

İLBAK HOLDİNG A.Ş.
MEDYA ve İLETİŞİM HİZMETİ ŞİRKETLERİ
- Şirket Değerleme Raporu -

SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ

Gürelİ Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. ("Baker Tilly Gürelİ") olarak, PC İletişim ve Medya Hizmetleri A.Ş.'nin ("Müşteri" veya "PC İletişim") talebi üzerine ve 20.11.2020 tarihli sözleşmeye istinaden İlbak Holding A.Ş. çatısı altında faaliyet gösteren medya ve iletişim hizmeti şirketleri ("Şirketler") olan UP İletişim ve Medya Hizmetleri A.Ş. ("UP İletişim"), SM Medya ve İletişim Hizmetleri A.Ş. ("SM Medya") ve BL İletişim ve Medya Hizmetleri A.Ş.'nin ("BL İletişim") "**pazar değeri**"ni tespit etmek amacıyla görevlendirilmiş bulunmaktayız.

Değerleme çalışması sonucu belirlenmesi amaçlanan "**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 kullanılacak tahmini tutardır. Bir varlığın "**pazar değeri**" onun en verimli ve en iyi kullanımını yansıtır. En verimli ve en iyi kullanım, bir varlığın potansiyelinin yasal olarak izin verilen ve finansal olarak karlı olan en yüksek düzeyde kullanımınıdır.

Raporda, "**pazar değeri**"nin tespitinde, International Valuation Standards Council tarafından yayımlanan "**Uluslararası Değerleme Standartları**" dikkate alınmıştır.

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esası temel alındığından, nihai değer belirlenmesinde yaygın uygulama, kullanılan değerlendirme yöntemleri arasında, değerlemeye konu Şirketler'in faaliyet yapısına en uygun olan yöntemin seçilmesi veya elde edilen sonuçların, güvenilirlik düzeyi dikkate alınarak ağırlıklandırılması yönündedir. Bu çerçevede, değerlendirme yöntemi olarak, indirgenmiş nakit akışları yöntemi ve borsadaki kılavuz emsaller yöntemi kullanılmış ve her iki yöntemden elde edilen sonuçlar eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

Görüşümüze göre, raporumuzda açıklanan varsayımlar ve kısıtlayıcı koşullar altında, değerlemeye konu Şirketler'in özsermayelerinin "**pazar değeri**", 30.09.2020 tarihi itibarıyla, UP İletişim için **40.087.960 TL**, SM Medya için **26.761.062 TL** ve BL İletişim için **29.290.166 TL** olarak tespit edilmiştir.

RAPORUN KAPSAMI

Değerlemenin Amacı

Bu rapor, PC İletişim ve Medya Hizmetleri A.Ş.'nin ("Müşteri" veya "PC İletişim") talebi üzerine ve 20.11.2020 tarihli sözleşmeye istinaden İlbak Holding A.Ş. çatısı altında faaliyet gösteren medya ve iletişim hizmeti şirketleri ("Şirketler") olan UP İletişim ve Medya Hizmetleri A.Ş. ("UP İletişim"), SM Medya ve İletişim Hizmetleri A.Ş. ("SM Medya") ve BL İletişim ve Medya Hizmetleri A.Ş.'nin ("BL İletişim") **"pazar değeri"**ni tespit etmek üzere düzenlenmiştir.

Raporun amacı ve planlanan kullanımı, değerlemeye konu Şirketler'in paylarına yönelik olası bir satınalma sürecinde, Müşteri yönetimi, pay sahipleri ve diğer ilgili tarafların yasal, mali ve ticari hususlarda alacakları kararlarda yardımcı olacak bağımsız bir görüş sunmaktır. Değerleme çalışmasına yönelik olarak Müşteri tarafından özel bir talepte bulunulmamış ve herhangi bir sınırlama getirilmemiştir.

Değerlemenin Kapsamı

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, International Valuation Standards Council tarafından yayımlanan **"Uluslararası Değerleme Standartları"** kapsamında hareket edilmiştir. Çalışmamız, genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre yapılmış bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme süreci, Müşteri ve/veya Şirketler'in yönetimleri tarafından sağlanan mali, idari, teknik ve ticari bilgilerin analizi, değerlemeye konu Şirketler'in mevcut operasyonel performanslarının ve gelecek ile ilgili beklentilerinin Müşteri ve/veya Şirketler'in yönetimleri ile tartışılması ve değerlendirilmesiyle sınırlıdır.

Değer Standardı ve Tanımı

Raporun dayandığı değer standardı olan **"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 değerlendirilme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılacak tahmini tutardır.

Bir varlığın **"pazar değeri"** onun en verimli ve en iyi kullanımını yansıtır. En verimli ve en iyi kullanım, bir varlığın potansiyelinin yasal olarak izin verilen ve finansal olarak karlı olan en yüksek düzeyde kullanımınıdır. En verimli ve en iyi kullanım, bir varlığın mevcut kullanımının devamı ya da alternatif başka bir kullanım olabilir. Bu, bir pazar katılımcısının varlık için teklif edeceği fiyatı hesaplarken varlık için planladığı kullanıma göre belirlenir.

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi 30.09.2020 olarak belirlenmiştir. Bu tarihin seçilmesindeki temel gerekçe, bu tarihte, mali dönem sonu olması nedeniyle, değerlendirme sürecinde yararlanılan çeşitli tipte bilgilerin kolaylıkla ulaşılabilir olmasıdır.

Kısıtlayıcı Koşullar

Raporumuz aşağıda belirtilen olası ve kısıtlayıcı koşullara dayanmaktadır:

- ⇒ Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.'nin yasal temsilcileri, sorumlu ortakları, yönetici ve çalışanları veya bu raporu imzalamış ya da raporla ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya şahitlik yapmaları istenemez.
- ⇒ Raporda aksi belirtilmediği takdirde, değerlemeye konu Şirketler'in ve varlıklarının hiç bir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda, değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir. Raporda belirtilen değerlendirme tarihinden sonra doğan hukuki işlemlerden dolayı Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. tarafından sorumluluk kabul edilmeyecektir.
- ⇒ Raporda kullanılan veriler Şirketler, Müşteri (ve/veya bunların temsilcileri), kamu kurumları (TCMB, TÜİK, DPT, BİAŞ vb.), medya kuruluşları ve değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmaktadır. Yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir. Tarafımıza sunulan verilerin raporda belirtilen nihai değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya yanlış olması durumunda Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.
- ⇒ Rapor, talep eden Müşteri'nin münhasır kullanımı için ve sözleşme dahilinde düzenlenmiştir. Müşteri raporu kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemelere sunabilir. Raporun teslimi ile Müşteri, raporda yer verilen bilgilerin yasal talepler haricinde gizli tutulacağını taahhüt eder. Rapor, Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.'nin bilgisi ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.
- ⇒ Rapora dayanak oluşturan bilgi, belge ve dokümanlar arasından gerekli görülenler raporun ekinde sunulmaktadır. Bu ekler, raporun ayrılmaz bir parçasını oluşturmakta olup raporun veya eklerinin bağımsız olarak

kullanılması sonucu üçüncü tarafların uğrayacağı zararlardan Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.

- ⇒ Rapor, kapsam bölümünde açıkça belirtilmediği takdirde, değerlendirme konusunda özel mevzuatı olan Sermaye Piyasası Kurulu, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu gibi düzenleyici kurumların gözetim ve denetiminde bulunan şirketler ve/veya kuruluşlarla ilgili doğrudan veya dolaylı olarak üçüncü şahıs ve kurumlarca yapılacak hiçbir işlemde kullanılamaz, kullanılması halinde Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir.

ŞİRKET PROFİLLERİ

UP İletişim

UP İletişim ve Medya Hizmetleri A.Ş., Apron Medya Açık hava Reklam Baskı İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ünvanıyla 2009 yılında kurulmuş olup 10.01.2011 tarihli olağanüstü genel kurul kararının 19.01.2011 tarih ve 7733 sayılı Ticaret Sicil Gazetesi'nde tescil ve ilan edilmesiyle mevcut ünvanını almıştır. İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü'ne 697406 sicil numarası ile kayıtlı olan UP İletişim'in ticari merkezi Balmumcu Mahallesi Morbasan Sokak Koza İş Merkezi C Blok No:14 Kat:9 Beşiktaş İstanbul'dur.

UP İletişim'in amaç ve konusu, var olan ve ileride var olacak her çeşit mecrada medya hizmetleri, reklamcılık, reklamların hazırlanması ve yapımı, planlanması ve 13.01.2011 tarihinde tescil edilen genel kurul kararında yazılı olan diğer işlerdir.

Değerleme tarihi itibarıyla UP İletişim ve Medya Hizmetleri A.Ş.'nin sermayesi 250.000 TL olup ortaklık yapısı aşağıda sunulmuştur:

Pay Sahibi	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Atakan Kural	100,00	0,04%
Banun Erkiran	87.300,00	34,92%
İbrahim Şahin	100,00	0,04%
İlbak Holding A.Ş.	162.500,00	65,00%
Toplam	250.000,00	100,00%

SM Medya

SM Medya ve İletişim Hizmetleri A.Ş., 3P Matbaacılık Paketleme Sanayi Ticaret A.Ş. ünvanıyla 2011 yılında kurulmuş, 04.07.2014 tarih ve 8605 sayılı Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan ve tescil edilen olağan genel kurul kararına istinaden ünvanı tadil edilmiştir. İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü'ne 766681 sicil numarası ile kayıtlı olan SM Medya'nın ticari merkezi Barbaros Bulvarı Morbasan Sokak Koza İş Merkezi C Blok No:14 Kat:11 Balmumcu Beşiktaş İstanbul'dur.

SM Medya'nın amaç ve konusu, her türlü matbaa basım işlerini yapmak ve yayınlamak ve her türlü matbaacılık, dizgicilik, filmcilik, renk ayrımı ofset ve tipo baskı işlemleri yapmak, her türlü açık hava gösterisi, sempozyum, seminer, şenlik organizasyonlarının yurtiçinde ve yurtdışında yapmak, yapılmış olanlara katılmak ve 26.07.2012 tarihinde tescil edilen tadil tasarısında yazılı olan diğer işlerdir.

Değerleme tarihi itibarıyla SM Medya ve İletişim Hizmetleri A.Ş.'nin sermayesi 5.000.000 TL olup payların tamamı İlbak Holding A.Ş.'ye aittir.

BL İletişim

FN İletişim ve Medya Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş. ünvanıyla 2011 yılında kurulan BL İletişim ve Medya Hizmetleri A.Ş., olağan genel kurul kararı ve ana sözleşme tadil metninin 24.09.2012 tarih ve 8159 sayılı Ticaret Sicil Gazetesi'nde tescil ve ilan edilmesiyle bugünkü resmi hüviyetine kavuşmuştur. İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü'ne 774158 sicil numarası ile kayıtlı olan BL İletişim'in ticari merkezi Barbaros Bulvarı Morbasan Sokak Koza İş Merkezi C Blok No:14 Kat:6 Beşiktaş İstanbul'dur.

BL İletişim'in amaç ve konusu, var olan ve ileride var olacak her çeşit mecrada medya hizmetleri, reklamcılık, reklamların hazırlanması ve yapımı, planlanması, reklamların yayınlanacağı mecraların müşteriler için rezerve edilmesi, alınması, satılması, kiralanması ve üçüncü kişilere satılması, pazarlanması, konusu ile ilgili danışmanlık ve araştırma uygulama hizmetlerinin verilmesi ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işlerdir.

Değerleme tarihi itibarıyla BL İletişim ve Medya Hizmetleri A.Ş.'nin sermayesi 2.500.000 TL olup payların tamamı PL Reklamcılık Sanayi Ticaret A.Ş.'ye aittir.

FİNANSAL TABLOLAR

UP İletişim ve Medya Hizmetleri A.Ş. Bilançosu	2017	2018	2019	2020-9
DÖNEN VARLIKLAR	24.711.853	45.791.520	44.712.651	31.359.098
Hazır Değerler	16.125.858	36.345.700	32.991.968	-331.019
Ticari Alacaklar	4.828.051	1.985.032	1.992.798	3.622.016
Diğer Alacaklar	0	5.690.118	0	1.303
Stoklar	199.182	535.687	190.915	0
Gelecek Aylara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	3.558.763	1.186.385	9.522.281	27.318.071
Diğer Dönen Varlıklar	0	48.599	14.689	748.726
DURAN VARLIKLAR	27.668	6.714.388	15.789.228	20.767
Maddi Duran Varlıklar	741	1	1	1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	26.928	28.136	23.329	19.723
Gelecek Yıllara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	0	6.686.250	15.765.899	1.044
AKTİFLER	24.739.522	52.505.908	60.501.880	31.379.865
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	20.321.437	49.462.584	32.374.595	28.897.376
Mali Borçlar	0	0	0	163.811
Ticari Borçlar	17.376.141	33.951.038	23.150.098	22.970.478
Diğer Borçlar	1.290	616	1.120	137.432
Alınan Avanslar	3.851	3.823	0	0
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	1.205.819	1.752.713	604.647	159.264
Borç ve Gider Karşılıkları	-5.087	0	-1.303	0
Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	1.739.424	13.754.395	8.620.034	5.466.392
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	2.253.772	700.000	25.908.064	282.305
Mali Borçlar	1.553.772	0	1.500.000	282.305
Ticari Borçlar	700.000	700.000	24.380.000	0
Gelecek Yıllara Ait Gelir ve Gider Karşılıkları	0	0	28.064	0
ÖZKAYNAKLAR	2.164.313	2.343.323	2.219.220	2.200.184
Ödenmiş Sermaye	250.000	250.000	250.000	250.000
Kar Yedekleri	130.968	130.968	130.968	130.968
Geçmiş Yıllar Karları	0	1.783.344	1.913.756	1.913.756
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0	0	-75.505
Dönem Net Karı/Zararı	1.783.344	179.011	-75.505	-19.037
PASİFLER	24.739.522	52.505.908	60.501.880	31.379.865
UP İletişim ve Medya Hizmetleri A.Ş. Gelir Tablosu	2017	2018	2019	2020-9
Net Satışlar	42.378.484	109.369.692	97.905.075	76.730.613
Satışların Maliyeti (-)	-39.051.542	-101.354.982	-88.425.966	-69.021.937
Brüt Kar/Zarar	3.326.942	8.014.709	9.479.109	7.708.675
Faaliyet Giderleri (-)	-606.864	-5.654.575	-7.060.095	-5.295.070
Faaliyet Karı/Zararı	2.720.077	2.360.134	2.419.014	2.413.605
Olağan Gelir ve Giderler (+/-)	-73.484	-2.077.273	-1.869.928	-2.590.265
Finansman Giderleri (-)	-380.020	-76.891	-622.203	-106.969
Olağan Kar/Zarar	2.266.574	205.970	-73.117	-283.628
Olağandışı Gelir ve Giderler	-29.093	-26.959	-500	264.592
Dönem Karı/Zararı	2.237.480	179.011	-73.617	-19.037
Dönem Karı Vergi ve Yasal Yük. Karşılıkları (-)	-454.136	0	-1.887	0
DÖNEM NET KARI/ZARARI	1.783.344	179.011	-75.505	-19.037

SM Medya ve İletişim Hizmetleri A.Ş. Bilançosu	2017	2018	2019	2020-9
DÖNEN VARLIKLAR	44.534.468	55.780.079	67.473.949	32.534.799
Hazır Değerler	28.354.562	48.186.148	47.288.122	144.027
Ticari Alacaklar	14.594.893	3.806.047	12.164.400	31.166.766
Diğer Alacaklar	7.610	0	3.689	665
Stoklar	1.246.839	1.444.113	7.006.949	0
Gelecek Aylara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	271.400	2.218.631	925.462	884.981
Diğer Dönen Varlıklar	59.165	125.140	85.328	338.360
DURAN VARLIKLAR	43.233	80.960	125.724	80.296
Maddi Duran Varlıklar	21.806	18.125	28.456	55.545
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	21.427	21.238	22.697	19.562
Gelecek Yıllara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	0	41.597	74.571	5.189
AKTİFLER	44.577.701	55.861.039	67.599.673	32.615.095
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	21.276.668	31.927.932	38.256.662	23.361.829
Mali Borçlar	0	0	0	1.797.687
Ticari Borçlar	18.485.298	26.161.119	35.227.642	18.399.777
Diğer Borçlar	6.898	0	616	47.377
Alınan Avanslar	847.801	2.971.870	1.308.977	0
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	486.051	119.164	62.460	78.193
Borç ve Gider Karşılıkları	-1.896	0	-92	0
Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	1.452.515	2.675.779	1.657.059	3.038.794
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	17.600.000	17.630.000	23.150.067	3.130.318
Mali Borçlar	0	0	0	3.099.375
Ticari Borçlar	17.600.000	17.600.000	21.275.055	0
Gelecek Yıllara Ait Gelir ve Gider Karşılıkları	0	30.000	1.875.013	30.943
ÖZKAYNAKLAR	5.701.033	6.303.107	6.192.944	6.122.948
Ödenmiş Sermaye	4.679.268	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Kar Yedekleri	81.247	81.247	81.247	81.247
Geçmiş Yıllar Karları	0	940.519	1.158.821	1.158.821
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0	0	-47.124
Dönem Net Karı/Zararı	940.519	281.342	-47.124	-69.996
PASİFLER	44.577.701	55.861.039	67.599.673	32.615.095
SM Medya ve İletişim Hizmetleri A.Ş. Gelir Tablosu	2017	2018	2019	2020-9
Net Satışlar	46.988.439	55.005.338	64.276.159	31.050.352
Satışların Maliyeti (-)	-44.676.941	-52.082.635	-60.850.178	-27.136.286
Brüt Kar/Zarar	2.311.498	2.922.702	3.425.981	3.914.067
Faaliyet Giderleri (-)	-1.306.870	-2.518.771	-3.389.294	-4.208.617
Faaliyet Karı/Zararı	1.004.628	403.931	36.687	-294.551
Olağan Gelir ve Giderler (+/-)	157.920	56.193	186.655	381.783
Finansman Giderleri (-)	-13.570	-169.727	-247.744	-160.008
Olağan Kar/Zarar	1.148.978	290.397	-24.402	-72.776
Olağandışı Gelir ve Giderler	27.446	-9.055	-22.722	2.780
Dönem Karı/Zararı	1.176.424	281.342	-47.124	-69.996
Dönem Karı Vergi ve Yasal Yükümlülük Karşılıkları (-)	-235.905	0	0	0
DÖNEM NET KARI/ZARARI	940.519	281.342	-47.124	-69.996

BL İletişim ve Medya Hizm. San. Tic. A.Ş. Bilançosu	2017	2018	2019	2020-9
DÖNEN VARLIKLAR	8.451.774	12.017.854	5.390.340	34.277.559
Hazır Değerler	8.294.753	9.661.058	3.108.289	9.703
Menkul Kıymetler	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	85.305	2.235.816	693.882	872.049
Stoklar	27.332	0	128.156	0
Gelecek Aylara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	44.384	120.980	1.446.392	33.348.242
Diğer Dönen Varlıklar	0	0	13.620	47.564
DURAN VARLIKLAR	9.861	14.781.577	29.153.696	15.746
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.861	49.566	34.653	15.219
Gelecek Yıllara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	0	14.732.011	29.119.043	527
AKTİFLER	8.461.635	26.799.431	34.544.036	34.293.305
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	6.381.927	24.440.878	26.727.331	32.126.845
Ticari Borçlar	5.422.413	15.836.365	17.210.611	30.807.089
Diğer Borçlar	1.636	0	1.108.634	1.113.593
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	950.485	966.556	13.075	16.001
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	-34	0
Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	7.393	7.637.956	8.395.046	190.162
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	0	0	5.530.000	0
Ticari Borçlar	0	0	5.530.000	0
ÖZKAYNAKLAR	2.079.708	2.358.553	2.286.705	2.166.460
Ödenmiş Sermaye	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000
Geçmiş Yıllar Karları	339.787	1.062.947	1.313.332	1.313.332
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-1.483.239	-1.483.239	-1.483.239	-1.526.626
Dönem Net Karı/Zararı	723.159	278.845	-43.387	-120.245
PASİFLER	8.461.635	26.799.431	34.544.036	34.293.305
BL İletişim ve Medya Hizm. San. Tic. A.Ş. Gelir Tablosu	2017	2018	2019	2020-9
Net Satışlar	6.890.608	45.438.630	36.275.230	22.278.062
Satışların Maliyeti (-)	-6.046.969	-35.411.642	-31.046.579	-19.716.681
Brüt Kar/Zarar	843.639	10.026.988	5.228.651	2.561.381
Faaliyet Giderleri (-)	-344.762	-7.777.066	-3.541.389	-827.054
Faaliyet Karı/Zararı	498.877	2.249.922	1.687.261	1.734.327
Olağan Gelir ve Giderler (+/-)	225.209	-1.972.489	-1.125.923	-1.819.980
Finansman Giderleri (-)	-913	-3.687	-604.778	-12.287
Olağan Kar/Zarar	723.173	273.746	-43.440	-97.941
Olağandışı Gelir ve Giderler	-13	5.099	53	-22.305
Dönem Karı/Zararı	723.159	278.845	-43.387	-120.245
Dönem Karı Vergi ve Yasal Yükümlülük Karşılıkları (-)	0	0	0	0
DÖNEM NET KARI/ZARARI	723.159	278.845	-43.387	-120.245

EKONOMİK GÖRÜNÜM

Genel Değerlendirme

Salgının iç ve dış talep üzerindeki etkilerine bağlı olarak yılın ikinci çeyreğinde sert bir şekilde daralan iktisadi faaliyet, normalleşme süreci ve güçlü kredi ivmesinin desteğiyle üçüncü çeyrekte V-tipi belirgin bir toparlanma kaydetmiştir. Salgının ilk aşamalarında üretim potansiyelinin korunması önceliklendirilerek reel sektör ile finansal sektör arasındaki etkileşimin sağlıklı bir şekilde devamını sağlayacak adımlar atılmıştır. TCMB tarafından alınan parasal tedbirlere ek olarak, politika yapıcı diğer kurumlar tarafından da piyasa oynaklığını sınırlayıcı ve ekonomiyi destekleyici önlemler alınmıştır.

Kamu bankaları öncülüğünde ivme kazanan kredi arzı, reel sektöre kredi akışının kesintisiz devamına ve ekonomideki toparlanma sürecine önemli katkı sağlamıştır. Ertelenmiş yurt içi talepte gözlenen hızlı artışın yanında ihracatın öngörülenden daha güçlü bir seyir izlemesiyle yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet salgın öncesi düzeyini aşmıştır. Yüksek frekanslı veriler ekonomideki toparlanmanın son çeyrekte devam ettiğine işaret etmekte, böylelikle 2020 yılında pozitif büyüme ihtimalinin oldukça güçlendiği değerlendirilmektedir.

Güçlü kredi ivmesiyle ekonomide sağlanan hızlı toparlanmanın dış denge ve enflasyon görünümü üzerinde belirgin yansımaları görülmektedir. Hızlı kredi genişlemesi ekonomideki toparlanma sürecine önemli katkı sağlarken, talep koşullarının dezenflasyonist etkisini sınırlamış ve Türk lirasındaki değer kaybıyla birlikte enflasyonun öngörülenden daha yüksek bir seyir izlemesinde etkili olmuştur. Buna ilaveten, normalleşmenin kademeli gerçekleşmesi nedeniyle kapasite kısıtlamalarının birim maliyetler üzerindeki etkileri azalarak da olsa hissedilmeye devam etmiştir. Enflasyon eğiliminin yıl sonu ve orta vadeli hedeflerin üzerinde seyretmesi neticesinde enflasyon beklentilerindeki yukarı yönlü güncellemeler son dönemde belirginleşmiştir. Bu görünüm, fiyatlama davranışları ve orta vadeli enflasyon görünümüne yönelik risk oluşturmaktadır.

Mal ihracatında rekabet gücünün desteğiyle geçmiş öngörülerden daha güçlü seyreden toparlanmaya karşın hizmet gelirlerindeki düşüş ve ithalattaki artışla birlikte cari işlemler açığı artmıştır. Küresel talepteki daralma ve seyahat kısıtlamaları nedeniyle ihracat ve turizm gelirlerinde belirgin bir düşüş gözlenmiştir. İhracat, Mart ve Nisan aylarındaki sert düşüşlerin ardından Mayıs ayında toparlanmaya başlamış ve Eylül ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak salgın öncesi düzeyine ulaşmıştır. Ertelenmiş talebe ve salgın tedbirleri kapsamında uygulanan likidite ve kredi politikalarına bağlı olarak, Mayıs ayından itibaren ithalat talebi canlanmıştır. Buna ilaveten, küresel belirsizliklerin yüksek seyretmesi ve yurt içinde dolarizasyon eğiliminin güçlenmesiyle altın talebi belirgin şekilde artmış ve dış dengedeki bozulmanın önemli bir bileşeni olmuştur.

Altın hariç tutulduğunda, ihracatın ithalatı karşılama oranının tarihsel yüksek düzeylerde seyretmesi, reel kur düzeyinin dış dengedeki uyarlamayı desteklediğine işaret etmektedir. Bu doğrultuda, salgın dönemine özgü kredi politikalarının normalleşmesiyle birlikte reel kurun dengeleyici etkilerinin belirginleşmesi ve güçlü kredi ivmesine bağlı ilave ithalat talebinin zayıflaması beklenmektedir. Böylelikle, mal ihracatındaki güçlü toparlanma, emtia fiyatlarının görece düşük seviyeleri ve reel kur düzeyi önümüzdeki dönemde cari işlemler dengesini desteklemeye devam edecektir.

Küresel ölçekte salgının seyrine ve ekonomi politikalarının etkilerine ilişkin belirsizlikler yüksek seyretmekle birlikte, ekonomideki toparlanmanın istikrarlı bir şekilde devam etmesi için salgın dönemine özgü politika bileşiminde normalleşme ihtiyacı oluşmuştur. Salgının olumsuz etkilerini sınırlamaya ve üretken kapasiteyi korumaya yönelik parasal ve mali tedbirler ekonomideki toparlanma sürecine önemli katkıda bulunmuştur. Bununla birlikte, ekonominin sağlıklı bir büyüme patikasına yönlendirilebilmesi için enflasyonun yeniden düşüş eğilimine girmesi, ülke risk primi ile birlikte uzun vadeli faizlerin gerilemesi büyük önem arz etmektedir. Bu doğrultuda TCMB, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak, dezenflasyon sürecini yeniden tesis etmek ve fiyat istikrarını desteklemek amacıyla, Ağustos ayından itibaren attığı sıkılaştırma adımlarını kademeli olarak güçlendirmiştir.

Para ve likidite politikalarında devam eden sıkılaştırma önümüzdeki dönemde dış denge ve enflasyon görünümünü olumlu etkileyecektir. Ağırlıklı ortalama fonlama faizindeki yükseliş ve kamu bankalarının destekleyici duruşundaki dengelenme kredi faizlerine güçlü bir şekilde yansımış ve finansal koşullarda belirgin bir sıkılaştırma sağlanmıştır. Tüketici kredisi faizlerindeki artış daha belirgin olurken, son dönemde ticari ve bireysel kredilerdeki normalleşme eğilimi belirginleşmiştir. Sıkılaştırma adımları neticesinde ithalatta öngörülen dengelenmenin de başladığı görülmektedir.

Gelinen noktada, enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması ve dezenflasyon sürecinin en kısa sürede yeniden tesis edilmesi, büyümenin sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde devam edebilmesi için kritik önem arz etmektedir. Bu doğrultuda, Ekim ayında likidite yönetiminde sıkılaştırma yönünde esneklik artırılmış ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı parasal duruşun sürdürüleceği bir çerçeve oluşturulmuştur. Salgın dönemine özgü politikadaki normalleşme, kredilerdeki yavaşlama ve para politikasındaki sıkı duruşla birlikte enflasyon ve cari dengede öngörülen iyileşme makrofinansal istikrarı destekleyecektir.

96) Chart		97) Set as Default View		Disclaimer		Economic Forecasts				
Region Comparison		Contributor		Contributor Composite		Yearly				
World						Real GDP				
Actual / Forecasts										
Country	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
World (YoY%)	3.5	3.5	3.4	3.3	3.8	3.5	2.8	-3.9	5.2	3.7
Regions										
Africa (YoY%)	4.5	4.4	2.3	0.0	1.9	2.0	1.8	-3.5	3.5	3.6
Asia Ex-Japan (YoY%)	6.5	6.4	6.1	6.1	6.4	6.1	5.3	0.7	5.4	5.6
Asia Pacific (YoY%)	5.1	4.9	5.0	4.9	5.4	4.9	4.4	-0.6	4.9	4.9
BRICS (YoY%)	5.9	5.4	5.1	5.3	6.0	5.8	5.2	0.9	5.3	5.5
Developed Economies (YoY%)	1.5	2.1	2.6	1.8	2.5	2.3	1.7	-5.3	4.0	3.1
EMEA (YoY%)	3.4	2.6	1.9	1.8	3.8	3.2	2.3	-4.3	3.7	3.3
Eastern Europe (YoY%)	3.2	2.1	1.7	2.0	4.1	3.4	2.4	-4.1	3.7	3.4
Emerging Economies (YoY%)	5.2	4.6	4.3	4.2	4.9	4.9	4.3	-0.8	5.0	5.1
European Union (YoY%)	0.3	1.8	2.4	2.0	2.7	2.0	1.5	-7.7	4.7	3.5
Eurozone (YoY%)	-0.2	1.4	2.0	1.9	2.6	1.9	1.3	-7.3	4.6	3.5
G-20 (YoY%)	2.9	3.1	3.2	2.7	3.5	3.3	2.7	-3.4	4.4	3.9
G-8 (YoY%)	1.4	1.9	2.1	1.5	2.3	2.1	1.6	-5.2	4.0	3.0
GCC (YoY%)	3.6	3.6	4.1	2.5	-0.2	1.8	0.7	-4.9	2.8	3.1
Latin America (YoY%)	3.5	1.1	-0.2	-1.0	2.0	1.5	1.3	-6.8	4.3	2.8
Majors (YoY%)	1.3	2.0	2.4	1.7	2.4	2.2	1.7	-5.3	4.0	3.1
Middle East (YoY%)	3.6	3.6	3.8	2.9	1.0	2.4	1.6	-4.0	3.1	3.5
North America (YoY%)	1.8	2.6	2.9	1.7	2.3	2.9	2.1	-4.0	3.8	3.0
Western Europe (YoY%)	0.3	1.8	2.3	1.9	2.5	1.8	1.3	-7.7	4.7	3.4

Global ve Bölgesel Büyüme Oranları
Kaynak: Bloomberg

96) Chart		97) Set as Default View		Disclaimer		Economic Forecasts				
Region Comparison		Contributor		Contributor Composite		Yearly				
World						Consumer Prices				
Actual / Forecasts										
Country	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
World (YoY%)	3.6	3.2	2.7	2.7	3.2	3.6	3.5	2.2	2.7	2.8
Regions										
Africa (YoY%)	7.1	6.9	7.2	12.1	11.8	8.6	8.1	9.1	8.9	8.8
Asia Ex-Japan (YoY%)	3.6	2.8	1.9	2.3	1.9	2.3	2.6	2.2	2.3	2.5
Asia Pacific (YoY%)	2.8	2.8	1.7	1.8	1.8	2.1	2.3	1.8	1.9	2.2
BRICS (YoY%)	4.6	3.9	3.9	3.6	2.3	2.6	3.2	2.8	2.6	2.8
Developed Economies (YoY%)	1.5	1.6	0.5	1.0	2.0	2.3	1.7	1.0	1.5	1.7
EMEA (YoY%)	5.5	6.0	8.4	5.8	5.8	5.7	6.1	5.1	5.1	5.0
Eastern Europe (YoY%)	5.3	5.9	8.9	5.3	5.3	5.5	5.9	4.7	4.6	4.4
Emerging Economies (YoY%)	4.9	4.8	4.5	4.5	3.4	3.6	3.9	3.4	3.4	3.5
European Union (YoY%)	1.5	0.6	0.1	0.3	1.7	1.9	1.5	0.6	1.1	1.5
Eurozone (YoY%)	1.4	0.4	0.2	0.2	1.5	1.8	1.2	0.3	0.9	1.2
G-20 (YoY%)	2.8	2.9	1.9	2.2	2.4	2.7	2.6	1.8	2.2	2.4
G-8 (YoY%)	1.7	1.9	0.9	1.0	1.9	2.1	1.6	0.9	1.5	1.7
GCC (YoY%)	2.7	2.5	2.1	2.1	0.4	2.1	-1.4	1.3	1.7	2.0
Latin America (YoY%)	7.9	10.2	10.3	11.8	6.5	7.4	9.5	7.9	8.8	7.9
Majors (YoY%)	1.3	1.4	0.3	0.8	1.7	2.0	1.5	0.7	1.3	1.6
Middle East (YoY%)	3.2	3.2	2.9	2.9	3.1	4.0	1.0	2.5	2.5	2.8
North America (YoY%)	1.6	1.8	0.3	1.4	2.3	2.6	1.9	1.3	2.0	2.1
Western Europe (YoY%)	1.5	0.7	0.2	0.4	1.7	1.9	1.3	0.4	1.0	1.3

Global ve Bölgesel Tüketici Fiyatları
Kaynak: Bloomberg

9) Chart		97) Set as Default View		Disclaimer		Economic Forecasts				
Country/Region/World		Contributor		Contributor Composite		Yearly		Quarterly		
Turkey		Browse		Private		Official		Probability of Recession 25.0%		
Indicator	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Economic Activity										
Real GDP (YoY%)	8.7	4.9	6.0	3.3	7.5	3.1	1.0	-2.8	4.5	4.0
Private Consumption...	-8.7	21.2	24.0	11.7	7.3	13.9	4.8	-2.1	4.4	3.5
Public Consumption ...	8.11	3.14	3.51	9.82	5.18	6.62				
Gross Fixed Investm...	14.3	5.4	9.1	2.4	8.2	0.5	-12.8	-4.4	6.1	6.5
Exports (YoY%)	5.27	7.26	3.22	-1.64	12.47	8.69				
Imports (YoY%)	10.88	0.35	0.68	2.97	10.51	-4.86				
Industrial Production (Yo...	7.1	5.9	5.7	3.6	8.9	1.9	-1.0	-3.6	5.4	4.5
Price Indices										
CPI (YoY%)	7.5	8.9	7.7	7.8	11.1	16.2	15.5	11.8	11.2	10.2
PPI (YoY%)	4.5	10.3	5.3	4.3	15.8	26.7	18.9	10.1	11.7	9.2
Labor Market										
Unemployment (%)	9.1	10.0	10.3	10.9	10.9	11.0	13.7	14.3	14.5	12.8
External Balance										
Curr. Acct. (% of GDP)	-5.8	-4.1	-3.2	-3.1	-4.7	-2.6	1.1	-3.5	-2.9	-3.4
Fiscal Balance										
Budget (% of GDP)	-1.0	-1.1	-1.0	-1.1	-1.5	-1.9	-2.9	-6.4	-4.6	-3.9

Türkiye Ekonomik Göstergeler
Kaynak: Bloomberg

DEĞERLEME YAKLAŞIMI

Temel Yaklaşımlar

Uygun bir değer esasına göre tanımlanan bir değerlemeye ulaşabilmek amacıyla, bir veya birden çok değerlendirme yaklaşımı kullanılabilir. Temel olarak 3 farklı yaklaşım bulunmaktadır:

1. Pazar Yaklaşımı
2. Maliyet Yaklaşımı
3. Gelir Yaklaşımı

Bunların tümü ekonomi teorisinde geçen fiyat dengesi, fayda beklentisi veya ikame ilkelerine dayanmaktadır. Tek bir yöntem ile güvenilir bir karar üretebilmek için yeterli sayıda gerçeklere dayalı veya gözlemlenebilen girdinin mevcut olmadığı hallerde, birden çok sayıda değerlendirme yaklaşımı veya yöntemi kullanılması özellikle tavsiye edilir.

Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, değerlendirme konusu varlıkla fiyat bilgisi mevcut olan aynı veya benzer varlıklar ile karşılaştırmalı olarak belirlenmesini sağlar.

Pazar yaklaşımında atılması gereken ilk adım, aynı veya benzer varlıklar ile ilgili pazarda kısa bir süre önce gerçekleşmiş olan işlemlerin fiyatlarının göz önünde bulundurulmasıdır. Eğer az sayıda işlem olmuşsa, bu bilgilerin geçerliliğini saptamak ve kritik bir şekilde analiz etmek kaydıyla, benzer veya aynı varlıklara ait işlem gören veya teklif verilen fiyatları dikkate almak uygun olabilir. Gerçek işlem koşulları ile değer esas ve değerlemede yapılan tüm varsayımlar arasındaki farklılıkları yansıtılabilmek amacıyla, başka işlemlerden sağlanan fiyat bilgileri üzerinde düzeltme yapmak gerekli olabilir. Ayrıca değerlemesi yapılan varlık ile diğer işlemlerdeki varlıklar arasında yasal, ekonomik veya fiziksel özellikler bakımından da farklılıklar olabilir.

Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, bir alıcının, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla belirlenmesini sağlar.

Bu yaklaşım, pazardaki bir alıcının gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, değerlendirme yapılan varlığa ödeyeceği fiyatın, eşdeğer bir varlığın ister satın alma ister yapım yoluyla maliyetinden

fazla olmayacağı ilkesine dayanmaktadır. Değerlemesi yapılan varlıkların cazibesi, yıpranmış veya demode olmaları nedeniyle, genellikle satın alınabilecek veya yapımı gerçekleştirilebilecek alternatiflerinden daha düşüktür. Bunun geçerli olduğu hallerde, kullanılması gereken değer esasına bağlı olarak, alternatif varlığın maliyeti üzerinde düzeltmeler yapmak gerekebilir.

Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari sermaye değerine dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar.

Bu yaklaşım bir varlığın yararlı ömrü boyunca yaratacağı geliri dikkate alır ve değeri bir kapitalizasyon süreci aracılığıyla belirler. Kapitalizasyon işlemi, gelirlerin uygun indirgeme oranları uygulanarak bir sermaye toplamına dönüştürülmesidir. Gelir akışı, bir sözleşme veya sözleşmelere dayanarak veya bir sözleşme ilişkisi içermeden yani varlığın elde tutulması veya kullanımı sonucunda oluşması beklenen karlardan türetilebilir.

Gelir yaklaşımı kapsamında kullanılan yöntemler aşağıdakileri içerir:

1. Tüm risk veya genel kapitalizasyon oranının temsili tek bir dönem gelirin uygulandığı gelir kapitalizasyonu
2. Bir indirgeme oranının gelecek dönemler için bir dizi nakit akışına uygulandığı (bunları güncel bir değere indirmek için) indirgenmiş nakit akışı
3. Çeşitli opsiyon fiyatlama modelleri

Gelir yaklaşımı, bir yükümlülük yerine getirilene kadar gereken nakit akışları dikkate alınarak, yükümlülüklerle de uygulanabilir.

DEĞERLEME ANALİZLERİ

Pazar Yaklaşımı

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsadaki kılavuz emsaller yönteminde, değerlemeye konu olan Şirketler ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanmaktadır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan Şirketler'in finansal performansına göre düzeltilmesi ile Şirket Değeri (Enterprise Value) bulunmaktadır.

Emsal analizleri Bloomberg terminali kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda, payları global borsalarda işlem gören, Standart Endüstri Sınıflandırması'na ("SIC") göre reklamcılık faaliyetleri ile iştiğal eden şirketler analiz edilmiş ve incelenen 332 adet şirket içerisinde 41 tanesi emsal olarak kabul edilmiştir.

Emsal olarak belirlenen şirketlerin finansal ve operasyonel verilerine dayanarak Şirket Değeri'nin belirlenmesinde, i) toplam aktif, ii) satışlar, iii) defter değeri, iv) faiz, vergi ve finansman öncesi kar ("FAVÖK" veya "EBITDA") parametreleri incelenmiş, fakat değerlemeye konu Şirketler'in faaliyetlerinin sabit kıymetlere dayalı olmaması ve satış gelirleri içerisindeki ilişkili işlemlerin ağırlıkları nedeniyle, değerlendirme, EBITDA çarpanı dikkate alınarak gerçekleştirilmiştir.

Değerlemede baz alınan çarpan, hesaplamalarda kullanılan verilerin uç değerlerinin olumsuz etkilerini elimine etmek amacıyla emsal şirket çarpanlarının geometrik ortalamaları alınarak belirlenmiştir. Analizde kullanılan çarpanlar, emsal şirketlerin borçları dahil olmak üzere bir bütün olarak taşıdıkları değeri (Şirket Değeri veya Enterprise Value) ifade edecek şekilde seçilmiştir. Dolayısıyla, hesaplanan emsal değeri, değerlemeye konu Şirketler'in net finansal borcu dikkate alınarak düzeltilmiş ve "**pazar değeri**"ni temsil etmek üzere Özsermaye Değeri'ne (Equity Value) ulaşılmıştır.

Diğer taraftan, halka açık olmayan şirketlerin pay senetleri, piyasada kolayca alınıp satılabilen halka açık şirketlerin pay senetlerine nazaran pazarlanabilme sınırlılığı ile karşılaşabilmekte, dolayısıyla, daha düşük değerlendirilmektedirler. Bu nedenle, Şirketler'in "**pazar değeri**"nin borsadaki kılavuz emsaller yöntemine göre belirlenmesinde, değerlendirme uzmanlarımızın görüşlerine dayanılarak, UP İletişim ve BL İletişim için %20 oranında, SM Medya için ise %50 oranında likidite iskontosu uygulanmıştır. SM Medya'ya uygulanan likidite oranı, medya yatırımları içerisinde radyo mecrasının aldığı paya ilişkin öngörülere dayanmaktadır.

Şirket Adı	Pay Kodu	Pazar Değeri	PD/EBITDA
CHEIL WORLDWIDE INC	030000 KS Equity	2.053.467.078.656	10,3
NASMEDIA CO LTD	089600 KS Equity	234.025.680.896	9,7
FUTURESTREAM NETWORKS CO LTD	214270 KS Equity	154.540.814.336	22,2
INCROSS CO LTD	216050 KS Equity	313.170.100.224	29,7
INSIGHT INC	2172 JP Equity	572.004.992	7,0
ECHO MARKETING INC	230360 KS Equity	802.608.128.000	16,7
PLAYD CO LTD	237820 KS Equity	104.225.950.720	44,6
CROSS MARKETING GROUP INC	3675 JP Equity	6.901.969.792	14,0
CARTA HOLDINGS INC	3688 JP Equity	18.480.185.344	5,5
FUSION CORP	3977 JP Equity	919.577.000	20,3
DENTSU GROUP INC	4324 JP Equity	1.306.760.970.240	16,5
GMO AD PARTNERS INC	4784 JP Equity	3.023.166.976	6,5
RENTRACKS CO LTD	6045 JP Equity	2.419.697.408	23,8
SOLDOUT INC	6553 JP Equity	14.277.234.432	27,5
EMNET JAPAN CO LTD	7036 JP Equity	3.017.056.640	15,2
PIALA INC	7044 JP Equity	18.188.800.768	42,4
BRANDING TECHNOLOGY INC	7067 JP Equity	2.801.952.896	26,3
AD PEPPER MEDIA INTL NV	APM GR Equity	55.614.000	12,9
FLUENT INC	FLNT US Equity	225.020.616	12,7
MEDIACAP SA	MCP PW Equity	63.434.744	13,5
MASTERMIND INC	MMND US Equity	16.735.198	46,3
OMNICOM GROUP	OMC US Equity	14.774.802.432	12,8
PRAKIT HOLDINGS PUBLIC CO	PRAKIT TB Equity	76.749.440	6,4
SPAR GROUP INC	SGRP US Equity	29.736.456	2,8
SNIPP INTERACTIVE INC	SPN CN Equity	3.264.622	17,3
TRADEDOUBLER	TRAD SS Equity	229.882.328	5,1
VGI PCL	VGI TB Equity	56.852.693.760	35,0
Geometrik Ortalama			14,90

Emsal Şirket Verileri
Kaynak: Bloomberg

SM Medya'nın faaliyet giderlerinin detaylı analizinde, dönem faaliyet karını önemli ölçüde etkileyen 2,4 milyon TL tutarında tek seferlik bir danışmanlık gideri yapıldığı tespit edilmiştir. Söz konusu giderin emsal değerinin belirlenmesinde yanıtıcı etkide bulunacağı kabul edilerek faiz, amortisman ve vergi öncesi karın (EBITDA) tespitinde bu gider elimine edilmiştir.

SM MEDYA EMSAL ANALİZİ (TL)	Çarpan	Gösterge	Emsal Değer	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Piyasa Değeri/EBITDA	14,90	2.130.189	31.730.969	100,00%	31.730.969
Emsal Değeri				100,00%	31.730.969
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)					144.027
Diğer Alacaklar (+)					17.682.468
Diğer Borçlar (-)					0
Kısa Vadeli Finansal Borçlar (-)					-1.797.687
Uzun Vadeli Finansal Borçlar (-)					-3.099.375
Likidite İskontosu (-)				50,00%	-15.865.484
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri					28.794.918

UP İLETİŞİM EMSAL ANALİZİ (TL)	Çarpan	Gösterge	Emsal Değer	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Piyasa Değeri/EBITDA	14,90	2.417.211	36.006.395	100,00%	36.006.395
Emsal Değeri				100,00%	36.006.395
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)					-331.019
Diğer Alacaklar (+)					14.091.545
Diğer Borçlar (-)					-667.249
Kısa Vadeli Finansal Borçlar (-)					-163.811
Uzun Vadeli Finansal Borçlar (-)					-282.305
Likidite İskontosu (-)				20,00%	-7.201.279
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri					41.452.278

BL İLETİŞİM EMSAL ANALİZİ (TL)	Çarpan	Gösterge	Emsal Değer	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Piyasa Değeri/EBITDA	14,90	1.753.761	26.123.748	100,00%	26.123.748
Emsal Değeri				100,00%	26.123.748
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)					9.703
Diğer Alacaklar (+)					10.201.080
Diğer Borçlar (-)					-1.181.695
Kısa Vadeli Finansal Borçlar (-)					0
Uzun Vadeli Finansal Borçlar (-)					0
Likidite İskontosu (-)				20,00%	-5.224.750
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri					29.928.087

Sonuç olarak, değerlemeye konu Şirketler'in özsermayelerinin "**pazar değeri**", borsadaki kılavuz emsaller yöntemine göre, 30.09.2020 tarihi itibarıyla, UP İletişim için **41.452.278 TL**, SM Medya için **28.794.918 TL** ve BL İletişim için **29.928.087 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Gelir Yaklaşımı İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Değerleme çalışmamız, çeşitli formüller yardımıyla birbirine bağlı excel tabloları kullanılarak hazırlanmıştır. Bazı durumlarda yapılan hesaplamalar ondalık sayılar (küsurat) üretmektedir. Bu ondalık sayılar, excel tablolarındaki formüller vasıtasıyla hesaplamalara direkt olarak yansımaktadır. Genel olarak, raporumuzda, ondalık rakamlar gösterilmemektedir. Dolayısıyla, raporumuzdaki rakamlar üzerinden yapılan kontrol amaçlı hesaplamalar, raporumuzda açıklananlardan farklı sonuçlanmaktadır.

İndirgenmiş nakit akışları ("İNA") yönteminde, Şirketler'in faaliyetlerinin nasıl finanse edildiğinden, yaratılan gelirin temettü olarak ödenip ödenmediğinden veya yeniden yatırıma yönlendirilip yönlendirilmediğinden bağımsız tek bir değer belirlenmesi gerekli görüldüğünden, değerleme çalışmamızda, Şirketler'in bütününe ait nakit akışları (free cash flow to firm-FCFF) dikkate alınmıştır.

Değerlemeye konu Şirketler'in gelecekte yaratacağı gelirlerin miktarı ve zamanlamasına ilişkin tahminler enflasyon beklentilerini içerdiğinden nominal nakit akışları esas alınmış ve yürürlükteki mevzuat uyarınca bu nakit akışlarının vergi sonrası olması değerlendirilmiştir. Nakit akışı tahminleri, Şirketler'in raporlama para birimi olan Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. İNA yöntemi uygulanırken temel alınan diğer varsayımlar aşağıda açıklanmıştır.

İndirgeme Oranı

Çalışmamızda indirgeme oranı olarak, finansal varlıkları fiyatlama modeli ("FVFM" veya "CAPM") kapsamında hesaplanan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM" veya "WACC") kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında, özsermaye maliyeti,

k_e = özsermaye maliyeti
 r_f = risksiz faiz oranı
 r_p = pazar risk primi
 β = pazar korelasyonu (beta)
 r_{ARP} = şirkete özgü ek risk primi

$$k_e = r_f + r_p \times \beta + r_{ARP}$$

formülünden hareketle belirlenmiştir. Risksiz getiri oranı olarak, TL cinsinden ihraç edilen devlet tahvillerinin değerlendirme tarihindeki ortalama getiri oranı olan %12,34 kullanılmıştır. Pazar risk primi, Türkiye sermaye piyasalarındaki pazar getirisi ile risksiz getiri oranının farkını ifade etmekte olup değerlendirme tarihi itibarıyla %10,22'dir. Sistemik riskin göstergesi olan beta katsayısının belirlenmesinde, emsal şirketlerin pay senedi betalarının aritmetik ortalaması alınarak değerlendirme konu Şirketler'in finansal kaldıraç oranı üzerinden düzeltilmiştir. Kaldıraçsız ve kaldıraçlı beta hesaplamalarında sırasıyla

β_u = sektörün kaldıraçsız betası
 β_L = sektörün kaldıraçlı betası
 L_1 = sektörün finansal kaldıraç
 L_c = şirketin finansal kaldıraç
 β_R = şirketin kaldıraçlı betası
 t = vergi oranı

$$\beta_u = \beta_L / [(1 + L_1 \times (1 - t))] \quad \text{ve} \quad \beta_R = \beta_u \times [(1 + L_c \times (1 - t))]$$

formüllerinden faydalanılmıştır. Şirketler'e özgü risk primleri değerlendirme uzmanlarımızın görüşleriyle belirlenmiştir. Bu süreçte, değerlendirme konu Şirketler'in gelirlerinin birbirlerine ve/veya diğer grup şirketlerine bağımlılığı, üçüncü taraflardan elde edilen gelirlerin yüksek hacimli iş yaratan sınırlı sayıda müşteri portföyü nedeniyle dalgalı seyri, ticari borçlar içerisinde kayıt edilen ticari olmayan nitelikte borçların varlığından ötürü ödeme sürelerinin piyasa koşulları ile uyumlu olmayan görünümü gibi kriterler gözönüne alınmıştır.

Borçlanma maliyeti olarak, TCMB tarafından yayınlanan Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları verileri dikkate alınmıştır. Değerlemeye konu Şirketler'in nakit akışları tahmin edilirken baz alınan vergi ödemelerinde finansman giderlerinin vergi avantajı dikkate alınmadığı için kullanılan borç maliyeti vergi sonrası orana dayanmaktadır. Dolayısıyla, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

k_e = özsermaye maliyeti
 k_d = vergi sonrası borçlanma maliyeti
WACC = indirim oranı
D = finansal yükümlülükler
E = özsermaye
 L_t = toplam yükümlülükler (pasifler)

$$WACC = k_d \times (D/L_t) + k_e (E/L_t)$$

formülünden hareketle, borç maliyeti ve özsermaye maliyetinin, Şirketler'in finansmanında borcun ve özsermayenin aldığı pay dikkate alınarak ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmıştır.

İndirim Oranı	UP İletişim	SM Medya	BL İletişim
Risksiz Faiz Oranı	12,34%	12,34%	12,34%
Pazar Risk Primi	10,22%	10,22%	10,22%
Beta Katsayısı	0,91	1,01	0,90
Şirkete Özgü Risk Primi	10,00%	4,00%	8,00%
Sermaye Maliyeti	31,67%	26,67%	29,57%
Kaldıraç Oranı	1,42%	15,01%	0,00%
Borçlanma Maliyeti	15,37%	15,37%	15,37%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	12,30%	12,30%	12,30%
AOSM	31,40%	24,52%	29,57%

Gelir ve Gider Projeksiyonları

Değerlemeye konu Şirketler'in projeksiyon döneminde elde etmeleri öngörülen gelirlerin tahmin edilmesinde, grup şirketlerinden gelen işler ve üçüncü taraflardan alınan işler ayrı ayrı incelenmiştir. UP İletişim ve SM Medya şirketlerinin gelirleri içerisinde grup şirketi olan PC İletişim'den alınan işler önemli bir paya sahiptir. Dolayısıyla, bu şirketlerin gelirleri tahmin edilirken öncelikle PC İletişim'in gelirlerine yönelik tahmin yapılmıştır (BL İletişim projeksiyonlarında UP İletişim gelirleri baz alınmıştır). Bu süreçte, PC İletişim'in medya yatırımlarından aldığı paydan hareket edilmiştir. Pandemiden büyük oranda etkilenen havayolu ulaşımı sektörüne verilen hizmetler ve müşteri portföyündeki değişikliklerden kaynaklanan geçici gelir dalgalanmaları da dikkate alınmıştır.

Üçüncü taraflardan elde edilen gelirlerin öngörülmesinde ise müşteri başına gelir rakamlarından yola çıkılarak yeni müşteri kazanımı da gözönünde tutularak tahminler oluşturulmuştur. Müşteri başına gelirlerin enflasyon oranında artış göstereceği varsayılmıştır. Yeni müşteri kazanımları için, gerek Şirketler'in geçmiş dönem performansları gerekse ilgili mecralardaki (internet ve radyo) medya yatırımlarının seyri gözönüne alınmıştır.

Diğer gelirler ve satıştan iadeler, Şirketler'in müşterileri adına reklam yayınlattıkları mecralardan elde ettikleri ek faydalar ve bu faydaların müşterilere iadesini içermektedir. Dolayısıyla, Şirketler'in internet ve radyo mecralarında yayınlattıkları reklamlardan elde edilen gelirlerin bir fonksiyonu olarak kabul edilmiş ve bu gelirlere paralel oranda arttırılmıştır.

Şirketler'in maliyet ve giderleri içerisinde en önemli kalemi, müşterileri adına internet ve radyo mecralarında yayınlattıkları reklam yayınlarının giderleri oluşturmaktadır. Sözkonusu giderler, reklamlar yoluyla elde edilen gelirlerin bir fonksiyonu oldukları için satış gelirlerinin yüzdesi oranında tahmin edilmişlerdir. Yıllar bazında gözlemlenen dalgalanmaların etkisini minimize etmek amacıyla geçmiş yılların ortalamaları alınarak hesaplama yapılmıştır.

Diğer bir önemli gider kalemi olan merkezi yönetim giderleri, İlbak Holding bünyesinde yürütülen çeşitli yönetim faaliyetlerinden kaynaklanan giderlerin ilgili Şirketler'e yansıtılmasından oluşmaktadır. Bu giderler, ağırlıklı olarak, bahsi geçen yönetim faaliyetlerinde görev alan personelin ücretlerinden oluştuğu için, enflasyon oranında arttırılmıştır. Pandemi döneminde kısa çalışma ödeneğinden faydalanıldığı öğrenildiğinden, gerek personel giderleri gerekse merkezi yönetim giderlerinde, 2020 yılında gözlemlenen düşüşün ilerleyen döneme yansımayaacağı kabul edilerek öngörüler oluşturulmuştur. İnternet yayın stopajları, UP İletişim ve BL İletişim şirketlerinin internet ortamında verdiği reklamlara istinaden yapılan vergi kesintilerinden kaynaklanmakta olup hem gelir hem de gider kalemleri içerisinde gösterilerek netleştirilmiştir. Genel giderlerin enflasyon oranında artış göstereceği varsayılmıştır.

Diğer Varsayımlar

Çalışmamızda projeksiyon dönemi için hazırlanan gelir tablolarındaki faaliyet karları üzerinden 2020 yılı için %22 oranında, diğer yıllar için ise %20 oranında Kurumlar Vergisi yükümlülüğü hesaplanmış olup geçmiş dönem zararlarına ilişkin herhangi bir düzeltme yapılmamıştır. Şirketler'in faaliyetlerinin duran varlıklara dayalı olmaması nedeniyle değerlendirme tarihindeki amortisman giderlerinin projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Şirketler'in çalışma sermayesi ihtiyacından kaynaklanan nakit akışlarının tahmin edilmesinde, önceki yıllarda gerçekleşen verilerin ortalamasından hareket edilmiştir. Ayrıca, ilişkili şirketlerle yapılan ve ticari nitelikte olmayan işlemler ayrıştırılmıştır.

Nakit Akışları

Şirketler'in projeksiyon dönemi için tahmin edilen nakit akışları aşağıda gösterilmiştir:

UP İLETİŞİM İNA ANALİZİ (TL)	2020	2021	2022	2023	2024
Net Satışlar	102.307.483	108.822.794	127.704.790	149.396.504	174.287.817
Satışların Maliyeti (-)	-93.133.479	-102.873.420	-120.342.799	-140.386.304	-163.359.086
Brüt Kar	9.174.004	5.949.374	7.361.991	9.010.201	10.928.730
Faaliyet Giderleri (-)	-2.817.392	-4.991.506	-5.500.640	-6.061.705	-6.679.999
Net Faaliyet Karı	6.356.612	957.868	1.861.351	2.948.496	4.248.731
Vergi (-)	-1.398.455	-191.574	-372.270	-589.699	-849.746
Amortisman Giderleri (+)	4.808	0	0	0	0
Çalışma Sermayesi (+/-)	-3.693.062	3.490.983	3.420.006	3.923.224	4.495.814
Sermaye Harcamaları (-)	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışları	1.269.902	4.257.277	4.909.086	6.282.021	7.894.798
Kısmi Dönem Düzeltmesi	25,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Düzeltilmiş Serbest Nakit Akışları	317.476	4.257.277	4.909.086	6.282.021	7.894.798
İndirgeme Dönemi	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
İndirgeme Faktörü	0,87	0,66	0,51	0,38	0,29
İndirgenmiş Nakit Akışları	276.962	2.826.571	2.480.546	2.415.820	2.310.601

UP İLETİŞİM İNA ANALİZİ (TL)	2025	2026	2027	2028	2029
Net Satışlar	202.820.829	235.496.744	272.883.646	315.625.294	364.451.073
Satışların Maliyeti (-)	-189.663.693	-219.756.286	-254.153.678	-293.441.297	-338.282.179
Brüt Kar	13.157.135	15.740.459	18.729.968	22.183.996	26.168.894
Faaliyet Giderleri (-)	-7.361.359	-8.112.218	-8.939.664	-9.851.509	-10.856.363
Net Faaliyet Karı	5.795.776	7.628.241	9.790.304	12.332.487	15.312.531
Vergi (-)	-1.159.155	-1.525.648	-1.958.061	-2.466.497	-3.062.506
Amortisman Giderleri (+)	0	0	0	0	0
Çalışma Sermayesi (+/-)	5.147.026	5.887.326	6.728.556	7.684.105	8.769.124
Sermaye Harcamaları (-)	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışları	9.783.647	11.989.919	14.560.799	17.550.095	21.019.148
Kısmi Dönem Düzeltmesi	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Düzeltilmiş Serbest Nakit Akışları	9.783.647	11.989.919	14.560.799	17.550.095	21.019.148
İndirgeme Dönemi	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
İndirgeme Faktörü	0,22	0,17	0,13	0,10	0,07
İndirgenmiş Nakit Akışları	2.179.231	2.032.532	1.878.559	1.723.209	1.570.696

SM MEDYA İNA ANALİZİ (TL)	2020	2021	2022	2023	2024
Net Satışlar	41.400.470	46.391.983	54.601.672	64.019.477	74.808.780
Satışların Maliyeti (-)	-36.181.714	-43.143.862	-50.739.292	-59.450.022	-69.426.698
Brüt Kar	5.218.756	3.248.121	3.862.380	4.569.455	5.382.082
Faaliyet Giderleri (-)	-4.811.490	-3.074.255	-3.384.464	-3.726.314	-4.103.034
Net Faaliyet Karı	407.266	173.867	477.916	843.141	1.279.049
Vergi (-)	-89.598	-34.773	-95.583	-168.628	-255.810
Amortisman Giderleri (+)	32.987	32.987	32.987	32.987	32.987
Çalışma Sermayesi (+/-)	135.866	-920.005	1.164.735	1.335.318	1.528.908
Sermaye Harcamaları (-)	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışları	486.520	-747.925	1.580.055	2.042.817	2.585.133
Kısmi Dönem Düzeltmesi	25,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Düzeltilmiş Serbest Nakit Akışları	121.630	-747.925	1.580.055	2.042.817	2.585.133
İndirgeme Dönemi	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
İndirgeme Faktörü	0,90	0,72	0,58	0,46	0,37
İndirgenmiş Nakit Akışları	109.001	-538.296	913.296	948.297	963.770

SM MEDYA İNA ANALİZİ (TL)	2025	2026	2027	2028	2029
Net Satışlar	87.154.062	101.263.560	117.372.254	135.745.218	156.681.390
Satışların Maliyeti (-)	-80.839.406	-93.880.122	-108.765.454	-125.739.732	-145.078.482
Brüt Kar	6.314.655	7.383.437	8.606.800	10.005.486	11.602.908
Faaliyet Giderleri (-)	-4.518.179	-4.975.668	-5.479.822	-6.035.399	-6.647.645
Net Faaliyet Karı	1.796.476	2.407.769	3.126.978	3.970.087	4.955.264
Vergi (-)	-359.295	-481.554	-625.396	-794.017	-991.053
Amortisman Giderleri (+)	32.987	32.987	32.987	32.987	32.987
Çalışma Sermayesi (+/-)	1.748.471	1.997.348	2.279.296	2.598.545	2.959.852
Sermaye Harcamaları (-)	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışları	3.218.640	3.956.551	4.813.866	5.807.601	6.957.050
Kısmi Dönem Düzeltmesi	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Düzeltilmiş Serbest Nakit Akışları	3.218.640	3.956.551	4.813.866	5.807.601	6.957.050
İndirgeme Dönemi	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
İndirgeme Faktörü	0,30	0,24	0,19	0,16	0,12
İndirgenmiş Nakit Akışları	963.693	951.390	929.633	900.721	866.551

BL İLETİŞİM İNA ANALİZİ (TL)	2020	2021	2022	2023	2024
Net Satışlar	29.704.083	39.524.218	46.330.834	54.146.880	63.112.148
Satışların Maliyeti (-)	-27.647.331	-35.296.270	-41.374.775	-48.354.730	-56.360.974
Brüt Kar	2.056.751	4.227.948	4.956.059	5.792.150	6.751.174
Faaliyet Giderleri (-)	-1.102.739	-2.479.292	-2.729.537	-3.005.306	-3.309.204
Net Faaliyet Karı	954.012	1.748.656	2.226.522	2.786.844	3.441.970
Vergi (-)	-209.883	-349.731	-445.304	-557.369	-688.394
Amortisman Giderleri (+)	25.912	25.912	25.912	25.912	25.912
Çalışma Sermayesi (+/-)	112.554	2.489.864	2.083.323	2.392.282	2.744.029
Sermaye Harcamaları (-)	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışları	882.595	3.914.701	3.890.454	4.647.669	5.523.517
Kısmi Dönem Düzeltmesi	25,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Düzeltilmiş Serbest Nakit Akışları	220.649	3.914.701	3.890.454	4.647.669	5.523.517
İndirgeme Dönemi	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
İndirgeme Faktörü	0,88	0,68	0,52	0,40	0,31
İndirgenmiş Nakit Akışları	193.846	2.654.365	2.035.965	1.877.212	1.721.876

BL İLETİŞİM İNA ANALİZİ (TL)	2025	2026	2027	2028	2029
Net Satışlar	73.385.137	85.145.502	98.596.845	113.969.858	131.525.882
Satışların Maliyeti (-)	-65.535.050	-76.037.396	-88.049.835	-101.778.380	-117.456.417
Brüt Kar	7.850.087	9.108.106	10.547.010	12.191.478	14.069.465
Faaliyet Giderleri (-)	-3.644.100	-4.013.155	-4.419.854	-4.868.036	-5.361.933
Net Faaliyet Karı	4.205.987	5.094.950	6.127.156	7.323.442	8.707.532
Vergi (-)	-841.197	-1.018.990	-1.225.431	-1.464.688	-1.741.506
Amortisman Giderleri (+)	25.912	25.912	25.912	25.912	25.912
Çalışma Sermayesi (+/-)	3.144.287	3.599.533	4.117.096	4.705.268	5.373.429
Sermaye Harcamaları (-)	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışları	6.534.988	7.701.406	9.044.733	10.589.934	12.365.367
Kısmi Dönem Düzeltmesi	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Düzeltilmiş Serbest Nakit Akışları	6.534.988	7.701.406	9.044.733	10.589.934	12.365.367
İndirgeme Dönemi	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
İndirgeme Faktörü	0,24	0,19	0,14	0,11	0,09
İndirgenmiş Nakit Akışları	1.572.313	1.430.120	1.296.302	1.171.418	1.055.683

Değerlemeye konu Şirketler'in faaliyetlerinin teorik olarak sonsuza kadar süreceği varsayımıyla, limit değer hesaplaması yapılmıştır. Limit değer, projeksiyon dönemi sonrası dönemde ilgili şirketin yaratacağı nakit akışlarını ifade etmektedir. Limit değerın hesaplanmasında,

TV = limit değer
FCF = son yıldaki serbest nakit akışı
g = uzun vadeli büyüme oranı
WACC = indirim oranı
f_n = son yıldaki indirim faktörü

$$TV = [FCF \times (1 + g) / (WACC - g)] / f_n$$

formülünden faydalanılmış, uzun vadeli büyüme oranı olarak gayrisafi yurtiçi hasıladaki uzun dönemli büyüme dikkate alınmıştır.

Limit Değer Hesaplaması	UP İletişim	SM Medya	BL İletişim
Normalleştirilmiş Nakit Akışı	22.163.361	7.333.972	13.037.086
İndirim Oranı	31,4%	24,5%	29,6%
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	5,4%	5,4%	5,4%
Projeksiyon Sonrası Dönem (yıl)	n/a	n/a	n/a
Kapitalizasyon Oranı	26,0%	19,1%	24,1%
Uzun Vadeli Nakit Akışlarının Değeri	85.401.034	38.453.948	54.045.111
İndirim Faktörü	0,07	0,12	0,09
Uzun Vadeli Net Nakit Akışlarının Değeri	6.381.755	4.789.717	4.614.057

Elde edilen sonuçlar Şirketler'in bilançolarında yer alan faiz yükü taşıyan borçlar ve hazır değerler dikkate alınarak hesaplanan net borç tutarları ile düzeltilmiştir. İlgili taraflarla gerçekleştirilen ticari olmayan nitelikteki işlemlere ilişkin tutarlar da ticari alacaklar ve ticari borçlar hesaplarından virmanlanarak net borç hesaplamasına dahil edilmiştir.

Net Borç Düzeltmesi	UP İletişim	SM Medya	BL İletişim
Serbest Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	19.694.725	7.008.055	15.009.101
Uzun Vadeli Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	6.381.755	4.789.717	4.614.057
Şirketin Pazar Değeri	26.076.480	11.797.772	19.623.158
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)	-331.019	144.027	9.703
Diğer Alacaklar (+)	14.091.545	17.682.468	10.201.080
Diğer Borçlar (-)	-667.249	0	-1.181.695
Kısa Vadeli Finansal Borçlar (-)	-163.811	-1.797.687	0
Uzun Vadeli Finansal Borçlar (-)	-282.305	-3.099.375	0
Şirketin Özsermayesinin Pazar Değeri	38.723.642	24.727.206	28.652.246

Dolayısıyla, değerlemeye konu Şirketler'in özsermayelerinin "**pazar değeri**", indirgenmiş nakit akışları yöntemine göre, 30.09.2020 tarihi itibarıyla, UP İletişim için **38.723.642 TL**, SM Medya için **24.727.206 TL** ve BL İletişim için **28.652.246 TL** olarak hesaplanmaktadır.

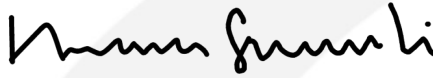
SONUÇ

Çalışmalarımız sonucunda ulaşılan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

DEĞERLEME SONUÇLARI (TL)	Değer	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Gelir Yaklaşımı Sonuçları	38.723.642	50,00%	19.361.821
Pazar Yaklaşımı Sonuçları	41.452.278	50,00%	20.726.139
UP İletişim Özsermaye Değeri		100,00%	40.087.960
Gelir Yaklaşımı Sonuçları	24.727.206	50,00%	12.363.603
Pazar Yaklaşımı Sonuçları	28.794.918	50,00%	14.397.459
SM Medya Özsermaye Değeri		100,00%	26.761.062
Gelir Yaklaşımı Sonuçları	28.652.246	50,00%	14.326.123
Pazar Yaklaşımı Sonuçları	29.928.087	50,00%	14.964.043
BL İletişim Özsermaye Değeri		100,00%	29.290.166

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esası temel alındığından, nihai değer belirlenmesinde yaygın uygulama, kullanılan değerlendirme yöntemleri arasında, değerlemeye konu şirketin faaliyet yapısına en uygun olan yöntemin seçilmesi veya elde edilen sonuçların, güvenilirlik düzeyi dikkate alınarak ağırlıklandırılması yönündedir.

Sonuç olarak, değerlemeye konu Şirketler'in özsermayelerinin "**pazar değeri**"ni gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam, değerlendirme çalışmasında kullanılan yöntemlerden elde edilen sonuçların eşit olarak ağırlıklandırılması yoluyla hesaplanmış olup 30.09.2020 tarihi itibarıyla yaklaşık olarak, UP İletişim için **40.087.960 TL**, SM Medya için **26.761.062 TL** ve BL İletişim için **29.290.166 TL**'dir.



H. Sinan GÜRELİ
Kurumsal Finansman Direktörü

EKLER

Gelir ve gider projeksiyonları

UP İLETİŞİM PROJEKSİYONLARI	2018	2019	2020	2021
Makro Varsayımlar				
Tüketici Enflasyonu (%)	16,3%	15,2%	11,8%	11,2%
Reel GSYH ('000 TL)	1.756.136.304	1.772.231.904	1.722.609.411	1.800.126.835
Reel GSYH Büyüme Oranı (%)	3,0%	0,9%	-2,8%	4,5%
Nominal GSYH ('000 TL)	3.758.315.621	4.320.191.227	4.694.734.525	5.455.469.308
Nominal GSYH Büyüme Oranı (%)	19,9%	15,0%	8,7%	16,2%
Medya Yatırımları ('000 TL)	8.250.000	8.839.000	13.130.202	13.089.268
Medya Yatırımlarının GSYH'ya Oranı (%)	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%
Medya Yatırımları İçerisinde Radyonun Payı (%)	3,3%	3,7%	2,1%	2,1%
Radyo Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	269.000	327.000	271.199	270.353
Medya Yatırımları İçerisinde İnternetin Payı (%)	28,9%	33,3%	55,3%	55,3%
İnternet Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	2.385.000	2.940.000	7.257.701	7.235.075
PC İletişim Radyo Kategorisi Pazar Payı (%)	3,0%	3,6%	2,6%	3,1%
PC İletişim İnternet Kategorisi Pazar Payı (%)	4,3%	2,9%	0,6%	0,6%
Mikro Varsayımlar				
PC İletişimin UP İletişime Aktardığı İşlerin Oranı (%)	100,4%	80,1%	84,8%	91,9%
Hizmet Sunulan Müşteri Sayısı (adet)	18	17	22	24
Müşteri Başına Ortalama Gelir (TL)	344.160	930.726	2.159.099	2.400.918
Diğer Gelirlerin Satışlara Oranı (%)	11,7%	22,1%	15,6%	15,8%
İnternet Yayın Stopajlarının Gelirlere Oranı (%)	0,0%	2,5%	2,8%	2,6%
İade ve İndirimlerin Gelirlere Oranı (%)	-10,7%	-9,1%	-0,8%	-9,9%
Yayın Giderlerinin Gelirlere Oranı (%)	90,5%	83,5%	85,9%	87,2%
SATIŞLAR (TL)	2018	2019	2020	2021
Satış Gelirleri	108.253.821	84.771.999	86.999.122	100.310.006
PC İletişimden Kaynaklanan Gelirler	102.058.940	68.949.661	39.498.942	42.687.970
Diğer Müşteriler Yoluyla Edinilen Gelirler	6.194.881	15.822.338	47.500.180	57.622.036
Diğer Gelirler	12.664.100	18.775.042	13.564.591	15.849.793
İnternet Yayın Stopajları	0	2.114.252	2.409.159	2.639.769
Satış İade ve İndirimleri (-)	-11.548.229	-7.756.218	-665.389	-9.976.774
Net Satışlar	109.369.692	97.905.075	102.307.483	108.822.794
MALİYETLER (TL)	2018	2019	2020	2021
Yayın Giderleri	99.024.490	81.788.554	87.870.865	94.915.166
Personel Giderleri	2.099.585	3.826.051	2.411.693	4.827.245
Genel Giderler	230.168	701.801	441.762	491.239
İnternet Yayın Stopajları	0	2.109.560	2.409.159	2.639.769
Amortisman Giderleri	740	0	0	0
Satış Maliyetleri	101.354.982	88.425.966	93.133.479	102.873.420
Brüt Kar/Zarar	8.014.709	9.479.109	9.174.004	5.949.374
GİDERLER (TL)	2018	2019	2020	2021
Personel Giderleri	122.560	152.645	0	0
Merkezi Yönetim Giderleri	5.161.940	6.450.000	2.224.000	4.337.000
Genel Giderler	364.534	452.642	588.585	654.506
Amortisman Giderleri	5.541	4.808	4.808	0
Faaliyet Giderleri	5.654.575	7.060.095	2.817.392	4.991.506
Faaliyet Kar/Zarar	2.360.134	2.419.014	6.356.612	957.868

UP İLETİŞİM PROJEKSİYONLARI	2022	2023	2024	2025
Makro Varsayımlar				
Tüketici Enflasyonu (%)	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Reel GSYH ('000 TL)	1.872.131.908	1.947.017.184	2.024.897.872	2.105.893.786
Reel GSYH Büyüme Oranı (%)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Nominal GSYH ('000 TL)	6.252.404.264	7.165.755.479	8.212.529.040	9.412.215.282
Nominal GSYH Büyüme Oranı (%)	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Medya Yatırımları ('000 TL)	15.001.349	17.192.746	19.704.262	22.582.661
Medya Yatırımlarının GSYH'ya Oranı (%)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Medya Yatırımları İçerisinde Radyonun Payı (%)	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Radyo Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	309.847	355.109	406.983	466.436
Medya Yatırımları İçerisinde İnternetin Payı (%)	55,3%	55,3%	55,3%	55,3%
İnternet Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	8.291.975	9.503.267	10.891.504	12.482.535
PC İletişim Radyo Kategorisi Pazar Payı (%)	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
PC İletişim İnternet Kategorisi Pazar Payı (%)	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Mikro Varsayımlar				
PC İletişimin UP İletişime Aktardığı İşlerin Oranı (%)	91,9%	91,9%	91,9%	91,9%
Hizmet Sunulan Müşteri Sayısı (adet)	26	28	30	32
Müşteri Başına Ortalama Gelir (TL)	2.645.812	2.915.685	3.213.084	3.540.819
Diğer Gelirlerin Satışlara Oranı (%)	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
İnternet Yayın Stopajlarının Gelirlere Oranı (%)	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
İade ve İndirimlerin Gelirlere Oranı (%)	-9,9%	-9,9%	-9,9%	-9,9%
Yayın Giderlerinin Gelirlere Oranı (%)	87,2%	87,2%	87,2%	87,2%
SATIŞLAR (TL)	2022	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	117.714.936	137.709.791	160.653.952	186.954.937
PC İletişimden Kaynaklanan Gelirler	48.923.829	56.070.622	64.261.418	73.648.726
Diğer Müşteriler Yoluyla Edinilen Gelirler	68.791.107	81.639.170	96.392.534	113.306.210
Diğer Gelirler	18.599.913	21.759.262	25.384.625	29.540.393
İnternet Yayın Stopajları	3.097.799	3.623.986	4.227.787	4.919.927
Satış İade ve İndirimleri (-)	-11.707.858	-13.696.535	-15.978.547	-18.594.428
Net Satışlar	127.704.790	149.396.504	174.287.817	202.820.829
MALİYETLER (TL)	2022	2023	2024	2025
Yayın Giderleri	111.384.030	130.303.528	152.013.714	176.900.187
Personel Giderleri	5.319.624	5.862.226	6.460.173	7.119.111
Genel Giderler	541.346	596.563	657.413	724.469
İnternet Yayın Stopajları	3.097.799	3.623.986	4.227.787	4.919.927
Amortisman Giderleri	0	0	0	0
Satış Maliyetleri	120.342.799	140.386.304	163.359.086	189.663.693
Brüt Kar/Zarar	7.361.991	9.010.201	10.928.730	13.157.135
GİDERLER (TL)	2022	2023	2024	2025
Personel Giderleri	0	0	0	0
Merkezi Yönetim Giderleri	4.779.374	5.266.870	5.804.091	6.396.108
Genel Giderler	721.266	794.835	875.908	965.251
Amortisman Giderleri	0	0	0	0
Faaliyet Giderleri	5.500.640	6.061.705	6.679.999	7.361.359
Faaliyet Kar/Zarar	1.861.351	2.948.496	4.248.731	5.795.776

UP İLETİŞİM PROJEKSİYONLARI	2026	2027	2028	2029
Makro Varsayımlar				
Tüketici Enflasyonu (%)	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Reel GSYH ('000 TL)	2.190.129.538	2.277.734.719	2.368.844.108	2.463.597.873
Reel GSYH Büyüme Oranı (%)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Nominal GSYH ('000 TL)	10.787.151.690	12.362.938.809	14.168.916.910	16.238.712.293
Nominal GSYH Büyüme Oranı (%)	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Medya Yatırımları ('000 TL)	25.881.536	29.662.310	33.995.381	38.961.426
Medya Yatırımlarının GSYH'ya Oranı (%)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Medya Yatırımları İçerisinde Radyonun Payı (%)	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Radyo Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	534.573	612.663	702.161	804.732
Medya Yatırımları İçerisinde İnternetin Payı (%)	55,3%	55,3%	55,3%	55,3%
İnternet Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	14.305.984	16.395.802	18.790.901	21.535.876
PC İletişim Radyo Kategorisi Pazar Payı (%)	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
PC İletişim İnternet Kategorisi Pazar Payı (%)	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Mikro Varsayımlar				
PC İletişimin UP İletişime Aktardığı İşlerin Oranı (%)	91,9%	91,9%	91,9%	91,9%
Hizmet Sunulan Müşteri Sayısı (adet)	34	36	38	40
Müşteri Başına Ortalama Gelir (TL)	3.901.983	4.299.985	4.738.583	5.221.919
Diğer Gelirlerin Satışlara Oranı (%)	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
İnternet Yayın Stopajlarının Gelirlere Oranı (%)	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
İade ve İndirimlerin Gelirlere Oranı (%)	-9,9%	-9,9%	-9,9%	-9,9%
Yayın Giderlerinin Gelirlere Oranı (%)	87,2%	87,2%	87,2%	87,2%
SATIŞLAR (TL)				
Satış Gelirleri	217.074.741	251.537.010	290.935.143	335.941.469
PC İletişimden Kaynaklanan Gelirler	84.407.332	96.737.555	110.868.977	127.064.717
Diğer Müşteriler Yoluyla Edinilen Gelirler	132.667.409	154.799.455	180.066.166	208.876.752
Diğer Gelirler	34.299.566	39.744.883	45.970.107	53.081.471
İnternet Yayın Stopajları	5.712.563	6.619.476	7.656.281	8.840.673
Satış İade ve İndirimleri (-)	-21.590.126	-25.017.722	-28.936.237	-33.412.540
Net Satışlar	235.496.744	272.883.646	315.625.294	364.451.073
MALİYETLER (TL)				
Yayın Giderleri	205.400.098	238.008.928	275.288.164	317.873.975
Personel Giderleri	7.845.260	8.645.477	9.527.315	10.499.101
Genel Giderler	798.364	879.798	969.537	1.068.430
İnternet Yayın Stopajları	5.712.563	6.619.476	7.656.281	8.840.673
Amortisman Giderleri	0	0	0	0
Satış Maliyetleri	219.756.286	254.153.678	293.441.297	338.282.179
Brüt Kar/Zarar	15.740.459	18.729.968	22.183.996	26.168.894
GİDERLER (TL)				
Personel Giderleri	0	0	0	0
Merkezi Yönetim Giderleri	7.048.511	7.767.459	8.559.740	9.432.834
Genel Giderler	1.063.706	1.172.204	1.291.769	1.423.530
Amortisman Giderleri	0	0	0	0
Faaliyet Giderleri	8.112.218	8.939.664	9.851.509	10.856.363
Faaliyet Kar/Zarar	7.628.241	9.790.304	12.332.487	15.312.531

SM MEDYA PROJEKSİYONLARI	2018	2019	2020	2021
Makro Varsayımlar				
Tüketici Enflasyonu (%)	16,3%	15,2%	11,8%	11,2%
Reel GSYH ('000 TL)	1.756.136.304	1.772.231.904	1.722.609.411	1.800.126.835
Reel GSYH Büyüme Oranı (%)	3,0%	0,9%	-2,8%	4,5%
Nominal GSYH ('000 TL)	3.758.315.621	4.320.191.227	4.694.734.525	5.455.469.308
Nominal GSYH Büyüme Oranı (%)	19,9%	15,0%	8,7%	16,2%
Medya Yatırımları ('000 TL)	8.250.000	8.839.000	13.130.202	13.089.268
Medya Yatırımlarının GSYH'ya Oranı (%)	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%
Medya Yatırımları İçerisinde Radyonun Payı (%)	3,3%	3,7%	2,1%	2,1%
Radyo Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	269.000	327.000	271.199	270.353
Medya Yatırımları İçerisinde İnternetin Payı (%)	28,9%	33,3%	55,3%	55,3%
İnternet Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	2.385.000	2.940.000	7.257.701	7.235.075
PC İletişim Radyo Kategorisi Pazar Payı (%)	3,0%	3,6%	2,6%	3,1%
PC İletişim İnternet Kategorisi Pazar Payı (%)	4,3%	2,9%	0,6%	0,6%
Mikro Varsayımlar				
PC İletişimin SM Medyaya Aktardığı İşlerin Oranı (%)	97,9%	102,4%	100,1%	101,9%
Hizmet Sunulan Müşteri Sayısı (adet)	23	23	25	27
Müşteri Başına Ortalama Gelir (TL)	2.141.523	2.404.226	1.296.857	1.442.104
Diğer Gelirlerin Satışlara Oranı (%)	15,6%	15,1%	6,4%	13,2%
İade ve İndirimlerin Gelirlere Oranı (%)	-19,3%	-19,8%	-1,7%	-15,3%
Yayın Giderlerinin Gelirlere Oranı (%)	93,4%	93,5%	86,7%	91,9%

SATIŞLAR (TL)	2018	2019	2020	2021
Satış Gelirleri	57.128.627	67.400.292	39.537.653	47.341.199
PC İletişimden Kaynaklanan Gelirler	7.873.602	12.103.100	7.116.241	8.404.379
Diğer Müşteriler Yoluyla Edinilen Gelirler	49.255.026	55.297.192	32.421.413	38.936.820
Diğer Gelirler	8.895.464	10.208.563	2.533.303	6.272.590
Satış İade ve İndirimleri (-)	-11.018.754	-13.332.696	-670.486	-7.221.807
Net Satışlar	55.005.338	64.276.159	41.400.470	46.391.983

MALİYETLER (TL)	2018	2019	2020	2021
Yayın Giderleri	51.398.686	60.116.559	35.899.413	42.617.479
Personel Giderleri	621.435	654.624	238.831	478.045
Genel Giderler	62.514	78.995	43.469	48.338
Amortisman Giderleri	0	0	0	0
Satış Maliyetleri	52.082.635	60.850.178	36.181.714	43.143.862

Brüt Kar/Zarar	2.922.702	3.425.981	5.218.756	3.248.121
-----------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

GİDERLER (TL)	2018	2019	2020	2021
Personel Giderleri	940.529	1.071.577	392.460	785.548
Merkezi Yönetim Giderleri	990.133	1.600.000	1.230.000	1.415.000
Genel Giderler	573.299	697.548	756.043	840.720
Diğer Giderler	0	0	2.400.000	0
Amortisman Giderleri	14.810	20.169	32.987	32.987
Faaliyet Giderleri	2.518.771	3.389.294	4.811.490	3.074.255

Faaliyet Kar/Zarar	403.931	36.687	407.266	173.867
---------------------------	----------------	---------------	----------------	----------------

SM MEDYA PROJEKSİYONLARI	2022	2023	2024	2025
Makro Varsayımlar				
Tüketici Enflasyonu (%)	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Reel GSYH ('000 TL)	1.872.131.908	1.947.017.184	2.024.897.872	2.105.893.786
Reel GSYH Büyüme Oranı (%)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Nominal GSYH ('000 TL)	6.252.404.264	7.165.755.479	8.212.529.040	9.412.215.282
Nominal GSYH Büyüme Oranı (%)	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Medya Yatırımları ('000 TL)	15.001.349	17.192.746	19.704.262	22.582.661
Medya Yatırımlarının GSYH'ya Oranı (%)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Medya Yatırımları İçerisinde Radyonun Payı (%)	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Radyo Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	309.847	355.109	406.983	466.436
Medya Yatırımları İçerisinde İnternetin Payı (%)	55,3%	55,3%	55,3%	55,3%
İnternet Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	8.291.975	9.503.267	10.891.504	12.482.535
PC İletişim Radyo Kategorisi Pazar Payı (%)	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
PC İletişim İnternet Kategorisi Pazar Payı (%)	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Mikro Varsayımlar				
PC İletişimin SM Medyaya Aktardığı İşlerin Oranı (%)	101,9%	101,9%	101,9%	101,9%
Hizmet Sunulan Müşteri Sayısı (adet)	29	31	33	35
Müşteri Başına Ortalama Gelir (TL)	1.589.199	1.751.297	1.929.930	2.126.783
Diğer Gelirlerin Satışlara Oranı (%)	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
İade ve İndirimlerin Gelirlere Oranı (%)	-15,3%	-15,3%	-15,3%	-15,3%
Yayın Giderlerinin Gelirlere Oranı (%)	91,9%	91,9%	91,9%	91,9%

SATIŞLAR (TL)	2022	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	55.718.864	65.329.366	76.339.426	88.937.302
PC İletişimden Kaynaklanan Gelirler	9.632.091	11.039.147	12.651.745	14.499.912
Diğer Müşteriler Yoluyla Edinilen Gelirler	46.086.773	54.290.219	63.687.681	74.437.389
Diğer Gelirler	7.382.610	8.655.977	10.114.783	11.783.970
Satış İade ve İndirimleri (-)	-8.499.803	-9.965.866	-11.645.429	-13.567.210
Net Satışlar	54.601.672	64.019.477	74.808.780	87.154.062

MALİYETLER (TL)	2022	2023	2024	2025
Yayın Giderleri	50.159.218	58.810.781	68.722.254	80.063.109
Personel Giderleri	526.805	580.539	639.754	705.009
Genel Giderler	53.268	58.702	64.689	71.288
Amortisman Giderleri	0	0	0	0
Satış Maliyetleri	50.739.292	59.450.022	69.426.698	80.839.406

Brüt Kar/Zarar	3.862.380	4.569.455	5.382.082	6.314.655
-----------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

GİDERLER (TL)	2022	2023	2024	2025
Personel Giderleri	865.674	953.972	1.051.278	1.158.508
Merkezi Yönetim Giderleri	1.559.330	1.718.382	1.893.657	2.086.810
Genel Giderler	926.473	1.020.973	1.125.113	1.239.874
Diğer Giderler	0	0	0	0
Amortisman Giderleri	32.987	32.987	32.987	32.987
Faaliyet Giderleri	3.384.464	3.726.314	4.103.034	4.518.179

Faaliyet Kar/Zarar	477.916	843.141	1.279.049	1.796.476
---------------------------	----------------	----------------	------------------	------------------

SM MEDYA PROJEKSİYONLARI	2026	2027	2028	2029
Makro Varsayımlar				
Tüketici Enflasyonu (%)	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Reel GSYH ('000 TL)	2.190.129.538	2.277.734.719	2.368.844.108	2.463.597.873
Reel GSYH Büyüme Oranı (%)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Nominal GSYH ('000 TL)	10.787.151.690	12.362.938.809	14.168.916.910	16.238.712.293
Nominal GSYH Büyüme Oranı (%)	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Medya Yatırımları ('000 TL)	25.881.536	29.662.310	33.995.381	38.961.426
Medya Yatırımlarının GSYH'ya Oranı (%)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Medya Yatırımları İçerisinde Radyonun Payı (%)	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Radyo Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	534.573	612.663	702.161	804.732
Medya Yatırımları İçerisinde İnternetin Payı (%)	55,3%	55,3%	55,3%	55,3%
İnternet Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	14.305.984	16.395.802	18.790.901	21.535.876
PC İletişim Radyo Kategorisi Pazar Payı (%)	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
PC İletişim İnternet Kategorisi Pazar Payı (%)	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Mikro Varsayımlar				
PC İletişimin SM Medyaya Aktardığı İşlerin Oranı (%)	101,9%	101,9%	101,9%	101,9%
Hizmet Sunulan Müşteri Sayısı (adet)	37	39	41	43
Müşteri Başına Ortalama Gelir (TL)	2.343.714	2.582.773	2.846.216	3.136.530
Diğer Gelirlerin Satışlara Oranı (%)	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
İade ve İndirimlerin Gelirlere Oranı (%)	-15,3%	-15,3%	-15,3%	-15,3%
Yayın Giderlerinin Gelirlere Oranı (%)	91,9%	91,9%	91,9%	91,9%

SATIŞLAR (TL)	2026	2027	2028	2029
Satış Gelirleri	103.335.491	119.773.782	138.522.671	159.887.214
PC İletişimden Kaynaklanan Gelirler	16.618.060	19.045.626	21.827.811	25.016.417
Diğer Müşteriler Yoluyla Edinilen Gelirler	86.717.432	100.728.156	116.694.861	134.870.797
Diğer Gelirler	13.691.694	15.869.726	18.353.907	21.184.656
Satış İade ve İndirimleri (-)	-15.763.625	-18.271.254	-21.131.360	-24.390.479
Net Satışlar	101.263.560	117.372.254	135.745.218	156.681.390

MALİYETLER (TL)	2026	2027	2028	2029
Yayın Giderleri	93.024.643	107.822.716	124.700.835	143.933.617
Personel Giderleri	776.920	856.166	943.495	1.039.732
Genel Giderler	78.559	86.572	95.402	105.134
Amortisman Giderleri	0	0	0	0
Satış Maliyetleri	93.880.122	108.765.454	125.739.732	145.078.482

Brüt Kar/Zarar	7.383.437	8.606.800	10.005.486	11.602.908
-----------------------	------------------	------------------	-------------------	-------------------

GİDERLER (TL)	2026	2027	2028	2029
Personel Giderleri	1.276.676	1.406.897	1.550.400	1.708.541
Merkezi Yönetim Giderleri	2.299.664	2.534.230	2.792.721	3.077.579
Genel Giderler	1.366.341	1.505.708	1.659.290	1.828.538
Diğer Giderler	0	0	0	0
Amortisman Giderleri	32.987	32.987	32.987	32.987
Faaliyet Giderleri	4.975.668	5.479.822	6.035.399	6.647.645

Faaliyet Kar/Zarar	2.407.769	3.126.978	3.970.087	4.955.264
---------------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

BL İLETİŞİM PROJEKSİYONLARI	2018	2019	2020	2021
Makro Varsayımlar				
Tüketici Enflasyonu (%)	16,3%	15,2%	11,8%	11,2%
Reel GSYH ('000 TL)	1.756.136.304	1.772.231.904	1.722.609.411	1.800.126.835
Reel GSYH Büyüme Oranı (%)	3,0%	0,9%	-2,8%	4,5%
Nominal GSYH ('000 TL)	3.758.315.621	4.320.191.227	4.694.734.525	5.455.469.308
Nominal GSYH Büyüme Oranı (%)	19,9%	15,0%	8,7%	16,2%
Medya Yatırımları ('000 TL)	8.250.000	8.839.000	13.130.202	13.089.268
Medya Yatırımlarının GSYH'ya Oranı (%)	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%
Medya Yatırımları İçerisinde Radyonun Payı (%)	3,3%	3,7%	2,1%	2,1%
Radyo Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	269.000	327.000	271.199	270.353
Medya Yatırımları İçerisinde İnternetin Payı (%)	28,9%	33,3%	55,3%	55,3%
İnternet Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	2.385.000	2.940.000	7.257.701	7.235.075
UP İletişim İnternet Kategorisi Pazar Payı (%)	4,5%	2,9%	1,2%	1,4%
Mikro Varsayımlar				
UP İletişimin BL İletişime Aktardığı İşlerin Oranı (%)	31,6%	29,9%	30,4%	30,2%
Hizmet Sunulan Müşteri Sayısı (adet)	7	7	2	5
Müşteri Başına Ortalama Gelir (TL)	96.204	188.171	145.914	111.799
Diğer Yayınların Satışlara Oranı (%)	3,6%	4,3%	2,8%	2,8%
Diğer Gelirlerin Satışlara Oranı (%)	28,9%	20,1%	9,2%	19,3%
İnternet Yayın Stopajlarının Gelirlere Oranı (%)	0,0%	11,7%	5,1%	8,4%
İade ve İndirimlerin Gelirlere Oranı (%)	-2,2%	-0,2%	-5,8%	-2,1%
Yayın Giderlerinin Gelirlere Oranı (%)	77,9%	76,9%	88,5%	82,8%

SATIŞLAR (TL)	2018	2019	2020	2021
Satış Gelirleri	34.871.244	26.689.847	26.720.703	30.806.869
UP İletişimden Kaynaklanan Gelirler	34.197.818	25.372.651	26.428.875	30.247.874
Diğer Müşteriler Yoluyla Edinilen Gelirler	673.425	1.317.196	291.828	558.996
Diğer Yayın Satışları	1.241.977	1.152.813	741.333	854.699
Diğer Gelirler	10.078.187	5.364.197	2.446.616	5.936.404
İnternet Yayın Stopajları	0	3.120.012	1.358.423	2.583.721
Satış İade ve İndirimleri (-)	-752.778	-51.639	-1.562.994	-657.475
Net Satışlar	45.438.630	36.275.230	29.704.083	39.524.218

MALİYETLER (TL)	2018	2019	2020	2021
Yayın Giderleri	35.411.642	27.885.161	26.288.908	32.712.549
İnternet Yayın Stopajları	0	3.161.418	1.358.423	2.583.721
Satış Maliyetleri	35.411.642	31.046.579	27.647.331	35.296.270

Brüt Kar/Zarar	10.026.988	5.228.651	2.056.751	4.227.948
-----------------------	-------------------	------------------	------------------	------------------

GİDERLER (TL)	2018	2019	2020	2021
Personel Giderleri	172.979	276.255	128.089	256.384
Merkezi Yönetim Giderleri	7.500.000	3.100.000	666.667	1.883.333
Genel Giderler	81.842	139.222	282.070	313.662
Amortisman Giderleri	22.246	25.912	25.912	25.912
Faaliyet Giderleri	7.777.066	3.541.389	1.102.739	2.479.292

Faaliyet Kar/Zarar	2.249.922	1.687.261	954.012	1.748.656
---------------------------	------------------	------------------	----------------	------------------

BL İLETİŞİM PROJEKSİYONLARI	2022	2023	2024	2025
Makro Varsayımlar				
Tüketici Enflasyonu (%)	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Reel GSYH ('000 TL)	1.872.131.908	1.947.017.184	2.024.897.872	2.105.893.786
Reel GSYH Büyüme Oranı (%)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Nominal GSYH ('000 TL)	6.252.404.264	7.165.755.479	8.212.529.040	9.412.215.282
Nominal GSYH Büyüme Oranı (%)	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Medya Yatırımları ('000 TL)	15.001.349	17.192.746	19.704.262	22.582.661
Medya Yatırımlarının GSYH'ya Oranı (%)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Medya Yatırımları İçerisinde Radyonun Payı (%)	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Radyo Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	309.847	355.109	406.983	466.436
Medya Yatırımları İçerisinde İnternetin Payı (%)	55,3%	55,3%	55,3%	55,3%
İnternet Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	8.291.975	9.503.267	10.891.504	12.482.535
UP İletişim İnternet Kategorisi Pazar Payı (%)	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%
Mikro Varsayımlar				
UP İletişimin BL İletişime Aktardığı İşlerin Oranı (%)	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%
Hizmet Sunulan Müşteri Sayısı (adet)	5	5	5	5
Müşteri Başına Ortalama Gelir (TL)	123.203	135.769	149.618	164.879
Diğer Yayınların Satışlara Oranı (%)	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Diğer Gelirlerin Satışlara Oranı (%)	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%
İnternet Yayın Stopajlarının Gelirlere Oranı (%)	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
İade ve İndirimlerin Gelirlere Oranı (%)	-2,1%	-2,1%	-2,1%	-2,1%
Yayın Giderlerinin Gelirlere Oranı (%)	82,8%	82,8%	82,8%	82,8%

SATIŞLAR (TL)	2022	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	36.112.238	42.204.398	49.192.313	57.199.520
UP İletişimden Kaynaklanan Gelirler	35.496.225	41.525.552	48.444.224	56.375.127
Diğer Müşteriler Yoluyla Edinilen Gelirler	616.013	678.846	748.089	824.394
Diğer Yayın Satışları	1.001.890	1.170.910	1.364.781	1.586.931
Diğer Gelirler	6.958.734	8.132.678	9.479.231	11.022.199
İnternet Yayın Stopajları	3.028.674	3.539.613	4.125.678	4.797.229
Satış İade ve İndirimleri (-)	-770.701	-900.719	-1.049.854	-1.220.743
Net Satışlar	46.330.834	54.146.880	63.112.148	73.385.137

MALİYETLER (TL)	2022	2023	2024	2025
Yayın Giderleri	38.346.102	44.815.117	52.235.296	60.737.821
İnternet Yayın Stopajları	3.028.674	3.539.613	4.125.678	4.797.229
Satış Maliyetleri	41.374.775	48.354.730	56.360.974	65.535.050

Brüt Kar/Zarar	4.956.059	5.792.150	6.751.174	7.850.087
-----------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

GİDERLER (TL)	2022	2023	2024	2025
Personel Giderleri	282.535	311.354	343.112	378.109
Merkezi Yönetim Giderleri	2.075.433	2.287.127	2.520.415	2.777.497
Genel Giderler	345.656	380.913	419.766	462.582
Amortisman Giderleri	25.912	25.912	25.912	25.912
Faaliyet Giderleri	2.729.537	3.005.306	3.309.204	3.644.100

Faaliyet Kar/Zarar	2.226.522	2.786.844	3.441.970	4.205.987
---------------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

BL İLETİŞİM PROJEKSİYONLARI	2026	2027	2028	2029
Makro Varsayımlar				
Tüketici Enflasyonu (%)	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Reel GSYH ('000 TL)	2.190.129.538	2.277.734.719	2.368.844.108	2.463.597.873
Reel GSYH Büyüme Oranı (%)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Nominal GSYH ('000 TL)	10.787.151.690	12.362.938.809	14.168.916.910	16.238.712.293
Nominal GSYH Büyüme Oranı (%)	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Medya Yatırımları ('000 TL)	25.881.536	29.662.310	33.995.381	38.961.426
Medya Yatırımlarının GSYH'ya Oranı (%)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Medya Yatırımları İçerisinde Radyonun Payı (%)	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Radyo Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	534.573	612.663	702.161	804.732
Medya Yatırımları İçerisinde İnternetin Payı (%)	55,3%	55,3%	55,3%	55,3%
İnternet Kategorisindeki Medya Yatırımları ('000 TL)	14.305.984	16.395.802	18.790.901	21.535.876
UP İletişim İnternet Kategorisi Pazar Payı (%)	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%
Mikro Varsayımlar				
UP İletişimin BL İletişime Aktardığı İşlerin Oranı (%)	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%
Hizmet Sunulan Müşteri Sayısı (adet)	5	5	5	5
Müşteri Başına Ortalama Gelir (TL)	181.696	200.229	220.653	243.159
Diğer Yayınların Satışlara Oranı (%)	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Diğer Gelirlerin Satışlara Oranı (%)	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%
İnternet Yayın Stopajlarının Gelirlere Oranı (%)	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
İade ve İndirimlerin Gelirlere Oranı (%)	-2,1%	-2,1%	-2,1%	-2,1%
Yayın Giderlerinin Gelirlere Oranı (%)	82,8%	82,8%	82,8%	82,8%

SATIŞLAR (TL)	2026	2027	2028	2029
Satış Gelirleri	66.366.053	76.850.606	88.832.991	102.516.909
UP İletişimden Kaynaklanan Gelirler	65.457.571	75.849.459	87.729.727	101.301.111
Diğer Müşteriler Yoluyla Edinilen Gelirler	908.482	1.001.147	1.103.264	1.215.797
Diğer Yayın Satışları	1.841.245	2.132.126	2.464.563	2.844.207
Diğer Gelirler	12.788.566	14.808.912	17.117.886	19.754.742
İnternet Yayın Stopajları	5.566.011	6.445.333	7.450.276	8.597.923
Satış İade ve İndirimleri (-)	-1.416.373	-1.640.133	-1.895.859	-2.187.899
Net Satışlar	85.145.502	98.596.845	113.969.858	131.525.882

MALİYETLER (TL)	2026	2027	2028	2029
Yayın Giderleri	70.471.385	81.604.502	94.328.104	108.858.494
İnternet Yayın Stopajları	5.566.011	6.445.333	7.450.276	8.597.923
Satış Maliyetleri	76.037.396	88.049.835	101.778.380	117.456.417

Brüt Kar/Zarar	9.108.106	10.547.010	12.191.478	14.069.465
-----------------------	------------------	-------------------	-------------------	-------------------

GİDERLER (TL)	2026	2027	2028	2029
Personel Giderleri	416.676	459.177	506.013	557.627
Merkezi Yönetim Giderleri	3.060.801	3.373.003	3.717.050	4.096.189
Genel Giderler	509.765	561.761	619.061	682.205
Amortisman Giderleri	25.912	25.912	25.912	25.912
Faaliyet Giderleri	4.013.155	4.419.854	4.868.036	5.361.933

Faaliyet Kar/Zarar	5.094.950	6.127.156	7.323.442	8.707.532
---------------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

BAKER TILLY GÜRELİ HAKKINDA

YMM Tasdik Hizmetleri
Bağımsız Dış Denetim Hizmetleri
Vergi Danışmanlığı Hizmetleri
Bilgi Sistemleri Denetim Hizmetleri
Hukuk Danışmanlığı Hizmetleri
İK Danışmanlığı Hizmetleri
Kurumsal Finansman Hizmetleri

BAKER TILLY GÜRELİ, Baker Tilly International ağına bağımsız bir üyesidir. Baker Tilly International, Dünya çapında ilk 10 büyük denetim ve danışmanlık firması arasındadır. 120'nin üzerinde ortak firma ile 146 ülkede, 700'den fazla ofisle hizmet vermektedir. 2019 yılı global cirosu 3,9 milyar Amerikan Doları'dır. Dünya çapında yaklaşık 36.000 profesyonel çalışanı bulunmaktadır.

Gürelİ Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. 1984 yılında İstanbul'da kurulmuş olup, buradaki merkez ofisi dışında İzmir, Antalya, Bursa, Trakya ve Ankara ofisleri ile hizmet vermektedir.

Türkiye'de bankalar ve diğer mali kurumların, sigorta şirketlerinin, enerji piyasasında faaliyet gösteren firmaların ve halka açık anonim şirketlerin denetimleri, yerel mevzuatı düzenleyici kurumlar olan Sermaye Piyasası Kurulu, BDDK, EPDK ve Sigorta Murakebe Kurulu tarafından düzenlenmektedir. Firmamızın söz konusu kurumlardan alınan denetim yetki belgelerine ek olarak 3568 sayılı YMM kanunu uyarınca vergi denetimi yapma yetkisi de bulunmaktadır.

Merkez Ofis

Spine Tower Büyükdere Caddesi No: 243
Kat: 25-26-28 PK.34398 Maslak - İSTANBUL

+90 212 285 01 50
gym@gureli.com.tr

Ankara Ofis

ASO Kule Atatürk Bulvarı No: 193 Kat: 9
PK.06680 Kavaklıdere - ANKARA

+90 312 466 84 20
gymankara@gureli.com.tr

İzmir Ofis

Atatürk Caddesi Ekim Apartmanı No: 174/1
Kat: 5 D: 9 Alsancak - İZMİR

+90 232 421 21 34
gymizmir@gureli.com.tr

Bursa Ofis

Odunluk Mahallesi Akademi Caddesi
Zeno İş Merkezi D Blok Kat: 7 D: 31
Nilüfer - BURSA

+90 224 451 27 10
gymbursa@gureli.com.tr

Antalya Ofis

Fener Mahallesi 1964 Sokak Kemal
Erdoğan Apartmanı No: 36 Kat: 1 D: 4
Muratpaşa - ANTALYA

+90 242 324 30 14
gymantalya@gureli.com.tr

Trakya Ofis

Yavuz Mahallesi Şaraphane Caddesi Des
Ofis No: 33/1 D: 302-303
Süleymanpaşa - TEKİRDAĞ

+90 282 261 25 30
gymtrakya@gureli.com.tr