLARI

5.1.1. DEĞER TANIMI

Rapor'un bu bölümünde ulaşılan "şirket değeri", değerlemeye konu REEDER BİLİŞİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş. toplam öz kaynak değeridir.

5.1.2. DEĞERLEMENİN AMACI

İşbu Değerleme, REEDER BİLİŞİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş. hisselerinin değerinin tespit edilmesine yönelik olarak hazırlanmıştır.

5.1.3. PAZAR KAVRAMI

Değerleme'ye konu REEDER BİLİŞİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.'nin değerlendirilmesi arz ve talep ilkesine uygun olarak 'Pazar Değeri' esasına göre yapılmıştır. Pazar değeri, değerlemenin yapıldığı tarihte açık piyasada satışa sunulmuş olması durumunda, REEDER BİLİŞİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.'nin el değiştireceği tutarın bir temsildir. Pazar değeri, bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Pazar dışı değer ise, pazar değeri tahminlerine karşılık gelmeyen özel şartları, finansman şartlarını, vergilendirme ve iskonto oranlarını içermesi durumunda elde edilen değer takdiridir. Bu işlemin sonucu, arz ve talebi yansıtan bir pazar değeri tahmininden ziyade iletilen varsayımlara özel olan yatırım değeri veya ederi tahminidir.

Pazar değeri esasına açıklık getiren bazı kavramlar aşağıda açıklanmaktadır:

a. İstekli alıcı, istekli satıcı

Pazar değeri esası, istekli (motive olmuş ancak zorunluluk altında bulunmayan) alıcı ve satıcının satın alma işlemlerinin yürütülmesinde hiçbir zorlama altında olmadan şirketin değerini etkileyebilecek konularla ilgili bütün bilgilere sahip oldukları takdirde oluşacak alım satım değerini kabul etmektedir.

b. İşletmenin sürekliliği

Şirket, normal olarak, ticari ve ekonomik faaliyetlerini sürdüren, yani yakın gelecekte faaliyetlerine devam edecek olan bir tüzel kişilik olarak görülmektedir. İşletmenin tasfiye olma ya da faaliyetlerinin kapsamını maddi olarak azaltma niyeti veya gereği içerisinde olmadığı varsayılmaktadır.

c. Değer kavramı

Değer kavramı, satışa konu bir şirketin alıcıları ve satıcıları tarafından makul ölçüler çerçevesinde sonuçlandırılabilir en olası fiyat anlamına gelmektedir. Bu anlamda değer, alıcı ve satıcıların üzerinde uzlaşmaya varacakları varsayımsal (takdiri) fiyatı temsil etmektedir. Şirketin kesin değeri, herhangi bir satış işlemi alıcı ve satıcı arasında nihai olarak anlaşmaya varılan gerçekleşmiş fiyat olacaktır.

Rapor'un bu bölümünde bulunan değer, satış veya satın alma maliyetleri ve herhangi bir ilişkili verginin mahsubu göz önüne alınmaksızın bulunan değerdir.

5.2. GENEL VARSAYIMLAR

Bu bölümde 2022-2030 yıllarına ilişkin satış adetleri ve gelirleri, maliyet kalemleri ve FAVÖK değerleri pazara ilişkin öngörüler dikkate alınarak hazırlanmış projeksiyonlar yer almaktadır. Bu projeksiyonlar Reeder Teknoloji ve Şirket tarafından hazırlanıp, Ziraat Yatırım'a iletilmiştir.

Aşağıda, yapılan projeksiyonlara ilişkin tespit ettiğimiz varsayımlar yer almaktadır.

5.2.1. EMSAL KARŞILAŞTIRMA YÖNTEMİ

5.2.1.1. TANIM

Emsal Karşılaştırma yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikli şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmak olarak tanımlanır. Bu yaklaşımda kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü şunlardır:

- Yatırımcıların alım satım yaptığı Menkul Kıymet Borsaları,
- Şirket paylarının blok satışının yapıldığı piyasalar (Toptan Satış Pazarları),
- Değerleme konusu şirketin mülkiyet devrine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemler.

Emsal karşılaştırma yöntemi kapsamında kullanılan piyasa çarpanları analizi, genel olarak değerlendirilmesi yapılan şirketin özellikleri gözden geçirilip gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra, benzer sektörde halka açık şirketlerden ve yakın dönemde gerçekleşmiş işlemlerden temin edilen bilgi ve verilere dayanmaktadır. Değerlemeye konu şirketin ekonomik, finansal, sektörel verilerinden yola çıkılarak, benzer sektörlerde yer alan, oluşmuş piyasa fiyatlarına göre beklenen şirket değeri tahmin edilmeye çalışılır. Bu çalışmalarda, daha yakın tahmini değerler vermesi beklenen sektörel ortalamalar kullanılmakta veya veri azlığı gibi nedenlerle genel piyasa ortalamalarına başvurulmaktadır. Piyasa çarpanları yöntemi uygulaması, belirli bir anda birden çok şirket için oluşmuş hisse senedi fiyatları ile bu şirketlere ait veriler arasında bir ilişki kurarak yapılmaktadır. Bu yöntemde bir işletme için gelecek dönemlerde sürdürülebilir seviyede bir kazanç öngörülmekte ve bu kazançlara uygun çarpanları uygulayarak işletmenin tahmini değerine ulaşılmaktadır.

Değerlemesi yapılan işletmenin sürdürülebilir kazançları gözden geçirilirken dikkate alınacak faktörler arasında, işletmenin geçmiş performansının beklenen düzeyde gelecek işletme performansını yansıtmasının gerekliliği yer almaktadır. Bu gereklilik özellikle gelişme durumunda veya işletme ortamında önemli değişiklikler yapıldığında veya ele alınan işletmenin dönemsel faaliyet gerçekleştirmesi durumunda da geçerlidir.

5.2.1.2. ŞİRKET'İN FİNANSAL TABLOLARI

Şirket'in 2019-2021 yıllarını kapsayan bağımsız denetimden geçmemiş özet finansalları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

TL	Bağımsız Denetimden Geçmemiş	Bağımsız Denetimden Geçmemiş	Bağımsız Denetimden Geçmemiş
Dönem	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	15.976.024	79.369.557	180.245.541
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.643.215	18.272.144	5.811.822
Ticari Alacaklar	8.685.099	38.693.351	106.716.097
Diğer Alacaklar	53.368	1.913	176.798
Stoklar	5.417.202	22.400.133	67.484.582
Diğer Dönen Varlıklar	177.140	2.016	56.242
Duran Varlıklar	683.453	455.345	11.004.527
Maddi Duran Varlıklar	301.084	257.171	2.562.889
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	51.808	28.038	11.233
Gelecek Yıllara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	15.560	170.137	3.430.190
Diğer Alacaklar	315.000	-	5.000.215
TOPLAM VARLIKLAR	16.659.476	79.824.903	191.250.068

TL	Bağımsız Denetimden Geçmemiş	Bağımsız Denetimden Geçmemiş	Bağımsız Denetimden Geçmemiş
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Dönem			
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.911.101	63.878.267	141.482.794
Ticari Borçlar	13.828.922	59.066.909	139.028.067
Diğer Borçlar	6.916	1.137	6.030
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	75.264	4.810.222	2.448.696
Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	1.071.393	949.494
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	972.720	592.456
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	98.673	63.978

ÖZKAYNAKLAR	2.748.375	14.875.242	48.817.779
Ödenmiş Sermaye	1.000.000	1.000.000	19.000.000
Sermaye Yedekleri	-	-	10.656.767
Kâr Yedekleri	80.755	87.419	316.440
Geçmiş Yıllar Kârları	1.534.345	1.660.957	846.266
Dönem Net Kârı	133.276	12.126.867	17.998.307
TOPLAM KAYNAKLAR	16.659.476	79.824.903	191.250.068

Kaynak: Şirket Dokümanları

TL	Bağımsız Denetimden Geçmemiş	Bağımsız Denetimden Geçmemiş	Bağımsız Denetimden Geçmemiş
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Dönem			
Hasılat	107.147.877	695.474.652	1.075.791.451
Satışların Maliyeti (-)	(103.165.647)	(622.292.010)	(870.994.692)
BRÜT KAR/ZARAR	3.982.230	73.182.642	204.796.759
FAALİYET GİDERLERİ (-)	(3.512.777)	(55.786.415)	(161.457.013)
FAALİYET KARI/ZARARI	469.454	17.396.227	43.339.746
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelirler	67.660	459.995	1.727.894
Diğer Faaliyetlerden Olağan Giderler (-)	-	(192.236)	(98.887)
FİNANSMAN GİDERLERİ (-)	(689.700)	(2.452.693)	(20.507.480)
OLAĞAN KAR/ZARAR	(152.587)	15.211.293	24.461.273
Olağan Dışı Gelir ve Karlar	339.523	434.430	704.993
Olağan Dışı Gider ve Zarar (-)	(25.757)	(98.379)	(586.044)
DÖNEM KARI/(ZARARI)	161.180	15.547.344	24.580.222
Dönem Karı Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülük Karşılıkları (-)	(27.904)	(3.420.477)	(6.581.916)
DÖNEM NET KARI/(ZARARI)	133.276	12.126.867	17.998.307

Kaynak: Şirket Dokümanları

Şirket'in 2019-2021 yılları arasındaki bilançosu incelendiğinde aktif büyüklüğü sırasıyla, 2019 yılında 16.659.476 TL, 2020 yılında 79.824.903 TL ve 2021 yılında 191.250.068 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2019-2021 yılları arasında aktif büyüklüğü yıllık birleşik büyüme oranı cinsinden %238,8 olarak gerçekleşmiştir.

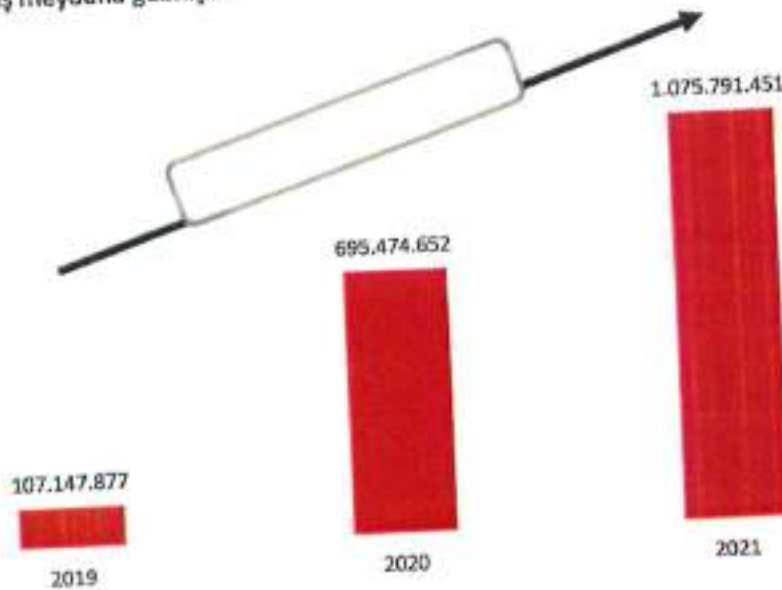
Şirket'in dönen varlıkları 2019-2021 yılları arasında yıllık birleşik büyüme oranı %235,9 olarak gerçekleşerek 2021 yılında 180.245.541 TL'ye ulaşmıştır. Dönen varlıklar içinde en büyük paya sahip olan iki kalem ticari alacaklar ve stoklar olarak ön plana çıkmaktadır. Şirket'in ticari alacakları 2019 yılında 8.685.099 TL olup, %250,5 yıllık birleşik büyüme oranı ile 2021 yılında 106.716.097 TL'ye ulaşmıştır. 2021 yılı için ticari alacakların dönen varlıklar içindeki payı %59,1'dir. Şirket'in stok gelişimi ise 2019 yılında 5.417.202 TL olup, %253,0 yıllık birleşik büyüme oranı ile 2021 yılında 67.484.582 TL'ye ulaşmıştır. Şirket stoklarının 2021 yılı için dönen varlıklar içindeki payı %37,4 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in duran varlıkları 2019-2021 yılları arasında yıllık birleşik büyüme oranı %301,3 olarak gerçekleşerek 2021 yılında 180.245.541 TL'ye ulaşmıştır. Duran varlıklar içinde en büyük paya sahip olan kalem maddi duran varlıklardır. Şirket'in maddi duran varlıkları 2019 yılında 301.084 TL olup, %191,8 yıllık birleşik büyüme oranı ile 2021 yılında 2.562.889 TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in maddi duran varlıkları 2021 yılı için duran varlıklar içindeki payı %23,3 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in özkaynakları 2019-2021 yılları arasında yıllık birleşik büyüme oranı %321,5 olarak gerçekleşerek 2021 yılında 48.817.779 TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in ödenmiş sermayesi 2019-2021 yıllarında sırasıyla, 1.000.000 TL, 1.000.000 TL ve 19.000.000 TL'dir.

2019-2021 Net Satış Gelişimi (TL):

Şirket'in net satış gelişimi 2019-2021 döneminde sırasıyla, 107.147.877 TL, 695.474.652 TL ve 1.075.791.451 TL olarak gerçekleşmiştir. 2019-2021 döneminde net satışlar %216,9 yıllık birleşik büyüme oranıyla tamamlanmıştır. Şirket'in 2021 yılı net satışlarında 2020 net satışlarının %54,7 üzerinde artış meydana gelmiştir.

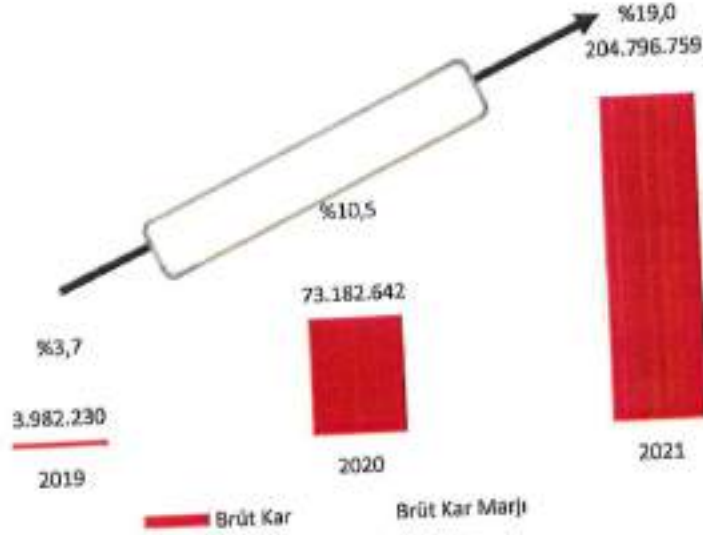


ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Mah. Gonca Sok. No: 32
Etiler Kat: 7 Beşiktaş/İST
Tic. Sic. No: 279801/00010
Mükellefler No: 398 01041/05



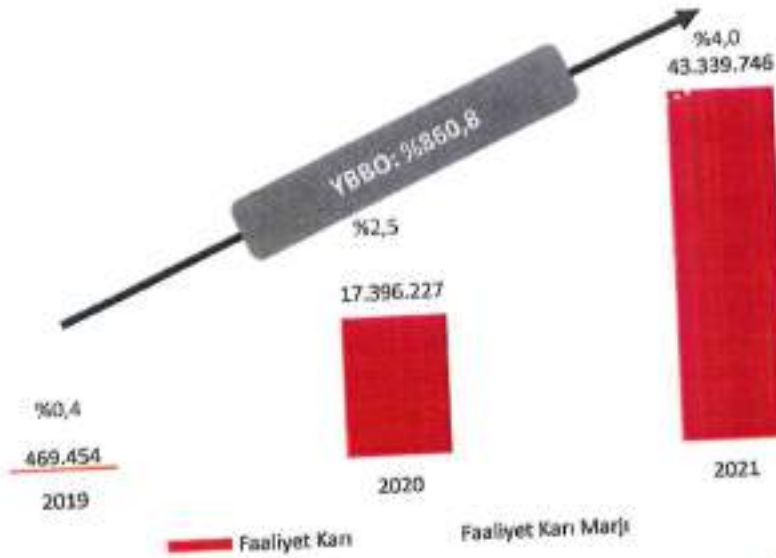
2019-2021 Brüt Kâr Gelişimi (TL):

Şirket'in brüt kâr gelişimi 2019-2021 döneminde sırasıyla, 3.982.230 TL, 73.182.642 TL ve 204.796.759 TL olarak gerçekleşmiştir. 2019-2021 döneminde brüt kârı %617,1 yıllık birleşik büyüme oranıyla tamamlanmıştır. Şirket'in 2021 yılı brüt kârı, 2020 brüt kârının %179,8 üzerinde bir artış göstermiştir. Ayrıca Şirket'in brüt kâr marjı 2019-2021 yıllarında sırasıyla, %3,4, %10,1 ve %17,7 olarak gerçekleşmiştir.



2019-2021 Faaliyet Kârı Gelişimi (TL):

Şirket'in faaliyet kârı gelişimi 2019-2021 döneminde sırasıyla, 469.454 TL, 17.396.227 TL ve 43.339.746 TL olarak gerçekleşmiştir. 2019-2021 döneminde faaliyet kârı %860,8 yıllık birleşik büyüme oranıyla tamamlanmıştır. Şirket'in 2021 yılı faaliyet kârı 2020 faaliyet kârının %149,1 üzerinde artış meydana gelmiştir. Ayrıca Şirket'in faaliyet kârı marjı 2019-2021 yıllarında sırasıyla, %0,4, %2,5 ve %4,0 olarak gerçekleşmiştir.



ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
K. Mah. Gönül Sok. No: 22
Etiler Pasajı Kat: 1 Beşiktaş/İST.
Tic. Sic. No: 271000 / Mersis No: 35010100000000000000

2019-2021 Net Kâr Gelişimi (TL):

Şirket'in net kâr gelişimi 2019-2021 döneminde sırasıyla, 133.276 TL, 12.126.867 TL ve 19.998.307 TL olarak gerçekleşmiştir. 2019-2021 döneminde net kârı %1.062,1 yıllık birleşik büyüme oranıyla tamamlanmıştır. Şirket'in 2021 yılı faaliyet kârı 2020 faaliyet kârının %48,4 üzerinde artış meydana gelmiştir. Ayrıca Şirket'in faaliyet kârı marjı 2019-2021 yıllarında sırasıyla, %0,1, %1,7 ve %1,7 olarak gerçekleşmiştir.



5.2.1.3. EMSAL KARŞILAŞTIRMA YÖNTEMİNE GÖRE DEĞERLEME

Piyasa çarpanları kapsamında incelenen şirketler benzerlik ve firma değeri büyüklükleri bakımından iki ana gruba ayrılmış olup, her bir grup için belirli oranlarda ağırlıklandırılarak ortalama bir çarpan sonucu hesaplanmıştır. Grup1 firmaları Reeder ile aynı sektörde faaliyet gösteren Türkiye'de operasyonlarını yürüten benzer şirketlerdir. Grup2 firmaları ise yurt dışında operasyonlarını yürüten benzer sektörde faaliyet gösteren halka açık şirketlerden oluşmaktadır.

Piyasa çarpanları kapsamında incelenen şirketler, yurt içi ve yurt dışı borsalarda işlem görmekte olduğu için iki gruba ayrılmıştır. Yapılan bu gruplandırmada iki grup için de eşit (%50) ağırlıklandırma verilerek Şirket'in özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi Değerlemesi kapsamında, benzer şirket olarak isimlendirilen şirketlerin 19 Mayıs 2022 (18 Mayıs 2022 seans sonu) piyasa değerleri üzerinden 2022 yılı FD/FAVÖK çarpanları elde edilerek kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları analizi kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 5,00x ve altında bulunan çarpan değerleri ile 30,0x ve üzerinde bulunanlar uç değer olarak nitelendirilip hesaplamalara dahil edilmemiştir.

Aşağıdaki tabloda grupların açıklamaları ve gruplandırmalara dahil edilen şirketlerin logoları bulunmaktadır:

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Lütfi Mith. Gonca Sok. No: 22
Etiler - Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 274990 / Mersis No: 08030010000000000000000000

Gruplar	Grup Tanımları	Firmalar
Grup 1: Yurt İçi Benzer Firmalar	Operasyonlarını yurt içinde yürüten benzer sektörde yer alan firmalar	    
Grup 2: Yurt Dışı Benzer Firmalar	Operasyonlarını yurt dışında yürüten benzer sektörde yer alan halka açık firmalar	        

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları Grup1 Yurt İçi Benzer Firmalar

Şirket	Ülke	Kısa Bilgi
Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.	Türkiye	Türkiye merkezli bir teknoloji dağıtım şirkettir. Şirket, bilgi teknolojileri (BT) ve elektronik ürün dağıtımını gerçekleştirmektedir. Şirketin sunduğu hizmetler arasında Bayinet, Mobil Bayinet Uygulaması, Baskı Teknolojileri Merkezi, Baskı Çözümleri Yönetimi ve Penta OnAir yer almaktadır.
Mobiltel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	Bir haberleşme cihazları distribütörüdür. Şirketin faaliyet konusu; Türkiye'de ve yabancı ülkelere yasal olarak yapılması mümkün olan her çeşit telefon, cep ve mobil telefonları, telefon santralleri, telsiz haberleşme cihazları ve bunların yedek parça ve aksesuarlarını, haberleşme hizmetlerini sağlamak için gerekli olabilecek her türlü donanımın dağıtımına ilişkin faaliyetlerde bulunmaktadır. Mobiltel, haberleşme cihazları dışında akıllı saat, robot süpürge, dizüstü bilgisayar, bilgisayar ekranı, modem, hava temizleyici, kamera gibi ürünlerin de distribütörlüğünü üstlenmektedir. Şirket, Apple, Samsung, Xiaomi, Huawei, TCL, Alcatel, LG, General Mobile, Casper, Sony gibi markaların dağıtımını yapmaktadır.
Armada Bilgisayar Sistemler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	Bilgi Teknolojisi sektöründe faal olan bir dağıtım şirkettir. Şirket kişisel bilgisayar (PC), notebook, sunucu, depolama, yedekleme, güvenlik, ağ ve iletişim, elde taşınan terminaller, barkod yazıcılar, PC bileşenleri ve mobil ürünler gibi bir ürün portföyü yelpazesinin dağıtımını yapmaktadır. Şirketin ürünleri beş segmentte sınıflandırılmaktadır: PC ve Sunucu ürünleri, Ağ ürünleri, Kablo ürünleri, Yazılım ve Aksesuar

		birimleri. Şirket, ürünlerini Cisco, Intel, Dell, Lenovo, Polycom, Symantec, VMware, Riverbed, Tyco, HCS, HP Networking, APC, Enterasys, Motorola, Zebra, Kingston, Linksys, D-Link ve Bosch gibi markalar altında dağıtmaktadır.
İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	Bilgi Teknolojileri ve ev aletleri toptan satışı ve dağıtımını yapan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirket 7,500'den fazla iş ortağının iş birliğiyle, arasında Apple, Lenovo, HP, Dell, Asus, Sony, Toshiba, IBM, Canon ve Samsung gibi markaların bulunduğu 200'den fazla markanın dağıtımını yapmaktadır. Ürünleri arasında yazıcılar, tarayıcılar, kesintisiz güç kaynakları gibi kişisel bilgisayar (PC) aksesuarları; orta boy sistemler, PC yan ürünleri ve yedek parçaları; ses kartları, hoparlörler, kompakt disk ve dijital çok yönlü disk yazıcılar gibi multimedya; yazılım ürünleri, veri tabanı yönetimi ve ağ oluşturma ürünleri; ve taşınabilir medya oynatıcılar, dijital müzik çalarlar ve oyun konsolları gibi tüketim elektronik ürünleri bulunmaktadır.
Arena Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	Bilgisayar ve bağlı bileşenlerinin yanı sıra diğer tüketim elektronik malları ve iletişim ekipmanlarının toptan ticareti ile uğraşan bir şirkettir. Şirket, Ankara ve İzmir'deki şubeler aracılığıyla Türkiye'de, dağıtım ağı aracılığıyla Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde uluslararası bilgisayar markaları ve aksesuarlarını dağıtmakta ve pazarlamaktadır. İstanbul Serbest Ticaret Bölgesi'nde de bir şubesi vardır.
Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	Türkiye	Bilgisayar ve bilgisayar aksesuarları distribütörüdür. Şirket Seagate, Intel, Acer, Fujitsu, Belkin, Sapphire, Vestel, Genius, Samsung ve Transcend gibi uluslararası markaların 1000'den fazla bilgisayar ve bilgisayar aksesuarını dağıtmakta, pazarlamakta, lojistik ve satış sonrası hizmetlerini vermektedir. Şirketin ürün portföyü mikro işlemciler, sabit diskler, bellek birimleri, optik birimler, ana kartlar, teypler, video hızlandırıcı kartlar, monitörler ve çeşitli tipte donanım destek yazılımlarını içermektedir. Şirket, ürünlerini toptancı şirketlere ve perakendecilere dağıtmaktadır.
Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	Türkiye'de ve uluslararası Bilgi Teknolojisi (IT) için sarf malzemesi dağıtımını yapan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirketin ürün portföyünde; elektronik ofis malzemeleri, dijital ekipmanlar, fotoğraf ürünleri ve telekomünikasyon aksesuarları bulunmaktadır. Şirket aynı zamanda toner, kolektör, ısıtıcı, makara ve mürekkep kartuşları; veri kartuşları ve optik medya ürünleri gibi manyetik medya ürünleri, yazıcı şerit, fotoğraf kağıtları, faks rulosu, kesintisiz kağıt, etiket, inkjet, lazer jet, desk jet ve çizici kağıdı; ve fare, oyun konsolu, klavye, adaptör, kablo, ve bellek üretiminden oluşan aksesuarlar bulunmaktadır.

Şirket ile sektörde benzer faaliyetler gösteren, Borsa İstanbul A.Ş.'de yer alan şirketlerin temel değerlendirme verileri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Şirket	Piyasa Değeri (Milyon TL)*	FD/FAVÖK 2022
Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.	5.867,3	29,92x
Mobitel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3.023,8	8,89x
Armada Bilgisayar Sistemler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	6.595,2	15,27x
İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3.985,0	4,74x
Arena Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.494,0	5,03
DataGate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	457,8	5,21
Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	395,4	4,92
Medyan		8,89x

Kaynak: Rasyonet, Bloomberg

*Şirketlerin 1 Mayıs 2023 itibarıyla piyasa değerleri

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

Grup2 Yurt Dışı Benzer Firmalar

Şirket	Ülke	Kısa Bilgi
Insight Enterprises Inc	ABD	Insight Enterprises, Inc., yan kuruluşlarıyla birlikte, Amerika Birleşik Devletleri'nde ve uluslararası düzeyde bilgi teknolojisi (BT) donanımı, yazılım hizmetleri ve çözümleri sağlamaktadır. Şirketin çözüm portföyü, bulut etkinleştirme, veri ve yapay zekâ, dijital strateji, akıllı uygulamalar ve IoT (Nesnelerin İnterneti) çözümlerinin yanı sıra dijital dönüşüm hizmetlerini içerir. Ayrıca bulut ve veri merkezi platformları sunar. Buna ek olarak şirket, müşterilerin yazılım yükseltmeleri, hata düzeltmeleri, yardım masası ve diğer destek hizmetleri almalarını sağlayan yazılım bakım çözümleri sunar. Ayrıca, işletmelere yardımcı olmak için donanım, yazılım ve hizmetleri birleştiren çözümler tasarlar, satın alır, devreye alır, uygular ve yönetir. Insight Enterprises, Inc., 1988 yılında kurulmuştur ve merkezi Chandler, Arizona'dadır.
Also Holding AG	İsviçre	Şirket, teknoloji ürünleri sağlayıcısıdır. Bilgi ve iletişim teknolojisi (ICT) endüstrisine çözüm ve hizmetlerin dağıtımında yer almaktadır. Şirket, bayilere satıcılara donanım, yazılım ve BT hizmetleri sunmaktadır. Şirketin başlıca çözümleri arasında proje yönetimi, analiz ve danışmanlık hizmetleri, tasarım ve yapılandırma hizmetleri, bulut bilişim, siber güvenlik hizmetleri, Nesnelerin İnterneti (IoT), oyun ve yapay zeka yer alıyor. Bunun dışında şirket, satın alma ve lojistik, izleme ve destek, BT ve tedarik hizmetleri dahil olmak üzere çeşitli hizmetler sunmaktadır. Şirketin merkezi Emmen, İsviçre'dedir.

AB SA	Polonya	AB, bilgisayar donanımı ve yazılımı ile telekomünikasyon ekipmanlarının distribütörüdür. 2006'dan beri şirket Varşova Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmektedir. Şirket operasyonlarını Polonya, Çek Cumhuriyeti ve Slovakya'da yürütüyor ve dünya çapındaki büyük yeni teknoloji üreticileri için stratejik bir dağıtım ortağı olup ve ürünlerini 16.000'den fazla iş ortağına satmaktadır.
Senao International Co Ltd	Tayvan	Şirket, öncelikle cep telefonlarının araştırma-geliştirilmesi, üretimi ve dağıtımı ile uğraşmaktadır. Şirket, kablosuz telefon, cep telefonu ve kablosuz yerel alan ağı (WLAN) ve çeşitli diğer geniş bant ürünleri sunmaktadır. Ayrıca kablosuz ses ve veri çözümleri sunar. Şirket, Nokia, Sony Ericsson, Samsung, LG, Motorola ve HTC gibi cep telefonu markalarıyla çalışmaktadır. Şirket 1979 yılında kurulmuştur ve merkezi Hsin-Tie, Tayvan'dadır.
Shenzhen Aisidi Co Ltd	Çin	Şirket, Çin merkezli olup, esas olarak mobil iletişim ürünlerinin dağıtımı ve dijital elektronik ürünlerin zincir perakendeciliği ile uğraşmaktadır. Şirket, faaliyetlerini Açık Pazar Dağıtım segmenti, Platform Dağıtım segmenti, Dijital Elektronik Ürünler Zincir Perakende segmenti ve Operatör Dağıtım segmenti olmak üzere dört segment üzerinden yürütmektedir. Ayrıca işlerini katma değerli dağıtım işi, önemli müşteri entegre hizmetleri ve diğerleri aracılığıyla yürütmektedir. Şirket, faaliyetlerini ağırlıklı olarak yurt içi pazarlarda yürütmektedir.
Eutelsat Communications SA	Fransa	Eutelsat Communications SA, sabit uydu hizmetleri sağlayan Fransa merkezli bir holding şirkettir. Doğrudan eve ve profesyonel yayın gibi yayın hizmetleri dahil olmak üzere dört tür hizmet sağlamaktadır; geniş bant internet erişimini içeren geniş bant hizmetleri; dünyanın her noktasından kalıcı iletişim bağlantıları sağlamak, acil bir durumda iletişim kurmak veya geri yüklemek ve çok noktaya yayın içeriği sağlamak için telekomünikasyon ve veri hizmetleri; filo yönetimi ve karada ve denizde geniş bant deniz iletişimi gibi mobil ve deniz iletişiminin yanı sıra Avrupa, Orta Doğu, Kuzey ve Sahra altı Afrika'nın yanı sıra Asya ve Amerika'nın bazı kısımlarını kapsayan bir uydu filosu işletmektedir.
Kojima Co Ltd		Kojima Co., Ltd., elektrikli ev aletleri satışı yapan Japonya merkezli bir şirkettir. Şirket, ağırlıklı olarak video ürünleri, akustik ürünler, mevsimlik ürünler, ev eşyaları, mutfak aletleri, kuaförlük aletleri, günlük ihtiyaçlar ve diğer ev aletleri tedariki ile ilgilenmektedir. Ayrıca Şirket, seyahat acenteliği, gayrimenkul kiralama ve elektrikli ekipman bakım işleriyle de uğraşmaktadır.

Edion Corp	Japonya	Şirket, bir elektronik ev aletleri perakendecisidir. Şirketin ürün portföyü televizyon, buzdolabı, klima, pil ve ampullerden oluşmaktadır. Aynı zamanda kurumsal müşterilerine cep telefonu ve ev aletleri sunmaktadır. Şirket, elektrikli ev aletleri pazarında internet alışverişi için net mağaza işletip ve uzun vadeli onarım garantileri ve EDION noktası hizmeti sunmaktadır. Edion ayrıca sabit hat erişim hizmetleri ve optik hat kullanan WiMax içeren yüksek hızlı mobil internet erişim hizmetleri sağlamaktadır. Şirket, ürünlerini doğrudan pazarlanan mağazalar ve franchise mağazaları aracılığıyla satmaktadır. Ayrıca yerinde onarım hizmeti, ev aletleri için tam destek ve küçük ev aletleri için onarım hizmeti dahil olmak üzere çeşitli hizmetler sunmaktadır. Edion'un genel merkezi Osaka-shi, Osaka, Japonya'dadır.
Toshin Holdings Co Ltd	Japonya	Şirket, ağırlıklı olarak mobil iletişim, emlak ve tatil yerleri faaliyetleri üzerine uğraşan Japonya merkezli bir şirkettir. Şirket, üç iş kolu üzerinden faaliyet göstermektedir. Mobil iletişim ile ilgili segment, esas olarak mobil iletişim ekipmanı satışı ve mobil hizmet sözleşmesi ve diğer hizmet değişikliği prosedürü için abonelik acentesi gibi işler ile uğraşmaktadır.
Crops Corp	Japonya	Şirket, mobil telekomünikasyon işiyle uğraşmaktadır. Cep telefonlarının ve beraberindeki tüm hizmetlerin satışı ile uğraşmaktadır. Bir mobil telekomünikasyon hizmeti abonelik ajansıdır. Şirket, Tokai bölgesinde KDDI marka cep telefonlarının satışını yapmaktadır. Şirket, 1977'de kuruldu ve merkezi Japonya, Nagoya'da bulunuyor.
Alpha Group	Çin	Şirket, oyuncak ve oyuncak bebek üretmektedir. Şirket animasyon oyuncakları, elektronik oyun makineleri ve diğer ürünler üretmektedir. Şirket ayrıca çizgi film üretimi, oyun geliştirme ve diğer işleri de yürütmektedir.
HKC International Holding Ltd	Hong Kong	Şirket, esas olarak telekomünikasyon ürünleri işleriyle ve entegre çözümlerin sağlanmasıyla uğraşan Hong Kong merkezli bir yatırım holding şirkettir. Şirket, Cep Telefonu Satışı, İş Çözümleri Satışı ve Gayrimenkul Yatırımı olmak üzere üç iş kolunda faaliyet göstermektedir. Şirket ayrıca, radyo frekansı tanımlama cihazı (RFID) ürünlerinin satışı ve geliştirilmesinin yanı sıra akıllı ev çözümlerinin sağlanmasıyla da ilgilenmektedir.

Şirket ile sektörde benzer faaliyetler gösteren, yurt dışında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde halka açık durumda bulunan şirketlerin temel değerlendirme verileri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

ZİRAAT YATIRIM

MEMLUK DEĞERLER A.Ş.
 Mah. Gönül 299 No/2
 Pasajı Kat: Beşiktaş
 İstanbul - Türkiye

(Handwritten signature)

Şirket	Piyasa Değeri (Milyon USD)*	FD/FAVÖK 2022
Insight Enterprises Inc	4.045,5	10.13
Also Holding AG	2.747,5	8.56
AB SA	8.233,8	4.67
Senao International Co Ltd	293,1	8.09
Shenzhen Aisidi Co Ltd	1.556,3	29.95
Eutelsat Communications SA	1.654,4	3.11
Kojima Co Ltd	325,8	4.38
Edion Corp	1.101,3	5.30
Toshin Holdings Co Ltd	30,8	17.36
Crops Corp	80,5	2.29
Alpha Group	1.182,2	3.73
HKC International Holding Ltd	8,6	45.92
Medyan		9,34x

Kaynak: Rasyonet, Bloomberg

*Şirketlerin 1 Mayıs 2023 itibarıyla piyasa değerleri

Özet Piyasa Çarpanları Tablosu

Yurt İçi ve Yurt Dışı olarak nitelendirilmiş, ilgili ülke borsalarında işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK 2022 yılı ağırlıklandırılmış çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

(Bin) TL	FAVÖK
31.12.2022	100.074*
	FD/FAVÖK 2022
Grup1	8,89x
Grup2	9,34x
Grup1 Ağırlık	%50
Grup2 Ağırlık	%50
Ağırlıklandırılmış Çarpan	9,12x

* Hesaplama Şirket'in 2022 yıl sonu tahmini FAVÖK tutarı olan 100.074.424 TL baz alınmıştır.

Emsal Karşılaştırma Yöntemine Göre Değerleme Sonucu

Yurt içinde ve yurt dışında bulunan, şirket ile benzer faaliyetlerde bulunan şirketlerin 2022 yılı FD/FAVÖK çarpanlarına eşit ağırlık verilerek (%50-%50) hesaplanan öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

TL	FD/FAVÖK 2022
Yurt İçi Benzer Şirketler (%50)	889.613.120
Yurt Dışı Benzer Şirketler (%50)	935.170.473
Firma Değeri	912.391.473
Net Borç / (Net Nakit)	(8.520.065)
Öz Sermaye Değeri	920.911.862

Piyasa Çarpanları analizi sonucunda, Reeder'in öz sermaye değeri 920,9 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
1. Cad. Mah. Gökçe Sok. No: 1
Etiler / Beşiktaş / İstanbul / Türkiye

5.2.1.4. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ

İndirgenmiş Nakit Akımları (kısaca "İNA") yönteminde, değer tespiti yapılacak şirketin geleceğe yönelik uygun bir sürece ilişkin tahmin edilen nakit akımları değerlendirilme tarihine uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmektedir.

İndirgenmiş nakit akımı analizi uygulamak için söz konusu şirketin finansal performansına ilişkin güvenilir tahminler elde edilmesi gerekmektedir. Nakit akımlarının tahmini; genellikle beş yıl veya daha uzun bir dönemi kapsayan gelir, faaliyet giderleri, işletme sermayesi gereksinimi ve yatırım harcamalarının bir projeksiyon dönemi süresince öngörülmesini gerektirmektedir. Tahmin edilen nakit akımları daha sonra sermayenin piyasa maliyetini ve nakit akımlarının maruz kaldığı risk ve diğer koşulları doğru bir biçimde hesaba katan bir iskonto oranı ile günümüzdeki değerine indirgenmektedir. Son olarak, projeksiyon dönemi sonrası için uzun dönem sürdürülebilir büyüme oranı varsayılmakta ve bir devam eden değer hesaplanıp günümüz değerine indirgenmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, bir şirketin %100 oranındaki hisse değerinin, şirket değerinden faiz işleyen borcun piyasa değerinin düşülmesiyle elde edildiğini varsaymaktadır.

- Serbest nakit akımları şirketin sermaye kaynaklarının itfa, faiz, temettü gibi yollarla yönetimini elinde tuttuğu nakit akımlarıdır;
- Serbest nakit akımlarının bugünkü değeri, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (kısaca "AOSM"- "WACC") kullanılarak hesaplanmaktadır.

Faiz işleyen borcun piyasa değerinin uzun dönem borcun defter değerine eşit olduğu varsayılmaktadır.

Sonuç olarak şirketin sahip olduğu tüm likit varlıklar, toplam faiz işleyen borç tutarının piyasa değerinden düşülmektedir.

İskonto oranı yani AOSM, belirli bir iş ya da projeye yapılan yatırımdan beklenen getiriyi ifade etmektedir. Bu oran, riskten arındırılmış bir yatırımdan beklenen normal getiriye ek olarak yatırımcıların beklediği risk primi de hesaba katılarak, bir iş ya da projenin gelecekteki nakit akımlarına uygulanır. İNA hesaplamalarında kullanılan iskonto oranı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine dayandırılmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, hissedarların elde etmeyi bekledikleri öz sermaye getiri oranı ile tipik borçlanma maliyeti olan şirkete borç verenlerin elde ettikleri getirinin bileşik getirisiidir.

AOSM aşağıdaki oranların ağırlıklı ortalamasını ifade etmektedir:

- Öz sermayenin piyasa değerinin beklenen getiri oranı,
- Finansal borçların piyasa değerinin beklenen getiri oranı.

AOSM'nin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmaktadır:

$$AOSM = (K_e \times E/EV) + (K_d \times (1-t) \times D/EV)$$

K_e – öz sermaye maliyeti

K_d – borçlanma maliyeti

$E/EV, D/EV$ – hedeflenen öz sermaye ve borç ağırlığı

t – efektif vergi oran



Öz sermaye maliyeti ("Ke") Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model ("CAPM")) baz alınarak hesaplanmaktadır.

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

R_f – risksiz yatırım getirisi

β – sektör betası

R_m – R_f – piyasa risk primi

R_s – küçük şirket primi

Beta çarpanı, herhangi bir şirketin ilave getirilerinin (risksiz getirilerin üzerindeki getiriler) bazı piyasa getirilerinin üzerindeki toplam ilave getirilere (R_f üzerindeki yatırım endeksi) olan duyarlılığını göstermektedir. Bu nedenle, sermaye piyasası teorisine göre riskin iki bileşeninden biri olan piyasa riskinin (sistemik risk) ölçütlerinden biridir. Birin üzerindeki beta çarpanları piyasa ortalamasından daha yüksek bir dalgalanmaya işaret etmektedir. Beta (β) katsayısı bulunurken halka açık emsal şirketler grubuna ait ortalama finansal borçlardan arındırılmış (kaldıraçsız) Beta katsayısı esas alınmaktadır.

Piyasa Risk Primi (R_m), piyasa portföyünün ("yatırım endeksi") beklenen getiri oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki farkı gösteren değerdir.

İşletmenin toplam değeri aşağıdaki temel unsurlardan oluşmaktadır:

- Tahmin yapılan döneme ait şirket faaliyetlerinden sağlanan nakit akımlarının bugünkü değeri ile faaliyetler için zorunlu olmayan diğer aktiflerin ve menkul kıymetlerin değeri toplamı.
- Tahmin yapılan dönem sonrasında faaliyetler ile ilişkilendirilebilen işin bugünkü değerini ifade eden tahmini bir "devam eden değer".

Faaliyetlerden sağlanan nakit akımının bulunmasından sonra devam eden değer aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

Gelecekteki nakit akımları sabit hızla büyüyen bir daimi gelir (sonsuz kademeye kadar her sene aynı hızda artarak devam eden nakit akımları) olarak değerlendirilebilir. Böyle bir daimi gelirin değeri (yani, işletmenin projeksiyonu yapılan dönem sonundaki değeri), sonsuz kademeye kadar süreceği beklenen yıllık nakit akımının ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine bölünmesi suretiyle hesaplanır.

Devam Eden Değer: Sonsuz Kademeye Devam Etmesi Beklenen Nakit Akımları/AOSM-Projeksiyon Dönemi Sonrası Büyüme Oranı

Bu şekilde hesaplanan devam eden değer, normal yöntemle bugünkü değere indirgenmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

Risksiz Getiri Oranı: TRT131130T14 ISIN kodlu 13 Kasım 2030 itfa tarihli devlet tahvilinin 19 Mayıs 2022'den geriye dönük bir senelik ortalama getiri oranı kullanılmıştır. Bir senelik getiri oranı %19,86 olarak hesaplanmıştır.

Risk primi: Genel çerçevede Türkiye'de değerlemeye konu olan raporlar incelediğinde Türkiye için risk primi 2022-2030 yılları arasında %5,50 olarak sabit tutulmuştur.



Borçlanma maliyeti: Şirket'in vergi öncesi borçlanma maliyeti dönem borçlanma maliyetleri göz önünde bulundurularak projeksiyon dönemi boyunca sabit olacak şekilde %23,23 olarak tahmin edilmiştir.

Sonsuz Büyüme Oranı: Şirket'in 2030 yılı itibarıyla terminal (nihai) büyüme oranı %5,00 olarak kabul edilmiştir.

Beta: Şirket'in paylarının halihazırda işlem görmemiş olması sebebi ile piyasa ve sektöre bazlı bir Beta hesaplaması yapılmamış olup, %1,00 olarak kabul edilerek değerlendirilmesinde hesaplamalarda kullanılmıştır.

Öz Sermaye Maliyeti: Borç/Şirket'in sermaye yapısında Borç/(Borç +Öz Sermaye) oranı Şirket'in 2022 yılı Mart ayı sonu itibarıyla iletmış olduğu finansal tablolarında yer alan Finansal Borç/(Finansal Borç + Özkaynaklar) oranı olan %17,28 olarak projeksiyon döneminde sabit öngörülmüştür. Bu orana istinaden hesaplanan öz sermaye maliyeti %25,36'dır.

Vergi Oranı: Şirket'in 2022 vergi oranı %23,00 olduğundan, vergi oranı 23% olarak kullanılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti: Özsermaye maliyeti hesaplanırken Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli kullanılmıştır. Yukarıda anlatılan varsayımlar üzerinden hesaplama yapılmış ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti 2022-2030 dönemi için %24,07 hesaplanmıştır. Ayrıca sonsuz değer hesaplaması için de belirtilen oran kullanılmıştır.

Yukarıda belirtilen varsayımlar göz önünde bulundurularak hesaplamalarda kullanılan AOSM aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	
Risksiz Getiri Oranı	%19,86
Piyasa Risk Primi	%5,50
Kaldıraçlı Beta	1,00
Öz Sermaye Maliyeti	%25,36
Borçlanma Maliyeti	%23,23
Vergi Oranı	%23,00
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%17,89
Borç / (Borç+Öz Sermaye)	%17,28
Öz Sermaye / (Borç+Öz Sermaye)	%82,72
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%24,07

5.2.1.5. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI (İNA) YÖNTEMİNE GÖRE DEĞERLEME

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

Tüm bu varsayımlar altında aşağıda yer alan serbest nakit akışı projeksiyonları, %5,0 sonsuz büyüme oranı ve sabit AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 31 Mart 2022 denetimden geçmemiş bilanço tarihindeki 8,5 milyon TL net nakit eklendiğinde **1.207,9 milyon TL** öz sermaye değerine ulaşmaktadır.



Bin TL	Serbest Nakit Akımları								
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	1.429.635	1.915.710	2.413.795	2.872.416	3.274.554	3.667.501	4.070.926	4.478.019	4.881.040
Yıllık büyüme (%)	%352,2	%34,0	%26,0	%19,0	%14,0	%12,0	%11,0	%10,0	%9,0
FVÖK	100.074	147.510	205.173	261.390	320.906	385.088	451.873	523.928	595.487
FVÖK Marjı	%7,0	%7,7	%8,5	%9,1	%9,8	%10,5	%11,1	%11,7	%12,2
FAVÖK	100.074	147.510	205.173	261.390	320.906	385.088	451.873	523.928	595.487
FAVÖK Marjı	%7,0	%7,7	%8,5	%9,1	%9,8	%10,5	%11,1	%11,7	%12,2
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(100.854)	6.604	(15.360)	(14.143)	(12.401)	(12.118)	(12.441)	(12.554)	(12.429)
Vergi	23.017	29.502	41.035	52.278	64.181	77.018	90.375	104.786	119.097
Yatırım Harcamaları	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımları (SNA)	177.911	111.404	179.498	223.255	269.126	320.188	373.939	431.697	488.818
AOSM	%24,1	%24,1	%24,1	%24,1	%24,1	%24,1	%24,1	%24,1	%24,1
İndirgeme Oranı	%81,5	%66,4	%54,1	%44,1	%35,9	%29,3	%23,9	%19,4	%15,8
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	143.397	72.372	93.988	94.221	91.546	87.786	82.634	76.890	70.174
İNA Toplamı	813.008								
Terminal Büyüme Oranı	%5,0								
Terminal Değer (TD)	2.691.587								
TD'nin Bugünkü Değeri	386.401								
Firma Değeri	1.199.410								
Net Finansal Borç (31.03.2022)	(8.520)								
Özsermaye Değeri	1.207.930								

İNA Hassasiyet Analizi

Şirket'in hesaplanan öz sermaye değerinde AOSM ve terminal büyüme oranının %0,5 değişime göstereceği duyarlılığı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Terminal Büyüme Oranı %	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyet (AOSM)				
	TL	%23.07	%23.57	%24.07	%24.57
%4,00	1.264.329.680	1.223.632.338	1.185.179.549	1.148.801.085	1.114.343.108
%4,50	1.277.445.961	1.235.681.136	1.196.264.045	1.159.012.780	1.123.763.350
%5,00	1.291.288.142	1.248.378.801	1.207.929.824	1.169.746.305	1.133.652.985
%5,50	1.305.918.197	1.261.779.197	1.220.223.842	1.181.042.708	1.144.047.992
%6,00	1.321.405.365	1.275.942.322	1.233.198.253	1.192.947.458	1.154.988.124

Net Finansal Borç (Nakit)

Şirket'in net finansal borcunun hesaplanmasında 31.03.2022 tarihli denetimden geçmemiş finansal tablolar kullanılmıştır. Net finansal borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından, nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Öz sermaye Değeri hesaplanırken Net Finansal Borç, Firma Değeri'nden düşülmektedir. Şirket'in net nakit pozisyonu bulunmaktadır.

Net Finansal Borç Özeti	(TL)
(+) Toplam Finansal Borç	41.018.811
Kısa Vadeli Borçlanmalar	40.579.055
Uzun Vadeli Borçlanmalar	439.756
(-) Toplam Nakit ve Nakit Benzerleri	49.538.876
Net Finansal Borç (Nakit)	(8.520.065)

İNA Değerleme Sonucu

Şirket'in 2022-2030 yılı için yapılmış projeksiyonundan her sene için Serbest Nakit Akımları (SNA) elde edilmiştir, Serbest Nakit Akımları'nın her birinin ilgili yıla ait indirgeme oranı ile indirilmesi suretiyle İNA hesaplanmıştır,

İNA Değerleme Özeti	(TL)
İNA Firma Değeri	1.199.409.759
Toplam Net Finansal Nakit	8.520.065
Öz Sermaye Değeri	1.207.929.824

6. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır, İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımı ile hesaplanan öz sermaye değerine %50, kendi içinde farklı ağırlıklara sahip olan piyasa çarpanları analizine de aynı oranda %50 ağırlık verilerek **1.064,4** milyon TL öz sermaye değerine ulaşılmıştır,

Değerleme çalışması sonucunda bulunan, ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Değerleme Özeti (Bin TL)	Öz Sermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.207.930	%50	603.965
Piyasa Çarpan Analizi*	920.912	%50	460.456
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri		1.064.421	

* FD/FAVÖK 2022 çarpanları ile ortaya çıkan değerlerin ağırlıklı ortalamasıdır.

Yaptığımız değerlendirme sonucunda Reeder Bilişim nihai şirket değeri **1.064.420.843 TL** olarak hesaplanmıştır.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Etiler Mah. Gönül Sok. No: 23
Kat: 10. Kat Pasajı Kat: 10. Kat
Beşiktaş/İstanbul