



HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI ANONİM ŞİRKETİ

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

3 Şubat 2016



Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi **Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu**

1- Amaç

Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK", "Kurul") tarafından yayınlanan VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin ("Tebliğ") 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça hazırlanan fiyat tespit raporu halka arzın başlayacağı tarihten en az üç gün önce Kurul'un ilgili düzenlemeleri çerçevesinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") ilan edilir. Payların halka arzının konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi durumunda, fiyat tespit raporu konsorsiyum lideri ya da eş lider tarafından hazırlanır. Tebliğ gereği, Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ("Hedef GSYO", "Şirket" veya "HDFGS") için halka arz lideri olan A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital" veya "Yetkili Kuruluş") tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu 12.01.2015 tarihinde KAP'ta yayınlanmıştır.

Buna ek olarak, Tebliğ'in 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca, "Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan ve halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İkinden fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur. Payları Gelişen İşletmeler Piyasası'nda ("GİP") işlem gören ortaklıkların halka arzında görev alan yetkili kuruluş bulunmaması durumunda bu yükümlülük piyasa danışmanı tarafından yerine getirilir."

A1 Capital, sermaye piyasası mevzuatı ve taraflar arasındaki aracılık sözleşmesi çerçevesinde Hedef GSYO'nun halka arzına aracılık etmiştir.

A1 Capital, Hedef GSYO'nun halka arzına ilişkin izahname ve fiyat tespit raporunu hazırlamıştır. İzahname, fiyat tespit raporu ve diğer ilgili belgeler halka arzdan önce 12.01.2015 tarihinde KAP'ta yayınlanmıştır.

SPK'nın VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinde belirtilmiş olan "Değerlendirme Raporu"nun hazırlanması; halka arza ilişkin fiyat tespit raporunu hazırlayan, payların halka arzına aracılık eden A1 Capital'in yükümlülüğü olarak işbu raporla yerine getirilmektedir. İşbu rapor payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren söz konusu raporların ikincisi olarak hazırlanmıştır.

İşbu değerlendirme raporu, fiyat tespit raporunu müteakip, Tebliğ'in 29.maddesinin 4. fıkrası uyarınca A1 Capital tarafından hazırlanmış olup, amacı Hedef GSYO'nun 12.01.2015 tarihinde yayınlanmış olan 03.12.2014 tarihli fiyat tespit raporunda belirtilen varsayımlar ve halka arz fiyatı ile halka arz sonrasında oluşan değerler arasındaki farkın olası nedenlerini açıklamaktır. İşbu rapor değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

2- 03.12.2014 Tarihli Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Özet Bilgiler

Hedef GSYO'nun 03.12.2014 tarihli fiyat tespit raporunda;

- BİST-100 Endeksi çarpanları analizi,
- BİST- Tüm Endeksi çarpanları analizi ve
- BİST- GSYO çarpanları analizi yöntemleri uygulanmıştır.

Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre piyasa değerinin hesaplamasında;

- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanları kullanılmıştır.

BİST-100 Endeksi çarpanları, BİST- Tüm Endeksi çarpanları ve BİST - GSYO çarpanları yöntemlerine göre elde edilmiş şirket değerleri sırasıyla %33,33 - %33,33 - %33,34 oranında ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri 35.812.040 TL olarak belirlenmiş olup, %13,44 oranındaki halka arz iskontosu ile birlikte halka arz fiyatı 1,55 TL olarak tespit edilmiştir.

	PD/DD	PD/DD Çarpanına Göre HDFGS Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Değer
BİST - 100	1,58	37.544.443	33,33%	12.513.563
BİST - Tüm	1,54	36.711.678	33,33%	12.236.002
BİST - GSYO	1,39	33.180.787	33,34%	11.062.474
Toplam Şirket Değeri				35.812.040
Halka Arz İskontosu				13,44%
İskontolu Şirket Değeri				31.000.000
Halka Arz Fiyatı				1,55

3- Halka Arz

Hedef GSYO'nun izahname seti ile tasarruf sahiplerine satış duyurusu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 16.12.2014 tarih ve 35/1221 sayılı toplantısında onaylanmış, 14.950.000 TL nominal değerli şirket payları A1 Capital aracılığıyla 22 - 23 Ocak 2015 tarihinde Borsa İstanbul Birincil Piyasada Borsa'da Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemiyle halka arz edilmiştir. Söz konusu paylar 03.02.2015 tarihinde Borsa İstanbul Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görmeye başlamıştır.

4- Varsayımlar ve Gerçekleşmeler

Hedef GSYO halka arz fiyatının belirlenmesinde piyasa çarpanları yöntemi kullanılmış olup, indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi kullanılmamıştır. Dolayısıyla Şirket paylarının halka arz fiyatı belirlenirken, gelecek dönemlere ilişkin projeksiyon ve varsayımlar içermemiştir.

5- Mali Tablolar

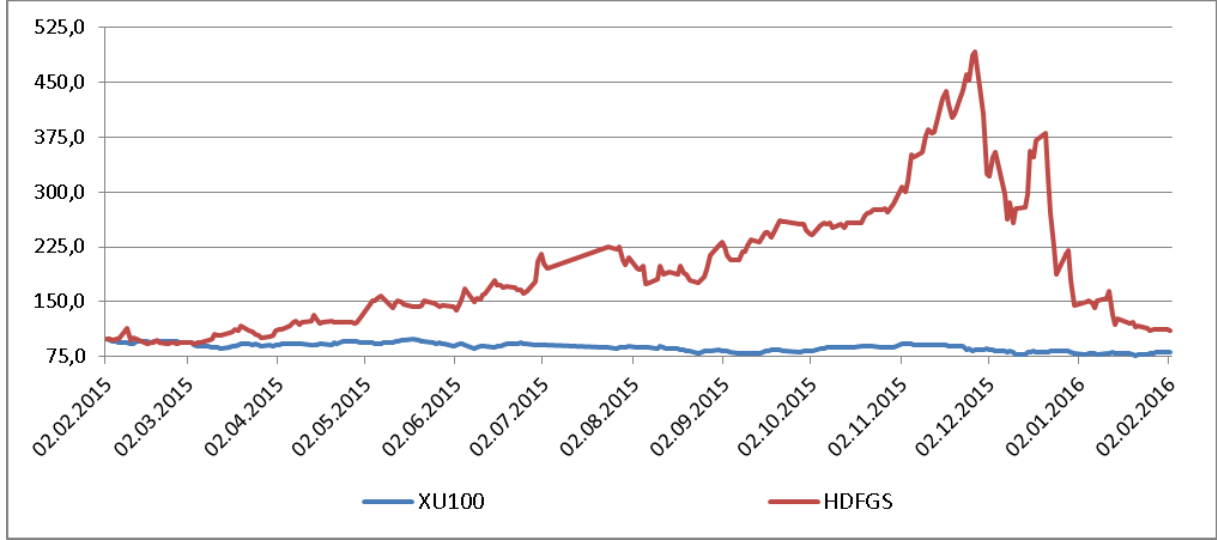
BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	Konsolide	Konsolide Olmayan (Yeniden Düzenlenmiş)	Konsolide Olmayan	Konsolide Olmayan
VARLIKLAR	31.12.2013	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Dönen Varlıklar	11.549.841	10.040.182	13.576.723	21.950.935
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.216.392	5.022.268	5.681.891	4.026.862
Finansal Yatırımlar	4.951.708	4.951.708	7.788.371	17.773.883
Ticari Alacaklar	0	0	0	0
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	0	0	0	0
Diğer Alacaklar	1.410	1.410	5.950	243
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	1.410	1.410	5.950	243
Stoklar	0	0	0	0
Peşin Ödenmiş Giderler	9.205	9.205	11.851	11.939
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	48.845	39.465	66.946	91.804
Diğer Dönen Varlıklar	322.281	16.126	21.714	46.204
Duran Varlıklar	22.855.167	24.885.486	22.583.060	9.545.657
Finansal Yatırımlar	21.760.000	24.796.187	22.502.939	9.468.204
Diğer Alacaklar	4.500	4.500	4.500	4.500
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	4.500	4.500	4.500	4.500
Maddi Duran Varlıklar	933.782	84.799	74.963	72.577
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	38.233	0	658	376
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	38.233	0	658	376
Ertelenmiş Vergi Varlığı	118.652	0	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	34.405.008	34.925.668	36.159.783	31.496.592
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.075.257	12.073.873	12.038.875	46.861
Ticari Borçlar	12.017.846	12.017.095	12.019.898	20.421
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	12.017.216	12.016.475	12.016.466	18.209
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	630	620	3.432	2.212
Diğer Borçlar	57.411	56.778	18.977	26.440
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	57.411	56.778	18.977	26.440
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7.508	7.509	14.462	10.029
Uzun Vadeli Karşılıklar	7.508	7.509	14.462	10.029
Çalışanlar Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	7.508	7.509	14.462	10.029
ÖZKAYNAKLAR	22.322.243	22.844.286	24.106.446	31.439.702
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	22.268.616	22.844.286	24.106.446	31.439.702
Ödenmiş Sermaye	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	0	0	-4.629	8.461
<i>Diğer Kazanç / Kayıplar</i>	0	0	-4.629	8.461
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	44.000	44.000	121.219	181.383
Geçmiş Yıllar Kar/(Zararları)	-53.312	60.942	2.723.067	3.679.692
Net Dönem Karı/(Zararı)	2.277.928	2.739.344	1.266.789	7.570.166
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	53.627	0	0	0
TOPLAM KAYNAKLAR	34.405.008	34.925.668	36.159.783	31.496.592

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	Konsolide	Konsolide (Yeniden Düzenlenmiş)	Konsolide Olmayan (Yeniden Düzenlenmiş)	Konsolide Olmayan
	31.12.2013	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Kar veya Zarar Kısımı				
Hasılat	3.070.000	1.170.000	11.819.905	44.192.271
Satışların Maliyeti (-)	-2.384.426	-910.000	-9.692.424	-
Brüt Kar / Zarar	685.574	260.000	2.127.481	8.094.632
Genel Yönetim Giderleri (-)	-117.702	-839.793	-1.090.039	-1.602.483
Pazarlama Giderleri (-)	0	0	0	0
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-71.079	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirleri	296.361	3.896.918	559.287	1.103.507
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderleri (-)	-3.256	-577.781	-329.940	-25.490
Esas Faaliyet Karı / Zararı	789.898	2.739.344	1.266.789	7.570.166
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar	0	0	0	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	789.898	2.739.344	1.266.789	7.570.166
Finansman Giderler (-)	0	-	-	-
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / Zararı	789.898	2.739.344	1.266.789	7.570.166
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri				
Dönem Vergi Gideri/Geliri	0	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	30.048	0	0	0
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı / Zararı	819.946	2.739.344	1.266.789	7.570.166
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI		-		
Dönem Karı/Zararı	819.946	2.739.344	1.266.789	7.570.166
Dönem Karı/Zararının Dağılımı				
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-61.737			
Ana Ortaklık Payları	881.683	2.739.344	1.266.789	7.570.166
Pay Başına Kazanç				
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç	0,1763	0,234	0,0633	0,3785

6- Fiyat Performansı

HDFGS payları 03.02.2015 tarihinde 1,55 TL baz fiyatla Borsa İstanbul Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görmeye başlamış olup, en yüksek 8,58 TL, en düşük ise 1,40 TL seviyelerini görmüştür. İşlem görmeye başladığı günden bu yana en yüksek kapanış fiyatı 7,64 TL, en düşük kapanış fiyatı ise 1,44 TL olmuştur. HDFGS halka açıldığı tarihten sonra yaklaşık 1 ay BİST – 100 Endeksine paralel bir seyir izlemesini takiben, Mart 2015 tarihinden itibaren ise fiyat performansı BİST – 100 Endeksiyle pozitif ayrılmıştır.

Aşağıdaki grafikte HDFGS ile BİST-100 Endeksi'nin, Şirket paylarının borsada işlem görmeye başladığı 03.02.2015 tarihinden itibaren göstermiş oldukları performans grafiği yer almaktadır. Buna göre HDFGS payları 02.02.2016 tarihli kapanış fiyatı olan 1,71 TL'ye göre halka arz fiyatının %10,3 artış gösterirken, BİST-100 Endeksinde ise aynı periyotta gerçekleşen %19,2'lik düşüş dikkate alındığında, HDFGS'nin BİST-100 Endeksine %36,5 daha iyi performans gösterdiği görülmektedir.



7- Fiyat Performansına Etki Eden Faktörler

Şirket paylarının halka arzı takiben yaklaşık 1 aylık periyotta genellikle halka arz fiyatının altında seyir izlediği görülmekte iken, Mart ayı ile birlikte ise fiyat performansı BİST – 100 Endeksiyle pozitif ayrılmıştır.

Şirketin hakim ortağı Hedef Finansal Hizmetler A.Ş. tarafından halka arz sonrasında halka arz teşviki ve ayrıca piyasadan yapılan alımlar ile birlikte şirketin artan karlılığına bağlı olarak Şirket paylarının performansı BİST – 100 Endeksi'nden pozitif ayrılmıştır.

2015 yılında Şirketin Hisse Senetleri Değerleme Artış Gelirleri, Menkul Kıymet Satış Karları, Finansal Yatırımlar Değer Artış Gelirleri kalemlerinde pozitif gelişmeler yaşanmış, ayrıca faiz gelirlerinde de faiz oranlarındaki artışa bağlı olarak artış yaşanmıştır.

Şirket 31.12.2015 döneminde 7.570.166 TL net dönem karı açıklamış olup, söz konusu kar rakamı Şirketin kuruluş tarihinden bu yana yakalanan en yüksek karlılığa işaret etmektedir.

Şirketin halka açıldığı dönemdeki 30.09.2014 tarihli özkaynakları 23.833.877 TL ve pay başına defter değeri 1,19 TL iken, Şirketin artan karlılığına ve varlık değerlemelerine bağlı olarak 31.12.2015 döneminde özkaynakları %30,4 artışla 31.439.702 TL'ye, pay başına defter değeri ise 1,57 TL'ye yükselmiştir.

Şirket paylarında Mayıs – Kasım döneminde yaşanan sert yükselişin ardından Şirket paylarında Aralık ayı ile birlikte hızlı geri çekilme yaşanmış, akabinde Ocak ayında ise Şirket paylarının halka arzında pay alan Ereğli Tekstil turizm Sanayi Ticaret A.Ş. ile birlikte Şirketin hakim ortağı Hedef Finansal Hizmetler'in şirket paylarında satışta bulunması pay fiyatı üzerine baskı kurmuştur. Bununla birlikte şirketin karlılığına bağlı olarak BİST – 100 Endeksi ile pozitif ayrışmasına devam ettiği görülmektedir.