

miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve işletmedeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ana amaç belirli durumlara istinaden en uygun değerleme metodunun bulunması ve uygulanmasıdır. Bu çerçevede Şirket değerleme çalışmasında aşağıdaki hususlar göz önünde bulundurularak Pazar Yaklaşımı kullanılmıştır;

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken bilginin mevcudiyeti,

Şirketin Pazar Yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmaların pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi,

Pazar Yaklaşımı'nın halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir değerleme yaklaşımı olması,

Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceği olması,

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerleme yaklaşımı (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı) dikkate alınmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır.

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer
2. Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Hedef Holding'in faaliyet konusunun doğrudan sınai veya ticari faaliyetler olmaması, şirketlere ve finansal enstrümanlara yatırım yaparak bu yatırımlarından gelir elde etmesi olduğu göz önünde bulundurularak Şirket'in değer hesabında Gelir Yaklaşımı kullanılmamıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 60.1 uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, 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 gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve işletmelerdeki Paylar Madde 70.1 'de de belirtildiği üzere Maliyet Yaklaşımı işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır. Hedef Holding'in piyasa değeri hesaplanırken maliyet yaklaşımı olarak Net Aktif Değer (NAD) yöntemi kullanılmıştır.

Bununla birlikte Borsa İstanbul'da işlem gören holding şirketlerinin en güncel mali verileri ve 29 Eylül 2021 tarihli piyasa değerleri kullanılarak hesaplanan Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanları ile Hedef Holding için piyasa değeri tespit edilmiştir.

Şirketin finansal yatırımlarda takip ettiği İfo Yatırım INFO koduyla, Hedef GSYO HDFS koduyla Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Uluslararası değerleme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da 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. Aktif bir piyasada serbestçe alım/satımı yapılabilen varlıklar için Pazar değeri alıcılar/satıcılar tarafından ilgili varlıkla alakalı sahip olunan bütün bilgiler göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. Bu sebeple Hedef Holding'in NAD hesabında INFO ve HDFS'nin değerleri 30-60-90-180 günlük ortalamaları da göz önünde bulundurularak 29 Eylül 2021 tarihli Borsa İstanbul'daki kapanış fiyatları baz alınarak dahil edilmiştir. 29 Eylül 2021 tarihli kapanış fiyatları 30-60-90-180 günlük ortalama fiyatların arasında yer almaktadır.

Şirketin finansal yatırımlarda takip ettiği bir diğer şirket olan Hedef PYS BİST'te işlem görmemekle beraber bu şirket için BMD tarafından 4 Ağustos 2021 tarihli değerleme raporu hazırlanmıştır. İlgili değerleme raporunda Hedef PYS'nin piyasa değerini tespit etmek için aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi
2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

Zaman uyumsuzluğunun önüne geçmek adına Hedef PYS'nin 29 Eylül 2021 tarihi itibarıyla piyasa değeri güncel finansal koşullar ve Hedef PYS'nin Temmuz-Ağustos 2021 finansal gerçekleştirmeleri göz önünde bulundurularak tekrar hesaplanmıştır. Hedef PYS'nin gelecekte elde edeceğin gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcuttur. Ek olarak Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin yatırımcının gözünde değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması dolayısıyla, değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldükçe, Gelir Yaklaşımı ve Şirket'e önemli ölçüde benzerlik taşıyan şirketlerin aktif olarak teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesinden dolayı Pazar Yaklaşımı ve yakın dönemde PYS sektöründe yaşanan İstanbul Portföy'ün 3 Eylül 2021 tarihinde KAP'ta açıklanan pay devrinde oluşan satın alma çarpanları değerleme kapsamında kullanılmıştır.

Piyasa Yaklaşımı

Şirket (varlık) değerlemesinde benzer büyüklüğe ve operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının medyanları ve / veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan çarpanlar / rasyolar dikkate alınarak değerin tespit edildiği bu yöntem, genel olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir.

Benzer İşlem Gören Şirket Analizi

Benzer İşlem Gören Şirket Metodu'nda, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, bire-bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır.

Bir şirketin hisselerinin piyasa değeri ("PD"), birim hisse fiyatı ile hisse adedinin çarpımı olarak tanımlanabilir. Firma Değeri ("FD") ise şirketin toplam operasyonlarının piyasa değerini vermektedir. Bir şirketin Firma Değeri şirketin hisselerinin piyasa değeri ile net finansal borçlarının piyasa değerinin toplamına eşittir.

Benzer İşlem Çarpanları Analizi

İkinci temel yöntem olan Benzer İşlem Çarpanları Analizi çalışmasında ise benzer şirketlerin dünyada gerçekleşmiş satın alma ve birleşme işlemleri araştırılmaktadır.

Bu işlemlerde oluşan finansal rasyolar analiz edilmekte ve analiz sonuçları hedef şirketin büyüklükleri ile karşılaştırılmaktadır. Benzer işlemler seçilirken işleme tabi olan şirketin coğrafyası ve büyüklüğü dikkate alınmaktadır. Bu hesaplamalarda açıklanmamış işlemlerin sonuca etkisine dikkat edilmesi gerekmektedir.

Piyasa yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

- Piyasa yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların/değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş uygun değerlere uygulanarak şirket değer tespiti.

Uygun değerler normal bazda değerlemesi yapılan şirketin gelecekte büyümesi beklenen gelirleri olarak tanımlanır. Uygun değerlerin tespitinde değerlemesi yapılan şirketin geçmiş mali verilerinden, tahminlerden ve piyasa şartlarından faydalanılır.

Avantajları: Şirket değeri piyasada işlem gören güncel şirket değerlerine göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların şirketler için öngördüğü değerler ön plandadır. Şirket satın alınırken kullanılan en uygun metotlardan biridir.

Dezavantajları: Şirketlerin geleceğine ilişkin beklentiler bu değerleme içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayılmamaktadır.

Piyasa çarpanları metodu, değerlemesi yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metot etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. Şirket değerlemelerinde en yaygın çarpan analizi yöntemleri aşağıda yer almaktadır.

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan son finansal tablolarında yer alan toplam ana ortaklık özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Fiyat/Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

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

Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satışlar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Değerlemede Kullanılana Genel Kabul Görmüş Çarpanlar

Çarpan Yönetimi	Sembol	Hesaplanması	Şirket Değeri
Fiyat / Kazanç Oranı	F/K	(Pay Fiyatı * ödenmiş Sermaye) / Net Kar	F/K Çarpanı * Net Kar
Piyasa Değeri / Defter Değeri	PD/DD	(Pay Fiyatı * Ödenmiş Sermaye) / Özsermaye	PD/DD Çarpanı * özkaynaklar
Firma Değeri / Esas Faaliyet Karı	FD/FVÖK	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç]/FVÖK	FD/FVÖK Çarpanı * FVÖK - Net Borç
Firma Değeri / FAVÖK	FD/FAVÖK	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç]/FAVÖK	FD/FAVÖK Çarpanı * FAVÖK - Net Borç
Firma Değeri / Net Satışlar	FD/Ciro	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç] / Satışlar	FD/Ciro Çarpanı * Net Satışlar - Net Borç

F/K: Şirketin hisse senedi fiyatının hisse başı karma bölünmesiyle hesaplanan bir göstergedir.

PD/DD: Piyasa değerinin defter değerine oranını ifade eder. Bir hissenin piyasa değerinin muhasebe değerine oranını yansıtır.

FD/FVÖK: Şirket'in firma değerinin faiz ve vergi öncesi kara bölünmesiyle elde edilir

FD/FAVÖK: Şirket'in firma değerinin faiz-amortisman-vergi öncesi kara bölünmesiyle elde edilir. Şirket'in gelecekte kar yaratma kapasitesini en iyi gösteren çarpan yaklaşımıdır.

FD/Ciro: Şirket'in firma değerinin net satış gelirlerine bölünmesiyle elde edilir.

İndirgenmiş Nakit Akışları

Bu yaklaşım bir varlığın varlık sahipleri için yarattığı gelir üzerine odaklanmaktadır. Bu gelir, varlığın kullanılabilir ömrü boyunca yaratması beklenen nakit akışı ile değerlendirilir. Varlığın değeri gelecekte öngörülen nakit akışının bugünkü değere çekilmesi ("İndirgenmiş Nakit Akımları" veya "İNA") ile bulunur.

Bugünkü değere çekerken kullanılan iskonto oranı varlığın beklenen nakit akışlarını yaratma riski ile birlikte paranın zaman değerini içermektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemde Şirket'in mevcut yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akışlarının analizi yapılır.

Bu analiz sonucunda Şirket'in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirilme tarihine indirgenmesi gerçekleştirilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu iskonto oranı hesaplanırken Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modeli (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır.

Bu yöntemde Firma değeri (FD), indirgenmiş nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır. Özsermaye değeri hesaplanırken aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan finansal borçlarının, hazır değerlerinin ve nakit akımlarında dikkate alınmayan faaliyet dışı varlıklarının piyasa değeri de göz önüne alınmaktadır.

Bu yöntem ile Şirket'in hisse değerleri hesaplanırken, iştirakleri için ayrı değerlemeler de yapılabilir veya bilançodaki kayıtlı değeri dikkate alınabilir.

İNA yönteminin uygulanması sırasında Şirket'e ait gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilir. Bu finansal modele baz olan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket'in yönetimi tarafından temin edilen bilgiler esas alınarak hazırlanır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi bir şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışını dikkate alır. Bu yöntem, şirketin büyüme ve karlılık varsayımlarına çok bağımlıdır. Firma değerlemelerinde en çok kullanılan ve en bilimsel metod olduğu kabul edilen İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'nin temeli, Şirket'e olan tüm operasyonel

serbest nakit akışlarının "net bugünkü değer" yöntemiyle bugüne indirgenmesidir. Net bugünkü değer yöntemi, gelecekte gerçekleşmesi beklenen bir nakit akımının bugünkü değerini hesaplama metodudur.

Net Bugünkü Değer:

$(\text{Gelecekteki Nakit Akışı}) / (1 + \text{İndirgenme Oranı})^{(\text{Nakit Akışının Yılı-Mevcut Yılı})}$

"Gelecekteki Nakit Akışı" olarak "şirkete" olan toplam operasyonel serbest nakit akışı kullanılır. Şirkete olan toplam operasyonel serbest nakit akışı ise aşağıdaki gibi hesaplanır:

Şirkete Olan Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı:

Faaliyet Kan*(1- Vergi Oranı) + Amortisman Gideri - İşletme Sermayesindeki Değişim - Yatırım Harcamaları

Nakit akışının bir kısmı sermayedarların getiri beklentilerini bir kısmı da borç verenlerin getiri beklentilerini karşılamak üzere kullanılacaktır. Bu nedenle şirket değerlemesinde, net bugünkü değer formülündeki "indirgenme oranı" olarak şirketi fonlayan hissedar ve borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalamasını ifade eden "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)" kullanılır.

AOSM hesaplamasının ayrıntıları aşağıdaki gibidir.

AOSM borç verenlerin ve sermayedarların sermayenin finansmanına yaptıkları katkılara göre ağırlıklandırılan getiri taleplerini yansıtır. AOSM'nin hesaplanması ve değişkenlerin tanımları aşağıdaki gibidir:

$$r = E / (D+E) \times r_e + D / (D+E) \times r_d \times (1 - t)$$

$r = \text{AOSM}$

$r_e = \text{Özsermaye Maliyeti}$

$r_d = \text{Borçlanma Maliyeti}$

$E = \text{Özsermaye Değeri}$

$D = \text{Finansal Borç Değeri}$

$t = \text{Kurumlar Vergisi Oranı}$

$E/(D+E) = \text{Sermaye yapısındaki özkaynak oranı}$

$D/(D+E) = \text{Sermaye yapısındaki finansal borç oranı}$

Sermaye maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$r_e = r_f + b \times (r_m - r_f)$$

$r_f = \text{Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)}$

$r_m = \text{Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi}$

$r_m - r_f = \text{Piyasa Risk Primi}$

$b = \text{Beta} = \text{ilgili hissenin (veya sektörün) piyasa hareketleri ile olan ilişkisi - hisse senedi piyasa endeksi ile ilgili endeks / enstrüman getirisinin regresyon analizi ile bulunur.}$

Beta Katsayısı B: Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan orandır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi (aynı zamanda riski), bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

Beta = 0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.

Beta > 1 ise; beklenen getiri piyasa getirisinden daha yüksek ve daha risklidir.

Beta < 1 ise; beklenen getiri piyasa getirisinden daha düşük ve daha az risklidir.

Borsa İstanbul'da yapılan ilk halka arzlar ve halka açık olmayan şirketlerin değerlemelerinde Beta değeri genel olarak 1 alınmaktadır. Hedef PYS'nin değerlemesi için de Beta katsayısı "1" olarak hesaplamalara dahil edilmiştir. İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi yönteminde şirketin ömrü sonsuz olarak kabul edilmekte (şirketin ömrünün sonlu olduğu bilinmediği sürece) ve serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

Projeksiyon Döneminden Gelen Değer: "Projeksiyon Dönemi" olarak adlandırılan dönemde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla projekte edilerek, şirkete olan toplam serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir.

Projeksiyon Dönemi Sonrasından Gelen Değer ("Artık veya Uç Değer"): Projeksiyon döneminin bitişinden itibaren sonsuza kadar olan dönemde serbest nakit akışlarının sabit bir oranla (sonsuz büyüme oranı) büyüyeceği varsayılır ve projeksiyon dönemi sonundan sonsuza kadar gerçekleşecek olan serbest nakit akışlarının toplam değeri hesaplanır. Bu değer; net bugünkü değer formülü kullanılarak tekrar bugüne indirgenir ve "Artık Değer veya Uç Değer" olarak isimlendirilir.

Toplam Firma Değeri: Projeksiyon Dönemi Net Bugünkü Değeri + Artık Değer

Toplam Firma Değeri hem hissedarlara hem de borç verenlere aittir. Hisse değerinin hesaplanabilmesi için şirketin net borcu toplam firma değerinden çıkarılır varsa iştirak hisselerin değeri eklenir.

Toplam Hisse Değeri: Toplam Firma Değeri - Net Borç + İştirak Hisse Değerleri

3.3. Hedef PYS Değerlemesi

İNA Genel Varsayımlar

- Hedef PYS'nin 29.09.2021 tarihi itibarıyla piyasa değeri şirketin önümüzdeki dönemde elde etmeyi hedeflediği operasyonel nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" (İNA) kullanılarak değerlendirilmesine indirgenerek toplanması ve bu toplamdan net borç rakamının düşülmesiyle hesaplanmıştır.
- Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 1 Temmuz 2021 ve 31.12.2025 ile sınırlı tutulmuş 2025 yılındaki serbest nakit akımları ve %5 büyüme oranıyla uç değer hesabı yapılmıştır.
- Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, şirket yönetimi tarafından verilen finansal ve operasyonel bilgiler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu ve üzerlerindeki ipotek, irtifak v.b. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemezlikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2021 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- Ekonomik şartlarda kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
- Bu değerlendirme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.
- Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.
- Nakit akımları analizi şirket tarafından sağlanan TMS/TFRS bazlı mali veriler ve projeksiyonlar üzerinden yapılmış olup VUK rakamlarıyla farklılık arz edebilir.

İndirgeme Oranı Tespiti

Şirketin faaliyetlerinden üretmesi beklenen nakit akımları projeksiyon dönemi boyunca tespit edilerek Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (Capital Asset Pricing Model – CAPM) göre hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgenmiştir.

Özsermaye maliyeti hesaplanırken risksiz getiri oranı varsayımında değerlendirme para cinsi olan TL bazında uzun vadeli devlet tahvillerinin getirileri kullanılmaktadır. 10 yıllık Türkiye Cumhuriyeti devlet tahvillerinin son 1 yıllık kapanışları, son 30-90-180-365 günlük ortalamaları aşağıda gösterilmiştir. 2021 Mart ayına kadar %12-%15 bandında seyreden tahvil faizleri Mart ayında keskin bir şekilde %19 sınırına yükselmiştir. Mart ayından sonra Haziran'a kadar %18-%19 bandında salınırken Haziran'dan itibaren %18'in altına sarkmış, 23 Eylül 2021 tarihine kadar %17-18 bandında salınmışken 23 Eylül 2021'den itibaren %18'in üzerine yükselmiştir. 29 Eylül 2021 itibarıyla 10 yıllık tahvilin kapanışı %18,79 iken 30-90-180-365 günlük ortalamaları sırasıyla %17,49-%17,50-%17,89-%15,72 seviyesindedir. 10 yıllık tahvil faizlerinde hareket göz önünde bulundurularak risksiz getiri oranı %17,50 kabul edilmiştir. 30 ve 90 günlük ortalama tahvil faizine yakın olan %17,50 seviyesi ve 365 günlük ortalamasının üzerinde ve 180 günlük ortalamasının altındadır.


Bizim Menkul Değerler A.Ş.



Kaynak: Foreks FX Plus

Uzun vadeli risksiz getiri ve hisse senedi getirilerinin farkı olan sermaye piyasası risk primi olarak %6 öngörülmüştür.

Özsermaye maliyeti için kaldıraçlı beta hesabı yapılmış olmakla birlikte AOSM hesabında 1'den daha düşük bir beta kullanılmamıştır. Örneklem olarak seçilen şirketlerin 29 Eylül 2021 itibarıyla son 5 yıllık BİST100 Endeksine göre hesaplanan günlük beta değerleri aşağıdaki tabloda özetlenmiş olup ortalaması 0,48 seviyesindedir. Hedef PYS'nin AOSM hesabında beta 0,48 değeri yerine ihtiyaten 1 olarak dikkate alınmış olup son dönem yapılan halka arzların çoğunluğunda bu yaklaşım benimsenmiştir.

Hedef PYS Benzer Şirketler 5 Yıllık Kaldıraçlı Beta, Günlük, BİST100	
GEDİK	0,50
GLBMD	0,73
INFO	0,59
ISMEN	0,59
OSMEN	0,51
OYAYO	-0,06
Ortalama	0,48

Kaynak: Finnet; 29.09.2021

Aktif olarak faaliyetine devam eden Şirket için için özsermaye maliyeti hesabında kaldıraçlı beta X sermaye piyasası risk priminin üzerine %2 ilave risk primi eklenmiştir. Halka açılan şirketlerin özsermaye maliyeti hesabında ilave risk primi uygulaması bulunmamakla birlikte Hedef PYS için ihtiyaten %2 kullanılmış olup projeksiyon döneminde öngörülen nakit akımlarına ulaşılama riskinin bir miktar AOSM yükseltilecek dengelenmesi amaçlanmıştır.

Özsermaye maliyeti = Risksiz Getiri Oranı + (Kaldıraçlı Beta X Sermaye Piyasası Risk Primi) + Şirket Risk Primi

Formülüne göre özsermaye maliyeti %17,50 + (1 X %6) + %2 = %25,50 hesaplanmaktadır.

Borçlanma maliyet risksiz getiri üzerine %2 prim eklenerek projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilmiştir.

Şirket için Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

AOSM= (Özsermaye maliyeti X Özsermaye oranı) + ((1- Kurumlar Vergisi) X Borçlanma Maliyeti X Borç Oranı)

Formülüne göre AOSM = (%25,50 X %98,84) + ((1-0,2) X %19,50 X %1,16) = %25,38 hesaplanmaktadır.

Kurumlar Vergisi oranının 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %25, %22 ve %20 olması nedeniyle bu yıllar için hesaplanan AOSM'lerde küçük farklılıklar mevcuttur.

Hedef PYŞ Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Risksiz Getiri Oranı	17,50%	17,50%	17,50%
CAPM'e Göre Sermaye Piyasası Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%
Kaldıraçlı Beta	1,00	1,00	1,00
Şirket Risk Primi	2,00%	2,00%	2,00%
Özsermaye Maliyeti	25,50%	25,50%	25,50%
Finansman Maliyeti	19,50%	19,50%	19,50%
Özkaynak Oranı	98,84%	98,84%	98,84%
Borç Oranı	1,16%	1,16%	1,16%
AOSM	25,37%	25,38%	25,38%

Net Borç

30.06.2021 itibarıyla Şirket'in 56,3 milyon TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Detayları alttaki tabloda gösterilmiştir.

Hedef PYŞ Net Borç Hesabı, TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0	137.963	208.750	182.709
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0	372.270	374.862	530.990
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	10.174	12.430	95.144	41.558
Diğer Borçlar	19.870	22.548	138.740	304.438
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	14.644	58.084	504.266	2.080.025
Uzun Vadeli Karşılıklar	28.447	29.463	28.029	32.879
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	7.344.125	7.089.972
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.161.399	215.558	1.847.209	17.984.818
Finansal Yatırımlar	3.782.734	10.879.969	43.845.978	48.565.502
Teminata Verilen Finansal Varlıklar	0	0	0	0
Diğer Alacaklar	0	0	0	48.810
Ertelenmiş Vergi Varlığı	228.005	1.105.772	0	0
Net Borç (Nakit)	-5.099.003	-11.568.541	-36.999.271	-56.336.559

Gelir & Maliyet & Brüt Kar

Şirketin bireysel portföy yönetiminden 2021'in ilk 6 ayında elde edilen komisyon gelirinin ortalama bireysel portföy büyüklüğüne oranı %1,25 seviyesindedir. 1 Temmuz 2021 itibarıyla HPF, HDH ve HMK fonlarının yönetim komisyon oranlarının %1,20'den %3,00'e yükseltilmesi sonrası bireysel portföy müşterilerinden elde edilen komisyon oranlarının 2021'in ilk 6 ayındaki %1,25 seviyesinden Temmuz ayında %0,68'e ve Ağustos ayında %0,63'e düşmüştür. Bu sebeple bireysel portföy yönetiminden elde edilen gelir projeksiyonunda 1 Temmuz 2021'den itibaren %0,63 yönetim komisyonu dikkate alınmıştır. 1 Ocak 2021 itibarıyla 786 milyon TL olan bireysel portföy büyüklüğü 30 Haziran 2021 itibarıyla 1.271 milyon TL ve 31 Ağustos 2021 itibarıyla 1.310 milyon TL'ye yükselmiştir. 2021 yıl sonunda Şirketin beklentisi bireysel portföy büyüklüğünün 1.461 milyon TL'ye ulaşması, 2022'de %25, 2023'te %20, 2024'te %15 ve 2025'te %10 artması yönündedir. 2015 yılında 99 milyon TL olan bireysel portföy büyüklüğü 30 Haziran 2021 itibarıyla yıllık ortalama %59 büyüme oranıyla (BYBO) 1.271 milyon TL'ye yükselmiştir. 30 Haziran 2021-31 Aralık 2025 arasını kapsayan gelecek 4,5 yılda bireysel portföy büyüklüğünün yıllık ortalama %19 seviyesinde artacağı öngörülmekte olup geçmişte görülen %59'luk BYBO'nun altında tahmin edilmiştir.

2021 yılının ilk 2 ayında 2020 yılındaki portföy getirilerine istinaden 12.804.935 TL başarı primi elde eden şirketin sonraki yıllarda böyle bir başarı priminin garantisi bulunmadığı için gelir projeksiyonunda dikkate alınmamıştır.

Hedef PYŞ Bireysel Portföy Büyüklüğü, TL	2015	2016	2017	2018	2019	2020	30.06.2021
Bireysel Portföy Büyüklüğü, TL	95.911.266	42.308.503	49.645.763	160.420.979	299.418.881	782.805.321	1.270.866.540
Yıllık Değişim		-55,89%	17,34%	223,13%	86,65%	161,44%	62,35%
Bireysel Komisyon Geliri, TL	640.659	760.913	1.076.987	663.330	1.238.891	3.700.142	7.241.746
Bireysel Komisyon Oranı	0,6680%	1,7985%	2,1474%	0,4135%	0,4138%	0,4727%	1,2542%

Hedef PYS Bireysel Portföy Büyüklüğü, TL	30.06.2021	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
Bireysel Portföy Büyüklüğü	1.270.866.540	1.154.777.144	1.461.496.487	1.826.870.609	2.192.244.731	2.521.081.440	2.773.189.584
Yıllık Değişim	62,35%		86,70%	25,00%	20,00%	15,00%	10,00%
Bireysel Komisyonlar	7.241.746	7.241.746	11.545.218	10.358.356	12.660.213	14.846.977	16.676.954
Bireysel Komisyon Oranı	1,2542%	1,2542%	0,6300%	0,6300%	0,6300%	0,6300%	0,6300%

Şirketin kurucusu olduğu fonların toplam büyüklüğü 2017 yılında 13,6 milyon TL iken 2018 yılında %571 artışla 91,3 milyon TL'ye, 2019 yılında %33 artışla 121,2 milyon TL'ye, 2020 yılında %531 artışla 764,8 milyon TL'ye yükselmiş olup 30 Haziran 2021 itibariyle 2020 yılsonuna göre %27,71 artışla 976,7 milyon TL'ye ulaşmıştır. 31 Ağustos 2021'de ise toplam fon büyüklüğü 1.216 milyon TL'ye ulaşmış olup 2021 yıl sonu beklentisi olan 1.123 milyon TL'nin üzerine çıkmıştır.

Şirket kurmuş olduğu Birikim Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun (HBG) 2021 yılsonuna kadar 1 milyar TL'nin üzerinde büyüklüğe ulaşmasını hedeflemekte olup bu bağlamda yapılan çalışmalar sona gelme aşamasındadır. HBG'nin 2021 yılsonunda 1 milyar TL'nin üzerinde bir büyüklüğe ulaşacağı tahmin edilmekle birlikte olası yasal süreçler nedeniyle yaşanabilecek gecikmeler göz önünde bulundurulmuş ve 2021 için herhangi bir komisyon geliri öngörülmemiştir. 2022 yılında HBG'nin 950 milyon TL büyüklükte olacağı öngörülmüştür. Bu tutarın üstünde bir fon büyüklüğüne ulaşılması elde edilecek fon yönetim komisyon gelirini artırabileceği gibi bu tutarların altında kalınması fon yönetim gelirini düşürecektir.

İkinci Hisse Senedi Yoğun Fon kuruluş aşamasında, Birinci Değişken Fon ise fon toplama aşamasındadır. Şirket yönetimi bu fonların 2021 sonuna kadar işlem görme ihtimali olduğunu düşünmekle beraber 2021 yılında herhangi bir fon yönetim geliri ihtiyaten öngörülmemiş olup 2022 yılından itibaren Şirket yetkililerinin bu fonların ulaşmasını öngördükleri büyüklük üzerinden fon yönetim komisyon geliri hesaplanarak nakit akımlarına dahil edilmiştir. Hedef PYS, hedef müşteri kesimi olarak 2020 yılına kadar büyük ölçüde yüksek gelir grubu bireysel yatırımcılara ve şirketler kesimine odaklanmış ve bu doğrultuda bir büyüme stratejisi hedeflemiştir. 2020 yılı ile birlikte orta ve küçük ölçekli yatırımcılar da hedeflenmiş ve bu doğrultuda TEFAS'ta satışı yapılabilecek fonların kurulmasına karar verilmiştir. Bu stratejinin ilk yatırım ürünü olan NNF-Hedef Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) kurulduğu ilk yılda 388 milyon TL büyüklüğe ulaşarak büyük bir başarı yakalamış, 2021 yılında 630 milyon TL büyüklüğe ulaşarak başarısını sürdürmüştür. Son dönemde piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmeler sonucunda 31.08.2021 itibariyle 405m TL büyüklüğe gerilemiştir. NNF'nin gördüğü ilgi ve yatırımcılardan gelen yoğun talepler üzerine NNF ile aynı stratejiyle yönetilecek bir "Katılım Hisse Senedi Yoğun Fon"un ikinci hisse senedi fon olarak kurulmasına karar verilmiş ve bu doğrultuda çalışmalara başlanmıştır. NNF'nin gösterdiği başarı ve kısa süredeki büyüme performansı göz önüne alındığında TEFAS'ta dağıtımı yapılacak bu fonların da öngörülen büyüklüğe ulaşabileceği düşünülmektedir.

HMR-Hedef Portföy Kısa Vadeli Yatırım Araçları Fonu'nun halka arz edilmesinden vazgeçilmiş ve onun yerine benzer bir yatırım stratejisine sahip HYV-Hedef Portföy Para Piyasası Fonu'na odaklanılmasına karar verilmiştir. Bu nedenle HMR değerlemeye dahil edilmemiştir. Bu yaklaşımın başarı ile uygulanması sonucu HYV Fonu tahmin edilenden daha hızlı büyümüş ve Ağustos 2021 itibariyle 150 milyon TL büyüklüğün üzerine ulaşmıştır.

Şirketin daha geniş yatırımcı kitlesine açılma stratejisinin ikinci unsuru olarak yine TEFAS'ta satışa sunulacak HJB-Hedef Portföy Birinci Değişken Fon'un halka arzı piyasada yaşanan olumsuz gelişmeler nedeniyle 2021 yılının son çeyreğine ertelenmiş olup 2022 yılından itibaren komisyon geliri elde edilmesi öngörülmektedir.

Fon Büyüklükleri	2017	2018	2019	2020	30.06.2021
HDS	13.617.291	59.396.492	81.260.976	162.909.232	177.443.263
HPF		31.932.810	34.371.316	40.525.194	118.354.416
HDH			5.556.111	57.756.123	23.013.017
HMK				103.373.422	124.761.416
HYK				11.659.661	12.718.381
NNF				388.566.008	408.788.228
HYV					68.335.527
HDG					161.683
HBG					0
HPZ					21.023.354
HPI					22.135.729
Hedef Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)					0
HJB					0
Toplam Fon Büyüklüğü	13.617.291	91.329.303	121.188.403	764.789.640	976.735.015
Yıllık Değişim		570,69%	32,69%	531,07%	27,71%

Projeksiyon dönemi için fon yönetim gelirleri ilgili yılın başı ve sonundaki büyüklüklerin ortalaması alınarak ilgili fonun yönetim komisyonuyla çarpılması suretiyle hesaplanmıştır.

Kom. Eski	Kom. Yeni	Fon Yönetim Komisyonları	2017	2018	2019	2020	30.06.2021
1,20%	1,20%	HDS	156.161	746.211	733.153	1.298.553	995.543
1,20%	3,00%	HPF	0	416.647	287.033	260.428	311.978
1,20%	3,00%	HDH	0	0	33.337	184.706	330.608
1,20%	3,00%	HMK	0	0	0	185.047	759.861
2,00%	2,00%	HYK	0	0	0	30.327	51.641
1,75%	1,75%	NNF	0	0	0	1.440.477	4.318.792
1,20%	1,20%	HYV	0	0	0	0	100.380
1,20%	1,20%	HDG	0	0	0	0	178.005
1,20%	1,20%	HBG	0	0	0	0	0
3,00%	3,00%	HPZ	0	0	0	0	39.446
3,00%	3,00%	HPI	0	0	0	0	78.259
1,75%	1,75%	Hedef Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0	0	0	0	0
1,75%	1,75%	HJB	0	0	0	0	0
Toplam Fon Komisyonu			156.161	1.162.857	1.053.523	3.399.537	7.164.512
Yıllık Değişim				644,65%	-9,40%	222,68%	

Kom. Eski	Kom. Yeni	Fon Büyüklükleri	30.06.2021	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
1,20%	1,20%	HDS	177.443.263	178.740.559	204.059.752	255.074.691	318.843.363	398.554.204	498.192.755
1,20%	3,00%	HPF	118.354.416	57.322.203	136.107.578	170.134.473	212.668.091	265.835.114	332.293.893
1,20%	3,00%	HDH	23.013.017	58.359.350	26.464.970	33.081.212	41.351.515	51.689.394	64.611.743
1,20%	3,00%	HMK	124.761.416	135.868.356	143.475.629	179.344.536	224.180.670	280.225.837	350.282.296
2,00%	2,00%	HYK	12.718.381	11.052.408	14.626.139	18.282.673	22.853.342	28.566.677	35.708.346
1,75%	1,75%	NNF	408.788.228	537.086.299	470.106.462	587.633.078	734.541.347	918.176.684	1.147.720.855
1,20%	1,20%	HYV	68.335.527	41.665.510	78.585.857	98.232.321	122.790.401	153.488.001	191.860.001
1,20%	1,20%	HDG	161.683	45.821.647	185.935	232.419	290.523	363.154	453.943
1,20%	1,20%	HBG	0	0	0	950.000.000	1.187.500.000	1.484.375.000	1.855.468.750
3,00%	3,00%	HPZ	21.023.354	6.575.804	24.176.857	30.221.071	37.776.339	47.220.423	59.025.529
3,00%	3,00%	HPI	22.135.729	11.655.199	25.456.088	31.820.110	39.775.138	49.718.923	62.148.653
1,75%	1,75%	İkinci Hisse Senedi Fonu	0	0	0	250.000.000	312.500.000	390.625.000	488.281.250
1,75%	1,75%	HJB	0	0	0	200.000.000	250.000.000	312.500.000	390.625.000
Toplam Fon Büyüklüğü			976.735.015	1.084.147.335	1.123.245.267	2.804.056.584	3.505.070.729	4.381.338.411	5.476.673.014
Yıllık Değişim			27,71%		46,87%	149,64%	25,00%	25,00%	25,00%

Kom. Eski	Kom. Yeni	Fon Yönetim Komisyonları	30.06.2021	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
1,20%	1,20%	HDS	995.543	995.543	2.140.052	2.754.807	3.443.508	4.304.385	5.380.482
1,20%	3,00%	HPF	311.978	311.978	2.220.443	4.593.631	5.742.038	7.177.548	8.971.935
1,20%	3,00%	HDH	330.608	330.608	701.693	893.193	1.116.491	1.395.614	1.744.517
1,20%	3,00%	HMK	759.861	759.861	2.771.639	4.842.302	6.052.878	7.566.098	9.457.622
2,00%	2,00%	HYK	51.641	51.641	188.364	329.088	411.360	514.200	642.750
1,75%	1,75%	NNF	4.318.792	4.318.792	8.163.957	9.255.221	11.569.026	14.461.283	18.076.603
1,20%	1,20%	HYV	100.380	100.380	541.144	1.060.909	1.326.136	1.657.670	2.072.088
1,20%	1,20%	HDG	178.005	178.005	179.048	2.510	3.138	3.922	4.903
1,20%	1,20%	HBG	0	0	0	11.400.000	12.825.000	16.031.250	20.039.063
3,00%	3,00%	HPZ	39.446	39.446	378.447	815.969	1.019.961	1.274.951	1.593.689
3,00%	3,00%	HPI	78.259	78.259	435.198	859.143	1.073.929	1.342.411	1.678.014
1,75%	1,75%	İkinci Hisse Senedi Fonu	0	0	0	2.187.500	4.921.875	6.152.344	7.690.430
1,75%	1,75%	HJB	0	0	0	1.750.000	3.937.500	4.921.875	6.152.344
Toplam Fon Komisyonu			7.164.512	7.164.512	17.719.983	40.744.273	53.442.841	66.803.551	83.504.439
Yıllık Değişim					421,25%	129,93%	31,17%	25,00%	25,00%

Şirketin ana faaliyeti bireysel portföy ve fon yönetiminden komisyon geliri elde etmek olsa da hisse senedi ve tahvil alım/satımı da gerçekleştirmektedir. Bu alım satımlardan kar elde edilebileceği gibi piyasa şartlarına göre zarar da edilebilmektedir. Bu bağlamda hisse senedi ve tahvil alım satımlarından herhangi bir kar/zarar elde edilmeyeceği varsayılarak gelir ve maliyet kalemleri projeksiyon dönemi boyunca 0 kabul edilmiştir. Böylelikle Şirket'in brüt karı bireysel portföy yönetim komisyonu ve fon yönetim komisyonlarının toplamına eşit olmaktadır.

Hasılat Detayı	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
Portföy Yönetiminden Elde Edilen Komisyon Geliri	14.406.259	29.265.201	51.102.629	66.103.054	81.650.529	100.181.393
Portföy Yönetiminden Elde Edilen Performans Primi	12.195.176	12.195.176				
Hisse Senetleri Satış Gelirleri	-2.266.122	-2.266.122	0	0	0	0
Hisse Senetleri Gerçeğe Uygun Değerleme Farkları	-311.771	-311.771	0	0	0	0
Alınan Temettümler	2.096.874	2.096.874	0	0	0	0
Fon Satış Gelirleri	0	0	0	0	0	0
Fon Gerçeğe Uygun Değerleme Farkları	2.239.528	2.239.528	0	0	0	0
Devlet Tahvili Satış Gelirleri	140.294	140.294	0	0	0	0
Devlet Tahvili Gerçeğe Uygun Değerleme Farkları	0	0	0	0	0	0
Özel Sektör Tahvil Satış Geliri	0	0	0	0	0	0
Net satışlar	28.500.238	43.359.181	51.102.629	66.103.054	81.650.529	100.181.393
Yıllık Değişim	283,43%	-81,15%	17,86%	29,35%	23,52%	22,70%

Maliyet Detayı	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
Satılan Hisse Senet Maliyetleri (-)	0	0	0	0	0	0
Satılan Fon Maliyetleri (-)	0	0	0	0	0	0
Satılan Devlet Tahvili Maliyetleri (-)	0	0	0	0	0	0
Satılan Özel Tahvili Maliyetleri (-)	0	0	0	0	0	0
Toplam Maliyetler	0	0	0	0	0	0
Yıllık Değişim						

Brüt Kar Detayı	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
Portföy Yönetimi	26.601.435	41.460.378	51.102.629	66.103.054	81.650.529	100.181.393
Hisse Senedi	-481.019	-481.019	0	0	0	0
Fon	2.239.528	2.239.528	0	0	0	0
Devlet Tahvili	140.294	140.294	0	0	0	0
Özel Sektör Tahvili	0	0	0	0	0	0
Brüt Kar	28.191.706	43.359.181	51.102.629	66.103.054	81.650.529	100.181.393
Yıllık Değişim		6,90%	17,86%	29,35%	23,52%	22,70%

Faaliyet Giderleri

Şirket'in en büyük faaliyet gideri personel giderleri olup diğer kalemler alttaki tabloda detaylandırılmıştır. Artan operasyon hacmine bağlı olarak toplam genel yönetim giderlerinin 2021 yılında 6,0 milyon TL'ye, 2022 yılında 7 milyon TL'ye yükseleceği öngörülmüşken 2025 yılında 10,6 milyon TL olacağı varsayılmıştır.

Genel yönetim giderleri	2020	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
Personel giderleri	1.164.688	1.277.578	3.113.003	4.405.020	5.286.024	6.078.928	6.686.820
Vergi, resim ve harçlar	487.376	216.666	433.332	519.998	623.998	717.598	789.358
Muhasebe ve denetim giderleri	196.326	244.861	489.722	587.666	705.200	810.980	892.078
Yazılım giderleri	0	0	0	0	0	0	0
Taahhüt giderleri	30.404	50.027	100.054	112.554	135.065	155.325	170.857
Kiralama giderleri	0	0	0	0	0	0	0
Amortisman ve itfa giderleri	120.352	58.744	117.488	117.488	117.488	117.488	117.488
Ortak gider katılım payı	0	0	0	0	0	0	0
Sigorta giderleri	11.912	0	0	0	0	0	0
Hisse senedi BSMV	0	0	0	0	0	0	0
Danışmanlık giderleri	160.025	946.192	1.179.844	531.430	637.716	733.373	806.711
Kıdem tazminatı karşılığı	2.357	10.717	32.151	38.581	46.297	53.242	58.566
Diğer	235.367	105.893	211.786	254.143	304.972	350.718	385.789
Bakım onarım giderleri	427.967	185.607	371.214	426.896	512.275	589.117	648.028
Toplam Genel Yön. Giderleri	2.836.775	3.096.285	6.048.594	6.993.777	8.369.035	9.606.767	10.555.695
Yıllık Değişim	184,38%		114,22%	15,63%	19,66%	14,79%	9,88%

Faaliyet Karı

Gelir ve gider varsayımları sonrası Şirketin 2021 yılında 37,4 milyon TL FAVÖK elde edeceği hesaplanırken 2025 yılına kadar 89,7 milyon TL'ye yükseleceği öngörülmektedir.

Kurumlar Vergisi

Faaliyet karından 2021 için %25, 2022 için %23 ve sonrası için %20 kurumlar vergisi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

Sabit Kıymet Yatırımları

Şirketin 2021 yılından itibaren brüt karının son 4 yıldaki ortalaması olan %1,63'ü kadar sabit kıymet yatırımı yapacağı varsayılmıştır.

İşletme Sermayesi

Şirketin brüt karının %3,72'si kadar işletme sermayesine ihtiyaç duyacağı varsayılarak ilave işletme sermayesi nakit akımlarından düşülmüştür.

İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri

Önceki maddelerdeki varsayımlar sonrası İNA'da, 1 Temmuz 2021'den 2025 yılsonuna kadar şirketin üretmeyi öngördüğü FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, Sabit Kıymet Yatırımı ve her yıl için gerekecek ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır. 1 Temmuz 2021 – 31 Aralık 2021 arasındaki serbest nakit akımı 2021 tüm yıl için hesaplanan serbest nakit akımından 1 Ocak 2021-30 Haziran 2021 arasında hesaplanan nakit akımlarının farkı alınarak hesaplanmıştır. 2025 yılında hesaplanan nakit akımları %5 uç değer büyüme oranı kullanılarak uç değer hesabı yapılmıştır. Serbest nakit akımları %25,37 AOSM ile 29.09.2021 tarihine indirgenmiştir. Bu sebeple 1 Temmuz – 31 Aralık 2021 arasındaki nakit akımlarının indirgeme dönemi 29 Eylül 2021 ile 31 Aralık 2021 arasındaki gün farkı olan 93 günün 365'e oranlanmasıyla 0,25 yıl hesaplanmıştır. Sonraki yıllar için 0,25'in üzerine 1 ilave edilerek indirgeme faktörü hesaplanmıştır. Nakit akımlarının dönem sonunda oluşacağı varsayımıyla Hedef PYŞ için net borç (nakit) öncesi 253.011.522 TL firma değeri hesaplanırken 56.336.559 TL net nakit eklenerek **309.348.081 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Hedef Portföy İNA Değeri, TL	29.09.2021
Uç Değer Oranı	5,00%
AOSM	25,37%
Firma Değeri, TL	253.011.522
Net Borç (Nakit), TL	-56.336.559
Piyasa Değeri, TL	309.348.081


BMD
 Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Hedef PYŞ İNA Değerlemesi, TL	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025 Uç Değer
Bireysel Portföy Büyüklüğü, TL	1.154.777.144	1.461.496.487	1.826.870.609	2.192.244.731	2.521.081.440	2.773.189.584
Yıllık Değişim		86,70%	25,00%	20,00%	15,00%	10,00%
Bireysel Komisyon Geliri, TL	7.241.746	11.545.218	10.358.356	12.660.213	14.846.977	16.676.954
Bireysel Komisyon Oranı	1,2542%	0,6300%	0,6300%	0,6300%	0,6300%	0,6300%
Toplam Fon Büyüklüğü	1.084.147.335	1.123.245.267	2.804.056.584	3.505.070.729	4.381.338.411	5.476.673.014
Yıllık Değişim		46,87%	149,64%	25,00%	25,00%	25,00%
Toplam Fon Komisyonu	7.164.512	17.719.983	40.744.273	53.442.841	66.803.551	83.504.439
Yıllık Değişim		421,25%	129,93%	31,17%	25,00%	25,00%
Net satışlar	28.500.238	43.359.181	51.102.629	66.103.054	81.650.529	100.181.393
Yıllık Değişim	283,43%	-81,15%	17,86%	29,35%	23,52%	22,70%
Toplam Maliyetler	0	0	0	0	0	0
Yıllık Değişim						
Brüt Kar	28.191.706	43.359.181	51.102.629	66.103.054	81.650.529	100.181.393
Yıllık Değişim		6,90%	17,86%	29,35%	23,52%	22,70%
Toplam Genel Yön. Giderleri	3.096.285	6.048.594	6.993.777	8.369.035	9.606.767	10.555.695
Yıllık Değişim		113,22%	15,63%	19,66%	14,79%	9,88%
Faaliyet Karı	25.095.421	37.310.587	44.108.852	57.734.019	72.043.761	89.625.698
FAVÖK	25.154.165	37.428.075	44.226.340	57.851.507	72.161.249	89.743.186
Yıllık Değişim		-1,10%	18,16%	30,81%	24,74%	24,36%
İşletme Sermayesi	3.132.940	1.612.381	1.900.333	2.458.148	3.036.306	3.725.406
İşletme Sermayesi/Brüt Kar	11,11%	3,72%	3,72%	3,72%	3,72%	3,72%
İşletme Sermayesi Değişimi	1.560.104	-1.520.559	287.953	557.815	578.158	689.100
Sabit Kıymet Yatırımı	460.436	708.156	834.625	1.079.616	1.333.543	1.636.195
Sabit Kıymet Yatırımı/Ciro	1,63%	1,63%	1,63%	1,63%	1,63%	1,63%
Vergi Oranı	25%	25%	23%	20%	20%	20%
Kurumlar Vergisi	6.273.855	9.327.647	10.145.036	11.546.804	14.408.752	17.925.140
Serbest Nakit Akımı	16.859.770	28.912.831	32.958.727	44.667.272	55.840.797	69.492.751
İndirgenmiş Nakit Akımı	16.859.770	28.912.831	32.958.727	44.667.272	55.840.797	69.492.751
AOSM		25,37%	25,38%	25,38%	25,38%	25,38%

Yurtiçi Çarpan Analizi

Hedef PYŞ'nin yurtiçi çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken şirketle birebir aynı işi yapan borsa şirketi olmadığı için şirket ile benzer iş yaptığı düşünülen aracı kurumların 29.09.2021 tarihindeki piyasa değerleri ve değerlendirme tarihi itibarıyla en güncel mali tablo verileri kullanılmıştır. 29.09.2021 tarihli FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının medyanına göre her bir çarpan için piyasa değeri hesaplanmıştır. Medyan metodu örneklemedeki çarpanları küçükten büyüğe sıralayarak ortadaki rakamı dikkate aldığı için aşağı ve yukarı yöndeki uç değerleri elimine etmektedir. Bu sebeple ortalama yerine medyan tercih edilmiştir.

FD/Ciro çarpanından, muhasebe politikalarına göre şirketlerin hasılat rakamının oldukça farklılık arz etmesi nedeniyle, herhangi bir değer hesaplanmamıştır. Şirket değerlemelerinde ve halka arz fiyat tespit raporlarında faaliyetlerine aktif olarak devam eden şirketler için genellikle PD/DD çarpanından değer hesaplanmamakta, sadece FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından hesaplanan değerler çarpan değerinde dikkate alınmaktadır. Hedef PYŞ'nin çarpan değerlemesinde diğer çarpanlardan daha düşük değer hesaplanan PD/DD çarpanından hesaplanan değer de şirket değerinin hesaplanmasında dikkate alınmıştır. FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarından hesaplanan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilerek Hedef PYŞ için **296.175.049 TL piyasa değeri** hesaplanmıştır.

Hedef PYŞ Çarpan Analizinde kullanılan mali veriler, TL

2021/06 Kaydırılmış Ciro	463.791.541
2021/06 Kaydırılmış FAVÖK	56.223.316
2021/06 Kaydırılmış Net Kar	45.136.358
2021/06 Net Nakit	-56.336.559
2021/06 Özkaynak	60.582.286

Seçilmiş BİST Çarpanları, TL			29.09.2021
Çarpan	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	PD/DD
GEDİK	6,37	8,16	4,34
GLBMD	5,63	8,30	2,87
INFO	3,19	6,86	2,80
ISMEN	2,46	3,80	2,13
OSMEN	4,99	6,75	3,55
OYYAT	7,11	10,32	4,07
Medyan	5,31	7,51	3,21
Hedef PYŞ Çarpan Değeri	354.946.660	338.927.186	194.651.300
Ağırlık	33,3%	33,3%	33,3%
Ortalama Çarpan Değeri	296.175.049		

Kaynak: Finnet

Benzer Şirket Satış Çarpan Analizi

Borsa İstanbul'da işlem gören Global Yatırım Holding 3 Eylül 2021 tarihinde yapmış olduğu ve "<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/961784>" linkinde yer alan açıklamasıyla İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş.'nin %40'lık payını mevcut ortaklardan 77.352.322 TL bedelle satın aldığını bildirmiştir. İstanbul Portföy'ün %100 sermayesi için hesaplanan değer 193.380.805 TL'dir. 30 Haziran 2021 bilançosunda yer alan net nakit tutarı 15,1 milyon TL olup firma değeri 178.302.775 TL hesaplanmaktadır.

İstanbul Portföy'ün 31.12.2020, 30.06.2020 ve 30.06.2021 gelir tablosu ve bilanço verileri aşağıda gösterilmektedir. 30 Haziran 2021 özkaynak tutarı 23,7 milyon TL olup PD/DD çarpanı 8,16x, FAVÖK tutarı 8,3 milyon TL olup FD/FAVÖK çarpanı 21,51x, net kar tutarı 8,6 milyon TL olup F/K çarpanı 22,49x ve yönetilen portföy büyüklüğü 9,5 milyar TL olup FD/Yönetilen Portföy büyüklüğü 0,02x hesaplanmaktadır.

İstanbul Portföy'ün her bir satış çarpanıyla Hedef PYŞ'nin 30.06.2021 mali verileri kullanılarak Hedef PYŞ için piyasa değeri hesaplanmıştır. Hesaplanan çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılarak Hedef PYŞ için 718,5 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

İstanbul Portföy Satış Değeri, TL		3.09.2021
Global Yat. Holding Satın Alma Bedeli		77.352.322
Global Yat. Holding Satın Alınan Sermaye Oranı		40,0%
İstanbul Portföy %100 Hisse Değeri		193.380.805
İstanbul Portföy %100 Firma Değeri		178.302.775
İstanbul Portföy Yönetilen Portföy Büyüklüğü		9.533.489.780

İstanbul Portföy Satın Alma Çarpanları & Hedef PYŞ Değeri				
Çarpan	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	PD/DD	FD/Yön. Portföy
Satın Alma Çarpanı	21,51	22,49	8,16	0,02
Hedef PYŞ Çarpan Değeri	1.265.746.459	1.015.254.838	494.560.602	98.372.959
Ağırlık	25,0%	25,0%	25,0%	25%
Hedef PYŞ Ortalama Satın Alma Çarpan Değeri	718.483.715			

İstanbul PYŞ Bilanço, TL	2020/12	2020/06	2021/06
VARLIKLAR	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
DÖNEN VARLIKLAR	43.397.513	10.833.649	25.223.123
Nakit ve Nakit Benzerleri	17.518.101	1.559.536	1.051.370
Finansal Yatırımlar	10.908.462	5.170.396	8.570.955
Ticari Alacaklar	9.891.936	1.435.706	5.036.066
Diğer Alacaklar	3.705.296	1.409.113	9.746.957
Peşin Ödenmiş Giderler	952.737	1.150.944	542.726
Diğer Dönen Varlıklar	420.981	90.561	275.049
DURAN VARLIKLAR	3.077.226	1.234.271	4.345.725
Maddi Duran Varlıklar	1.190.418	1.154.527	1.325.178
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.617.841	0	2.051.943
TOPLAM VARLIKLAR	46.474.739	12.067.920	29.568.848
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	25.234.837	2.106.710	3.299.922
Kısa Vadeli Borçlanmalar	640.069	472.179	450.107
Ticari Borçlar	3.686.690	141.125	892.682
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlı	17.634.679	1.112.557	270.961
Diğer Borçlar	1.722.334	138.804	519.078
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	894.501	0	470.786
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	656.564	242.045	696.308
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.034.860	611.670	2.580.320
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.259.905	92.212	1.566.121
Uzun Vadeli Karşılıklar	774.955	493.277	1.014.199
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	26.181	0
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	27.269.697	2.718.380	5.880.242
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	19.205.042	9.349.540	23.688.606
Odenmiş Sermaye	14.184.000	6.300.000	14.184.000
Birleşme Denkleştirme Hesabı	-1.998.674	0	-1.998.674
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Bi	-243.758	-43.877	-188.998
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	59.517	58.010	280.676
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.429.098	2.429.098	6.982.798
Net Dönem Karı veya Zararı	4.774.859	606.309	4.428.804
TOPLAM KAYNAKLAR	46.474.739	12.067.920	29.568.848

İstanbul PYŞ Net Borç Hesabı, TL			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	640.069	472.179	450.107
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.259.905	92.212	1.566.121
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	17.634.679	1.112.557	270.961
Diğer Borçlar	1.722.334	138.804	519.078
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	894.501	0	470.786
Uzun Vadeli Karşılıklar	774.955	493.277	1.014.199
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	26.181	0
Nakit ve Nakit Benzerleri	17.518.101	1.559.536	1.051.370
Finansal Yatırımlar	10.908.462	5.170.396	8.570.955
Diğer Alacaklar	3.705.296	1.409.113	9.746.957
Net Borç (Nakit)	-9.205.418	-5.803.835	-15.078.030


Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Istanbul Portföy Yönetimi A.Ş. Gelir Tablosu	ISY	ISY	ISY	ISY
TL	2020/12	2020/06	2021/06	Son 4Ç
Brüt Kar (Zarar)	46.746.151	7.599.719	23.935.007	63.081.439
Faaliyet Giderleri (-)	43.610.199	7.865.094	21.204.230	56.949.335
Genel Yönetim Giderleri	37.302.445	7.594.964	20.765.150	50.472.631
Pazarlama Giderleri	6.307.754	270.130	439.080	6.476.704
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	3.135.952	-265.375	2.730.777	6.132.104
Amortisman	1.556.442	765.091	1.365.524	2.156.875
Favök	4.692.394	499.716	4.096.301	8.288.979
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	24.721	0	0	24.721
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	0	0	0	0
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	3.160.673	-265.375	2.730.777	6.156.825
Yıllık Değişim				
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler				0
Finansman Geliri	2.758.214	1.173.829	2.130.944	3.715.329
Finansman Giderleri	248.388	152.690	168.851	264.549
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	5.670.499	755.764	4.692.870	9.607.605
Yıllık Değişim				
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	895.640	149.455	264.066	1.010.251
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	928.922	17.028	228.750	1.140.644
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-33.282	132.427	35.316	-130.393
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	4.774.859	606.309	4.428.804	8.597.354

Yurtdışı Çarpan Analizi

Yurtdışında benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin **çarpanından 447.024.988 TL piyasa değeri** hesaplanmıştır. FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanından hesaplanan 1/3 oranında eşit ağırlık verilmiştir. Bu şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkelerin ekonomik ve finansal konjonktürü Türkiye'den farklı olabileceği, büyüklüklerin Hedef PYŞ'den farklı olması ve faaliyet alanında da farklılıkların olabileceği göz önünde bulundurularak Yurtdışı çarpan analizinden hesaplanan değer Hedef PYŞ'nin nihai değer hesabında dikkate alınmamıştır.

Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları

Şirket	Kod	PD, m\$	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	PD/DD
BLACKROCK INC	BLK US	140.392	17,04	25,28	3,87
ABRDN PLC	ABDN LN	7.755		3,80	0,81
GAM HOLDING AG	GAM SW	291	0,36		0,53
T ROWE PRICE GROUP INC	TROW US	49.155	12,03	17,08	6,23
FRANKLIN RESOURCES INC	BEN US	15.749	9,11	9,39	1,45
INVESCO LTD	IVZ US	11.350	10,12	9,71	0,76
AFFILIATED MANAGERS GROUP	AMG US	6.614	13,81	16,00	3,60
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP	AB US	5.169		15,28	3,20
COHEN & STEERS INC	CNS US	4.181	18,34	24,96	18,51
ARTISAN PARTNERS ASSET MA -A	APAM US	3.969	8,29	11,48	12,78
FEDERATED HERMES INC	FHI US	3.080	7,91	10,78	2,65
SCULPTOR CAPITAL MANAGEMENT	SCU US	1.586	3,44	4,99	
WISDOMTREE INVESTMENTS INC	WETF US	875	13,50	18,85	2,38
PZENA INVESTMENT MANAGM-CL A	PZN US	727	9,65	17,74	20,26
GAMCO INVESTORS INC-A	GBL US	729	5,50	9,92	11,93
MANNING & NAPIER INC	MN US	196	4,12	9,53	2,18
AMUNDI SA	AMUN FP	18.625	16,54	12,73	1,59
DWS GROUP GMBH & CO KGAA	DWS GR	8.501	5,79	11,03	1,06
IGM FINANCIAL INC	IGM CN	8.833	10,37	13,30	1,84
MAGELLAN FINANCIAL GROUP LTD	MFG AU	5.315	21,49	27,20	7,32
JANUS HENDERSON GROUP PLC	JHG US	7.287	4,83	12,59	1,58
AZIMUT HOLDING SPA	AZM IM	3.975	6,98	6,99	3,85
VALUE PARTNERS GROUP LTD	806 HK	1.024	5,17	5,45	1,59
SPROTT INC	SII CN	993	20,92	40,92	3,24
AGF MANAGEMENT LTD-CLASS B	AGF/B CN	397	11,06	3,33	0,50
SCHRODERS PLC	SDR LN	13.873	11,49	18,68	2,69

Medyan	4.675	9,88	12,59	2,65
Hedef PYŞ Çarpan Değeri, TL		612.035.426	568.440.368	160.599.170
Ağırlık		33,3%	33,3%	33,3%
Ortalama Çarpan Değeri, TL	447.024.988			

Kaynak Bloomberg, 29.09.2021



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Hedef PYŞ Nihai Değer

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizinden hesaplanan **309.348.081 TL** değere %60, yurtiçi aracı kurum çarpan analizinden hesaplanan **296.175.049 TL** değere %25, yurtdışı çarpan analizinden hesaplanan **447.024.988 TL** değere %0 ve İstanbul Portföy Satış Çarpanlarıyla hesaplanan 718.483.715 TL değere %15 ağırlık verilerek **Hedef PYŞ için 367.425.168 TL piyasa değeri** hesaplanmıştır.

İNA'dan hesaplanan değer Şirket'in iç dinamiklerini, beklentilerini daha iyi yansıttığı için ağırlığı %60 alınırken en yüksek değeri veren İstanbul Portföy satış çarpanlarıyla hesaplanan değere %15, yurtdışı çarpanlardan hesaplanan ikinci yüksek değere %0 verilerek ihtiyatlı bir yaklaşım sergilenmiştir.

Hedef PYŞ Piyasa Değeri, TL		Çarpan		
Metod	İNA	BİST Aracı Kurum	Yurtdışı Benzer Şirketler	İstanbul Portföy Satış Çarpanı
Hesaplanan Değer	309.348.081	296.175.049	447.024.988	718.483.715
Ağırlık	60,0%	25,0%	0,0%	15,0%
Nihai Değer	367.425.168			

3.4. Hedef Holding NAD Değerlemesi

Hedef Holding'in 30.06.2021 tarihli Bağımsız Denetimden geçmiş TFRS bazlı bilançosu baz alınarak sahip olduğu varlık ve borçların 29 Eylül 2021 tarihindeki gerçeğe uygun piyasa değerleri dikkate alınarak yapılan Net Aktif Değer çalışması aşağıdadır. Hesap bazında yapılan düzeltmeler bir sonraki sayfada açıklanmıştır.



Hedef Holding A.Ş. Bağımsız Denetimden Geçmiş TFRS Bazlı Net Aktif Değer , TL

VARLIKLAR	30.06.2021	30.06.2021	29.09.2021
Dönen Varlıklar	Kayıtlı Değer Detay	Kayıtlı Değer	Düzeltilme Rayiç Değer
Nakit ve Nakit Benzerleri	12.767.478	Kasa 8.724	0 8.724
		Vadesiz Mevduat 95.158	0 95.158
		Vadeli Mevduat (1) 12.663.596	530.288 13.193.884
Finansal Yatırımlar	46.665.059	16.886.468 Lot HDFGS (2) 46.268.923	-1 46.268.922
		Serbest Fon 396.136	0 396.136
Diğer Alacaklar	35.949	Diğer Alacaklar 35.949	0 35.949
Peşin Ödenmiş Giderler	4.923	Peşin Ödenmiş Giderler 4.923	-4.923 0
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	112.729	Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar 112.729	0 112.729
Diğer Dönen Varlıklar	261.688	Devreden KDV 261.688	-52.338 209.350
Toplam Dönen Varlıklar	59.847.826	Dönen Varlıklar 59.847.826	473.027 60.320.853
Duran Varlıklar	Kayıtlı Değer Detay	Kayıtlı Değer	Düzeltilme Rayiç Değer
Finansal Yatırımlar	627.657.094	41.430.000 lot INFO (3) 166.838.610	124.290 166.962.900
		40.612.526 Lot HDFGS (2) 111.278.321	0 111.278.321
		4.475.000 Lot Hedef PYŞ (4) 349.540.163	-20.694.638 328.845.525
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	700.000	Arsalar 700.000	0 700.000
Maddi Duran Varlıklar	28.113	Arsa ve Demirbaş 28.113	0 28.113
Kullanım Hakkı Varlıkları	493.001	Kiralama Borcu Varlıkları 493.001	0 493.001
Toplam Duran Varlıklar	628.878.208	628.878.208	-20.570.347 608.307.861
TOPLAM VARLIKLAR	688.726.034	688.726.034	-20.097.321 668.628.713

KAYNAKLAR	29.09.2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler	Kayıtlı Değer Detay Kayıtlı Değer Düzeltilme Rayiç Değer
UV Borçlanmaların KV Kısımları	191.637 Kiralama Borçları 191.637 0 191.637
Ticari Borçlar	252.716 Ticari Borçlar 252.716 0 252.716
Çalışanlara Sağ. Fay. Kap. Borçlar	1.788 Çalışanlara Sağ. Fay. Kap. Borçlar 1.788 0 1.788
Diğer Borçlar	5.074 Diğer Borçlar 5.074 0 5.074
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-- Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü -- 0 --
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	451.215 451.215 0 451.215

Uzun Vadeli Yükümlülükler	Kayıtlı Değer Detay Kayıtlı Değer Düzeltilme Rayiç Değer
Uzun Vadeli Borçlanmalar	339.887 339.887 0 339.887
Uzun Vadeli Karşılıklar	40.776 40.776 0 40.776
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	87.388.672
	KV HDFGS Değer Düşüklüğü Vergi Etkisi (5) -0
	UV HDFGS Değer Düşüklüğü Vergi Etkisi (5) 0
	UV INFO Değer Düşüklüğü Vergi Etkisi (5) 87.388.672 24.858 83.380.660
	Hedef PYŞ Değer Düşüklüğü -4.138.928
	Vadeli Mevduat Faiz Geliri Vergi Etkisi (5) 106.058
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	87.769.335 87.769.335 -4.008.012 83.761.323
Toplam Kısa ve Uzun Vadeli Yük.	88.220.550 88.220.550 -4.008.012 84.212.538

NET AKTİF DEĞER	600.505.484	600.505.484	-16.089.309	584.416.175
------------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

Hedef Holding'in 30.06.2021 tarihli Bağımsız Denetimden geçmiş TFRS bazlı bilançosunda yer alan hesapların bazıları için 29 Eylül 2021 tarihli düzeltmeler yapılmıştır. Yapılan düzeltmeler aşağıda sıralanmıştır.

- (1) Şirketin 12.663.596 TL tutarındaki vadeli mevduatı %16,75 faiz oranı ile 3 aylık değerlemeye tabi tutulmuştur.



- (2) Şirketin kısa vadeli finansal yatırımlar hesabında takip ettiği 16.886.468 lot HDFGS pay senetlerinin 29 Eylül 2021 itibariyle Borsa İstanbul'daki kapanış fiyatı olan 2,74 TL ile çarpılması sonucu elde edilen 46.268.922 TL gerçeğe uygun değer kabul edilmiş olup 30.06.2021 bakiyesine göre değişmemiştir. Aynı şekilde uzun vadeli finansal yatırımlar hesabında takip edilen 40.612.526 lot HDFGS pay senetleri için de gerçeğe uygun değer 111.278.321 TL hesaplanmış ve 30.06.2021 bakiyesine göre değişmemiştir. HDFGS pay senetlerinin 30-60-90-180-365 günlük ortalamaları hesaplanmış ve 29 Eylül kapanış fiyatının bu ortalamalar arasında yer alması nedeniyle NAD hesabında 2 Eylül 2021 kapanış fiyatı baz alınmıştır.

HDFGS Kapanış ve Ortalama Fiyatlar, TL

29 Eylül Kapanış	2,74
30 Günlük Ortalama	2,79
60 Günlük Ortalama	2,74
90 Günlük Ortalama	2,76
180 Günlük Ortalama	2,96
365 Günlük Ortalama	2,71

Kaynak: Foreks FX Plus

- (3) Şirketin uzun vadeli finansal yatırımlar hesabında takip ettiği 41.430.000 lot INFO pay senetlerinin 29 Eylül 2021 itibariyle Borsa İstanbul'daki kapanış fiyatı olan 4,03 TL ile çarpılması sonucu elde edilen 166.962.900 TL gerçeğe uygun değer kabul edilmiş ve 124.290 TL değer artışı oluşmuştur. INFO pay senetlerinin 30-60-90-180-365 günlük ortalamaları hesaplanmış ve 29 Eylül kapanış fiyatının bu ortalamalar arasında yer alması nedeniyle NAD hesabında 29 Eylül 2021 kapanış fiyatı baz alınmıştır.

INFO Kapanış ve Ortalama Fiyatlar, TL

29 Eylül Kapanış	4,03
30 Günlük Ortalama	3,89
60 Günlük Ortalama	3,77
90 Günlük Ortalama	3,84
180 Günlük Ortalama	4,29
365 Günlük Ortalama	4,33

Kaynak: Foreks FX Plus

- (4) Şirket'in Hedef PYS'deki ortaklık oranı olan %89,5'lik kısmında düşen değer işbu raporun 3.3 numaralı başlığı altında hesaplanan Hedef PYS'nin 367.425.168 TL'lik piyasa değeri ile çarpılarak 347.946.819 TL hesaplanmış ve 20.694.638 TL değer düşüklüğü oluşmuştur.
- (5) Şirketin 30.06.2021 tarihli bilançosunda, varlıkların gerçeğe uygun değerleri ile kayıtlı değerleri arasındaki farktan hesaplanan ertelenmiş vergi yükümlülüğü 87.388.672 TL'dir. 29 Eylül 2021 tarihli değerler sonucu yapılan düzeltmelerin ertelenmiş vergi yükümlülüğüne etkileri şu şekildedir: Kısa ve uzun vadeli HDFGS paylarında herhangi bir değer değişikliği olmadığı için ertelenmiş vergi yükümlülüğüne etkisi 0 TL'dir. Uzun vadeli INFO paylarındaki 124.290 TL'lik değer artışının etkisi +24.858 TL'dir. 530.288 TL vadeli mevduat faiz gelirinin etkisi +106.058 TL'dir. Uzun vadeli Hedef PYS'deki - 20.694.638 TL değer düşüklüğünün etkisi -4.138.928 TL'dir.

Böylelikle Şirket'in varlıklarının rayiç değerlerinde 20.097.321 TL'lik bir düşüş meydana gelirken yükümlülüklerinin rayiç değerlerinde 4.008.012 TL azalış gerçekleşmiş ve Net Aktif Değer 30.06.2021 tarihindeki özkaynaklara göre 16.089.309 TL azalarak **584.416.175 TL** hesaplanmıştır.

3.5. Hedef Holding Çarpan Değerlemesi

Hedef Holding A.Ş.'nin çarpan değerlemesi için Borsa İstanbul'da işlem gören holding statüsündeki şirketlerin 29 Eylül 2021 tarihli piyasa değerleri ve 30 Haziran 2021 bilanço verileriyle hesaplanan çarpanları incelenmiştir. Holdinglerin portföy ve konsolidasyon yapıları standart olmadığı için gelir bazlı çarpanlar olan F/K, FD/FAVÖK ve

FD/Ciro çarpanları değerlemede kullanılmamış, sadece PD/DD çarpanı dikkate alınmıştır. İncelenen 43 adet holding statüsündeki şirketlerin PD/DD ortalaması 1,981x ve medyanı 1,353x hesaplanmıştır. Bu şirketler arasından kurumlar vergisi avantajı olan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları elimine edilmiş, PD/DD çarpanı 3'ten yüksek şirketler elimine edilmiş, kalan 29 şirketin PD/DD çarpanlarının ortalaması 1,213x ve medyanı 1,092x hesaplanmıştır. Hedef Holding'in değerlemesinde daha düşük olan medyan çarpanı kullanılmıştır. 1,092x PD/DD çarpanı ile 30.06.2021 tarihli bilançodaki özkaynak rakamı olan 600.505.484 TL çarpılarak Hedef Holding için 655.924.888 TL değer tespit edilmiştir.

Hedef Holding Çarpan Değerlemesi, TL	29.09.2021
Kullanılan PD/DD çarpanı	1,092
Hedef Holding 2021/06 Özkaynak	600.505.484
Hesaplanan Değer	655.924.888

BİST Holding Şirketleri 30.06.2021 Özkaynaklar & Piyasa Değerleri*, Milyon TL

Kod	Ad	Özkaynak	PD	PD/DD
AKYHO	Akdeniz Yatırım Hold.	140	253	1,81
ALARK	Alarko Holding	2.392	3.750	1,57
AGHOL	Anadolu Grubu Holding	6.743	5.543	0,82
AWHOL	Avrupa Yatırım Holding	34	176	5,25
BERA	Bera Holding	2.512	3.689	1,47
BRYAT	Borusan Yat. Paz.	3.691	9.323	2,53
DAGHL	Dağı Yatırım Holding	31	137	4,42
DERHL	Derlüks Yatırım Holding	68	139	2,05
DOHOL	Doğan Holding	9.658	6.621	0,69
ECILC	Eczacıbaşı İlaç	5.409	3.981	0,74
ECZYT	Eczacıbaşı Yatırım	2.902	3.927	1,35
EUHOL	Euro Yatırım Holding	65	114	1,76
GLYHO	Global Yat. Holding	966	1.326	1,37
GOZDE	Gözde Girişim	4.223	2.214	0,52
GSDHO	GSD Holding	1.942	1.112	0,57
GLRYH	Güler Yat. Holding	247	293	1,18
HDFGS	Hedef Girişim	629	781	1,24
HUBVG	HUB Girişim	88	302	3,45
INVEO	İnveo Yatırım Holding	874	3.135	3,59
IEYHO	İşıklar Enerji Yapı Hol.	449	544	1,21
IHLAS	İhlas Holding	1.183	840	0,71
IHYAY	İhlas Yayın Holding	370	351	0,95
ISGSY	İş Girişim	263	612	2,33
ITTFH	İttifak Holding	650	515	0,79
KCHOL	Koç Holding	51.142	56.551	1,11
MARKA	Marka Yatırım Holding	14	92	6,36
MZHL	Mazhar Zorlu Holding	117	349	2,97
METUR	Metemur Yatırım	44	174	4,00
METRO	Metro Holding	921	402	0,44
NTHOL	Net Holding	3.726	2.735	0,73
OSTIM	Ostim Endüstriyel Yat	225	291	1,29
POLHO	Polisan Holding	1.833	2.002	1,09
RALYH	Rel Yatırım Holding	78	411	5,26
RHEAG	Rhea Girişim	20	79	3,99
SAHOL	Sabancı Holding	41.476	19.486	0,47
SISE	Şişe Cam	25.685	25.026	0,97
TAVHL	TAV Havalimanları	10.241	9.482	0,93
TKFEN	Tekfen Holding	6.829	5.091	0,75
TRCAS	Turcas Petrol	289	884	3,06
UNLU	Ünlü Yatırım Holding	522	1.006	1,93
VERUS	Verusa Holding	618	3.198	5,17
VERTU	Verusaturk Girişim	791	1.071	1,35
YESIL	Yeşil Yatırım Holding	477	452	0,95
Bütün Şirketler Ortalama		4.432	4.150	1,981
Bütün Şirketler Medyan		650	884	1,353
PD/DD'si 3'ten Küçük ve GSYO'lar Hariç Ortalama		6.296	5.696	1,213
PD/DD'si 3'ten Küçük ve GSYO'lar Hariç Medyan		1.833	1.326	1,092

Kaynak: Finnet, *29 Eylül 2021 İtibariyle

3.6. Hedef Holding Adil Değer & Halka Arz Değeri

Hedef Holding için NAD metodundan hesaplanan **584.416.175 TL** ve çarpan metodundan hesaplanan **655.924.888 TL** değere eşit ağırlık verilerek **620.170.532 TL** adil piyasa değeri hesaplanmıştır. Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesi 250.000.000 TL olup **pay başı adil değer 2,48 TL**'ye denk gelmektedir. Adil değer üzerinden **%21,0 halka arz iskontosu** uygulanarak **1,96 TL** pay başı halka arz talep toplama fiyatı hesaplanmıştır.

Hedef Holding Halka Arz Değeri, TL		29.09.2021
Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Ağırlık
Net Aktif Değer	584.416.175	50%
Çarpan	655.924.888	50%
Adil Piyasa Değeri	620.170.532	
Ödenmiş Sermaye	250.000.000	
Adil Pay Başı Değer	2,48	
Halka Arz İskontosu	21,0%	
Halka Arz Piyasa Değeri	490.000.000	
Halka Arz Talep Toplama Fiyatı	1,96	



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

4. Ekler

Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı

İlker Şahin olarak, iş bu değerlendirme çalışmasını gerçekleştirebilmek için gerekli olan akademik eğitime, mesleki bilgi ve tecrübeye, teknik niteliğe ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na sahip olduğumu; değerlemeyi gerçekleştirirken bağımsızlık ilkelerine uyduğumu beyan ederim.

Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı



Sermaye Piyasası
Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı

Tarih : 01.06.2016 No : 211071

SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i (VII-128.7) uyarınca

İlker ŞAHİN

Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansını almaya hak kazanmıştır.



Levent HANLIOĞLU
LİSANSLAMA VE SİCİL MÜDÜRÜ



Tuha ERTUGAY YILDIZ
GENEL MÜDÜR



Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri

Şirket'in TMS/TFRS'ye göre hazırlanmış mali verileri üzerinden değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir. Şirketin mali verileri işbu raporun 2 numaralı bölümü altında gösterilmektedir.

Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı

Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak iş bu değerleme raporunu hazırlarken;

- Şirket değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu olarak beyan ederiz.
- Şirket değerleme çalışmasının Türkiye Sermaye Piyasaları Birliğinin 9 Ekim 2019 tarihli 42 no'lu "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemeleri İçin Hazırlanan Raporlarda Bulunması Gereken Asgari Hususlar" genelgesine uygun olduğunu olarak beyan ederiz.
- Değerleme Uzmanı'nın değerleme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kaldığını beyan ederiz.
- Raporun kapsamının hiçbir fayda şartına bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmış olduğunu beyan ederiz.
- Raporda sunulan bulgular ve kullanılan tüm bilgiler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılamamıştır. Söz konusu bilgilerin ve bulguların sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde tüm önemli yönleriyle gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özenin gösterildiğini beyan ederiz.
- Pazar Değeri'nin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulunun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen
 - Kurul'ca kısmi veya geniş yetkili olarak yetkilendirilen ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden aracı kurumlar
 - Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne veya değerleme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olması,
 - Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunması,
 - Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olması,
 - Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunması,
 - Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olmasışartlarını haiz olduğumuzu beyan ederiz.

Saygılarımızla,


Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı

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

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, 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.

Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler'e Uyum Beyanı

Şirket'in bu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Değerleme Çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan Değerleme Çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Bizim Menkul, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Bizim Menkul, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içerisinde kişisel çıkarlar gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme Ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Bizim Menkul Değerler olarak Değerleme Çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmekteyiz.



Bizim Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma & Kurumsal Finansman
Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe
Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17
34732 Kadıköy
Tel: +90 (216) 547 13 00

