

A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER AŞ

Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin Denetim Komitesi Tarafından Hazırlanan Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu - 1



**Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi
Levent Plaza Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/İSTANBUL**

18.08.2023

İÇİNDEKİLER

1. Değerlendirme Raporunun Konusu ve Gerekçesi.....	3
2. Açıklamalar.....	3
3. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler.....	4
3.1. Özsermaye Artık Getiri Modeli	5
3.2. Çarpan Analizi	5
3.3. Değerleme Sonucu	7
4. Değerlemeye Esas Teşkil Eden Varsayım ve Projeksiyonlar	7
5. Halka Arz Sonrası Finansal ve Operasyonel Performans	8
6. Sonuç ve Değerlendirme	8

1. DEĞERLENDİRME RAPORUNUN KONUSU VE GEREKÇESİ

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29/5. maddesi gereğince A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor Denetim Komitesi tarafından hazırlanmıştır.

2. AÇIKLAMALAR

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. fıkrasında yer alan; *“Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP’ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.”* hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

İşbu Değerlendirme Raporu, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler AŞ (“A1 Capital” veya “Şirket”) paylarının ilk halka arzında Tebliğ’in 29. maddesinin 2. fıkrası uyarınca halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin Denetim Komitesi’nin değerlendirmelerini içermektedir. Vakıf Yatırım Menkul Değerler AŞ (“Vakıf Yatırım”) tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu 02.06.2023 tarihinde KAP’ta yayınlanmış olup (Raporun tümüne erişmek için <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1155763>), Şirket payları 15.06.2023 tarihinde Borsa İstanbul Yıldız Pazar’da işlem görmeye başlamıştır.

3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler AŞ’nin pay başına halka arz fiyatının belirlenebilmesi amacıyla Vakıf Yatırım Menkul Değerler AŞ tarafından 27.03.2023 tarihinde hazırlanan ve 02.06.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (KAP) yayınlanan Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket’in 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihli Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS)’na göre hazırlanmış finansal tabloları baz alınmıştır.

Fiyat tespit raporunda aşağıdaki değerlendirme yöntemleri belirtilen şekilde ağırlıklandırılarak kullanılmıştır:

- a. Özsermaye Artık Getiri Modeli
- b. Çarpan Analizi

Bu yöntemlerden Özsermaye Artık Değer Modeli %50 ve Çarpan Analizi %50 oranında ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiş ve aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. Buna göre, Şirket’in halka arz öncesi Özsermaye Değeri 3.624.430.231.-TL olarak hesaplanmıştır. Söz konusu halka arz öncesi özsermaye değerine %31 oranında halka arz iskontosu uygulandığında 2.500.494.416.-TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Tablo 1	Değerleme Özeti	
A1 Capital Yatırım Menkul Değerler AŞ	Ağırlık	Özsermaye Değeri (TL)
Özsermaye Artık Getiri Modeli	%50	4.153.106.031
Çarpan Analizi	%50	3.095.754.431
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değer	%100	3.624.430.231
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri		3.624.430.231
Ödenmiş Sermaye (31.12.2022)		100.000.000
Halka Arz Öncesi Pay Fiyatı		36,24
Halka Arz İskonto Oranı		%31
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri		2.500.494.416
Halka Arz Öncesi Pay Başına Fiyat		25,00

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in piyasa değerinin hesaplanmasında aşağıdaki değerleme yöntemleri kullanılmıştır:

3.1 Özsermaye Artık Getiri Modeli

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in özsermaye değerinin tespiti amacıyla, Özsermaye Artık Getiri Modeli de hesaplamalara dahil edilmiştir. Özsermaye artık getirileri, özsermaye maliyeti ile bugüne indirgenerek Şirket için halka arz iskontosu öncesinde 4.153 Milyon TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Özsermaye maliyeti hesabında Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (Beklenen Getiri= Risksiz Faiz Oranı + Beta x Risk Primi) kullanılmış ve özsermaye maliyeti 2023-2032 projeksiyon döneminde aşağıdaki tabloda yer aldığı şekli ile hesaplanmıştır.

Tablo 2	Sermaye Maliyeti Projeksiyonu									
(%)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Sermaye Maliyeti %	22,9	22,4	21,9	21,4	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9
Risksiz Faiz Oranı %	17,4	16,9	16,4	15,9	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Risk Primi %	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu, KAP

Özsermaye Artık Getiri Modelinin sonuçları aşağıda yer almaktadır:

Tablo 3	Özsermaye Artık Getiri Modeli – (TL; 31.12.2022 İtibarı ile)
İndirgenmiş özsermaye artık getirilerinin toplamı	2.180.748.662
Özsermaye değeri	867.918.175
Devam eden özsermaye artık getirisinin bugünkü değeri	1.104.439.194
Projeksiyon dönemi son döneme ait özsermaye artık getirisi	1.061.805.387
Devam eden değer büyüme oranı	5,0%
Özsermaye maliyeti	20,9%
Özsermaye maliyeti-büyüme oranı	15,9%
Devam eden değer	7.016.335.158
İskonto faktörü	0,16
İndirgenmiş devam eden özsermaye artık getirisi	1.104.439.194
Toplam Özsermaye Değeri	4.153.106.031

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu, KAP

3.2 Çarpan Analizi

Çarpan Analizi kapsamında Şirket ile benzer olduğu düşünülen yurt içi ve yurt dışı şirketler incelenmiştir. Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörü göz önünde bulundurarak, finansal bir kuruluş olması nedeniyle Çarpan Analizi kapsamında "PD/DD" ve "F/K" çarpanlarının ve temkinli olmak adına sadece yurt içi çarpanların kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir. F/K çarpanlarından 5'in altı ve 20'nin üstündeki değerler kapsam dışı tutulmuş ve temkinli olmak adına medyan değerler kullanılmıştır. Benzer şirketlerin medyan PD/DD çarpanı Şirket'in 31.12.2022 sonu itibarıyla 867.918.175.-TL seviyesindeki özsermaye değeri ile, benzer şirketlerin medyan F/K çarpanı da Şirket'in 31.12.2022 dönemi yıllık net karı olan 571.394.385 TL ile çarpılarak Şirket için özsermaye değeri tespit edilmiştir. Her iki çarpandan gelen değere eşit ağırlık verilmiş ve böylece Şirket için Çarpan Analizi kapsamında ağırlıklandırılmış özsermaye değeri 3.095.754.431.-TL olarak tespit edilmiştir.

Tablo 4 Çarpan Analizi		
F/K Çarpanına Göre Değerleme	Çarpan Oranı	Ağırlık
Yurt İçi	7,1x	%100
Yurt Dışı	11,6x	%0
Ağırlıklandırılmış F/K	7,1x	100%
Net Kar (31.12.2022 itibarı ile son 12 Aylık; TL)	571.394.385	
Özsermaye Değeri (TL)	4.062.271.241	
FD/DD Çarpanına Göre Değerleme	Çarpan Oranı	Ağırlık
Yurt İçi	2,5x	%100
Yurt Dışı	2,8x	%0
Ağırlıklandırılmış PD/DD	2,5X	%0
Defter Değeri (31.12.2022 itibarı ile; TL)	867.918.175	
Özsermaye Değeri (TL)	2.129.237.621	
Çarpan Analizine Göre Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
F/K	4.062.271.241	50%
PD/DD	2.129.237.621	50%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	3.095.754.431	

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu, KAP

3.3 Değerleme Yöntemi Sonucu

Şirket için değer tespiti çalışmasında Özsermaye Artık Getiri Modeli ve Çarpan Analizi olmak üzere iki yöntemle göre değer tespiti yapılmış ve her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılmıştır. Buna göre ağırlıklandırılmış Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri 3.624.430.231.-TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu Halka Arz Öncesi Özsermaye Değerine %31 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 2.500.494.416.-TL seviyesinde Halka Arz İskontolu Özsermaye Değerine ulaşılmakta olup, 31.12.2022 sonu itibarıyla 100.000.000.-TL seviyesindeki ödenmiş sermayeye göre Halka Arz İskontolu Birim Hisse Fiyatı 25.-TL olarak tespit edilmiştir.

4. DEĞERLEMESİNE ESAS TEŞKİL EDEN VARSAYIM VE PROJEKSİYONLAR

Özsermaye Artık Getiri Modeli'ne göre; **i)** Şirket için gelecek 10 yıllık projeksiyon dönemi için (2023- 2032) tespit edilen özsermaye artık getirilerinin bugünkü değeri, **ii)** Nihai özsermaye artık getirisinin (uç değer) bugünkü değeri ve **iii)** Şirket'in 31.12.2022 sonu itibarıyla özsermayesi toplanarak Şirket özsermaye değeri tespit edilmektedir. Özsermaye Artık Getiri Modeli kapsamında Şirket için gelecek 10 yıllık projeksiyon dönemine yönelik (2023-2032) gelir tablosu projeksiyonları yapılarak özsermaye artık getirilen tespit edilmiştir. Sektör işlem hacimlerinin (pay işlem hacmi, VİOP işlem hacmi, kaldıraçlı alım-satım işlem hacmi, SGMK ve repo işlem hacmi) projeksiyonu yapılırken, geçmiş yıllardaki gerçekleştirmeler incelenmiş olup, projeksiyon dönemi boyunca her yıl yıllık enflasyon (TÜFE) oranı ve GSYH büyümesi toplamı kadar artacağı varsayılmıştır. Al Capital'in işlem hacmi tahminleri yapılırken ise, sektördeki geçmiş dönem pazar payı performansı incelenmiş ve Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda gelecek dönem projeksiyonları bu doğrultuda yapılmıştır. Söz konusu Fiyat Tespit Raporu'nda Al Capital'in;

- Pay piyasası pazar payının projeksiyon döneminde ortalama %3,5
- VİOP (varant ve sertifikalar dahil) piyasası pazar payının projeksiyon döneminde ortalama %1,9
- Kaldıraçlı alım-satım işlemleri pazar payının projeksiyon döneminde ortalama %0,2
- SGMK ve repo işlemleri payının projeksiyon döneminde ortalama %0,12

Seviyelerinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Al Capital için öngörülen işlem hacimleri ve komisyon oranları üzerinden aracılık gelirleri tahmin edilmiştir. Buna göre, Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca;

- Pay piyasası komisyon oranının ortalama %0,0122
- VİOP komisyon oranının ortalama %0,0096
- Kaldıraçlı işlemler komisyon oranının ortalama %0,0326
- SGMK ve repo komisyon oranının ortalama %0,0007

Seviyesinde olacağı varsayılmıştır.

Şirket tarafından 2023 – 2032 yıllarına ilişkin hazırlanan projeksiyonlar doğrultusunda Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na baz oluşturan veriler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5	Gelir Tablosu Projeksiyonu									
(TL; 000.000)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Hasılat	22.221	30.145	37.519	44.820	51.301	58.739	67.256	77.009	88.175	100.960
Brüt Kar	982	1.325	1.638	1.942	2.206	2.525	2.891	3.311	3.791	4.340
Faaliyet Karı	790	1.064	1.314	1.554	1.762	2.017	2.309	2.644	3.028	3.467
Dönem Karı	461	619	762	898	1.014	1.161	1.329	1.522	1.742	1.995

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu, KAP

5. HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL VE OPERASYONEL PERFORMANS

Şirket paylarının 15.06.2023 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından 2023 yılı 6 aylık finansal verilerini açıklanmıştır. Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan finansal tablolara ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 6	A1 Capital - Gelir Tablosu (TL)			
Gelir Tablosu (TL)	30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021
Satışlar	8.118.986.410	4.004.055.707	15.159.066.695	6.383.982.336
Satışların Maliyeti	7.669.287.996	3.709.786.148	14.158.730.436	6.112.774.232
Brüt Kar	449.698.414	294.269.559	1.000.336.259	271.208.104
Genel Yönetim Giderleri	82.900.873	45.456.658	113.099.813	58.936.746
Pazarlama Giderleri	68.837.969	42.718.925	75.469.378	40.223.782
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	174.010.597	119.557.453	126.861.602	57.187.567
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	41.123.563	36.173.593	67.748.918	27.901.735
Esas Faaliyet Karı	430.846.606	289.477.836	870.879.752	201.333.408
Yatırımlardan Gelir/Giderler (Net)	903.746	835.623	10.183.521	777.230
Finansman Gid. Öncesi Faaliyet Karı	431.750.352	290.313.459	881.063.273	202.110.638
Finansman Gelirleri	20.927.048	12.449.780	6.922.275	6.928.908
Finansman Giderleri	133.954.708	64.273.636	159.282.434	59.348.374
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	318.722.692	238.489.603	728.703.114	149.691.172
Vergi Gideri	31.083.507	997.487	157.308.729	41.843.934
Net Kar	287.639.185	237.492.116	571.394.385	107.847.238

Kaynak : Bağımsız Denetim Raporu, KAP

Tablo 7	A1 Capital – Bilanço		
Seçilmiş Bilanço Kalemleri (TL)	30.06.2023	31.12.2022	31.12.2021
Nakit ve Nakit Benzerleri	930.685.667	365.280.907	138.616.535
Finansal Yatırımlar	164.866.073	434.489.875	51.078.955
Ticari Alacaklar	2.121.057.882	1.623.290.408	657.136.685
Toplam Dönen Varlıklar	3.405.919.362	2.439.273.061	851.508.753
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	11.220.000	11.220.000	2.205.000
Maddi Duran Varlıklar	35.922.456	34.566.404	27.244.796
Toplam Duran Varlıklar	78.858.545	64.938.995	42.045.725
Toplam Varlıklar	3.484.777.907	2.504.212.056	893.554.478
Kısa Vadeli Borçlanmalar	540.569.428	816.409.657	224.452.003
U.V. Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.144.848	4.261.029	8.157.606
Ticari Borçlar	737.202.078	661.378.536	330.388.489
Kısa Vadeli Karşılıklar	58.849.352	42.939.247	6.670.834
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.443.823.116	1.564.776.753	588.233.083
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11.297.806	71.517.128	8.695.590
Özkaynaklar	2.029.656.985	867.918.175	296.625.805
Toplam Yükümlülükler	3.484.777.907	2.504.212.056	893.554.478

Kaynak : Bağımsız Denetim Raporu, KAP

Şirket'in Vakıf Yatırım tarafından yazılan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan projeksiyonlar ve 30.06.2023 bilanço dönemi itibarıyla gerçekleştirmeler takip eden tabloda özetlenmiştir.

Tablo 8	30.06.2023 Özet Finansallar Projeksiyon ve Gerçekleşen Karşılaştırması			
(TL)	30.06.2022 Gerçekleşme	30.06.2023 Gerçekleşme	31.12.2023 Projeksiyon	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	8.644.483.107	8.118.986.410	22.220.529.989	36,5%
Brüt Kar	317.375.333	449.698.414	982.434.335	45,8%
Faaliyet Karı	282.591.447	430.846.606	790.290.310	54,5%
Vergi Öncesi Kar	229.986.33	318.722.692	576.440.752	55,3%
Vergi	56.145.470	31.083.507	115.288.150	27,0%
Net Kar	173.840.864	287.639.185	461.152.602	62,4%

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu, KAP

6. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Özsermaye Artık Getiri Modeli'ne göre hasılat 2023 yılının ilk altı ayında 2023 sonu itibarı ile projekte edilen hasılat tutarının %36,5'i seviyesinde gerçekleşmiştir. Fiyat Tespit Raporu'nda 2023 yılının brüt karının 982,4 Milyon TL seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmüş ve yılın ilk yarısında brüt kar gerçekleşmesini %45,8 seviyesinde karşılamıştır. Faaliyet karının gerçekleşme oranı ise yılın ilk altı ayında %54,5'tir. 2023 yılının ilk altı aylık finansal sonuçlarına göre vergi öncesi kar 318,7 Milyon TL seviyesinde gerçekleşmiş ve 2023 yıl sonu projeksiyonunun %55,3'ünü karşılamıştır. Şirket'in vergi sonrası net karı ise 2023 yılının ilk 6 aylık sonuçlarına göre 287,6 Milyon TL olarak gerçekleşmiş ve 2023 yılı için tahmin edilen 461,1 milyon TL'nin %62,4'ü oranında gerçekleşmiştir.

Kamuoyunun ve paydaşlarımızın bilgisine saygılarımızla arz olunur.

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Denetimden Sorumlu Komite

Hakan GÜÇLÜ
Komite Başkanı

Kemal ŞAHİN
Komite Üyesi