



HEDEF HOLDİNG A.Ş.

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin
Değerlendirme Raporu**

**Sermaye Piyasası Kurulu'nun
VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin
29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır**

11.05.2022

1. RAPORUN AMACI

Bu raporun amacı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi uyarınca Hedef Holding'in halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmedi ise nedeninin açıklanmasıdır.

2. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

Halka açılma aşamasında Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) tarafından hazırlanan ve Şirketimizin internet sitesi, BMD'nin internet sitesi, halka arza aracılık yapan konsorsiyum lideri Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin internet sitesi ile KAP'ta yatırımcıların bilgisine sunulan 30.09.2021 tarihli fiyat tespit raporunda (Rapor) kullanılan metotlar ve varsayımlar aşağıdaki şekildedir.

BMD tarafından Hedef Holding halka arz fiyatının tespitinde 30.06.2021 tarihli bağımsız denetimden geçmiş bilançodaki varlık ve yükümlülüklerin 29.09.2021 tarihli gerçeğe uygun değerlerinin farkını alarak Net Aktif Değer (NAD) metodu ile 30.06.2021 tarihli özkaynak tutarı ile benzer şirketleri Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanları kullanılarak çarpan analizi kullanılmıştır. NAD (Maliyet Yaklaşımı) ve Çarpan (Pazar Yaklaşımı) metodu eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.

2.1 Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

BMD tarafından 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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2.2. Net Aktif Değer (NAD) Metodu

BMD tarafından fiyat tespit raporunda kullanılan NAD varsayımları aşağıdaki şekildedir.

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 yapılmıştır. Hesap bazında yapılan düzeltmeler bir aşağıda 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	83.380.660
		UV HDFGS Değer Düşüklüğü Vergi Etkisi (5)		0	
		UV INFO Değer Düşüklüğü Vergi Etkisi (5)	87.388.672	24.858	
		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.
- (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.
- (4) Şirket'in Hedef PYŞ'deki ortaklık oranı olan %89,5'lik kısmında düşen değer işbu raporun 3.3 numaralı başlığı altında hesaplanan Hedef PYŞ'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 PYŞ'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.

31.03.2022 itibariyle Hedef Holding'in KAP'ta yayınlanan bilançosunda yer alan özkaynakları **828.925.781 TL** kaydedilmiştir. Bilançoda yer alan aktif hesaplar içinde sadece Hedef Portföy Yönetimi A.Ş.'nin piyasa değeri BMD tarafından 22.02.2022 tarihli değerlendirme raporuyla tespit edilmiştir. INFO ve HDFGS paylarının rayiç değeri borsa değerleri kabul edilirken diğer varlık ve yükümlülüklerin kayıtlı değerleri rayiç değer olarak kabul edilmiştir.

Hedef Holding A.Ş.'nin fiyat tespit raporunda Hedef Portföy Yönetimi A.Ş.'nin değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve 2022 ilk çeyrek gerçekleştirmeleri aşağıdaki şekildedir.

Hedef PYŞ 2022 Ç1 Varsayım&Gerçekleşmeler	2022 Ç1	2022 Tahmin	2022 Ç1 Gerçekleşme Oranı
Bireysel Portföy Büyüklüğü, TL	2.329.506.041	1.826.870.609	127,5%
Bireysel Komisyon Geliri, TL	2.763.314	10.358.356	26,7%
Toplam Fon Büyüklüğü	3.117.460.813	2.804.056.584	111,2%
Toplam Fon Komisyonu	10.011.415	40.744.273	24,6%
Net satışlar	97.217.897	51.102.629	190,2%
Toplam Maliyetler	-81.392.490	0	a.d.
Brüt Kar	15.825.407	51.102.629	31,0%
Toplam Genel Yön. Giderleri	2.638.497	6.993.777	37,7%
Faaliyet Karı	13.186.910	44.108.852	29,9%
FAVÖK	13.255.341	44.226.340	30,0%

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) metoduna göre 2022 yıl sonu yönetilen bireysel portföy büyüklüğü 1.826.870.609TL olarak tahmin edilmiştir. 31.03.2022 itibariyle gerçekleşen bireysel portföy büyüklüğü ise 2.329.506.041 TL'dir. Gerçekleşme oranı 31.03.2022 itibariyle %127,5 olmuştur. Bireysel portföy yönetiminden elde edilen komisyon geliri 2022 yılının tamamı için 10.358.356 TL tahmin edilirken 2022 ilk çeyrekte 2.763.314 TL gerçekleşmiş ve gerçekleşme oranı %26,7 olmuştur.

İNA metoduna göre 2022 yıl sonu yönetilen fon büyüklüğü 2.804.056.584 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.03.2022 itibariyle gerçekleşen fon büyüklüğü ise 3.117.460.813 TL'dir. Gerçekleşme oranı 31.03.2022 itibariyle %111,2 olmuştur. Fon yönetiminden elde edilen komisyon geliri 2022 yılının tamamı için 40.744.273 TL tahmin edilirken 2022 ilk çeyrekte 10.011.415 TL gerçekleşmiş ve gerçekleşme oranı %24,6 olmuştur.

İNA metoduna göre 2022 yılsonu brüt karı 51.102.629 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.03.2022 itibariyle gerçekleşen brüt kar ise 15.825.407 TL'dir. Gerçekleşme oranı %31,0 olmuştur.

İNA metoduna göre 2022 yılsonu faaliyet giderleri 6.993.777 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.03.2022 itibariyle gerçekleşen faaliyet giderleri ise 2.638.497 TL'dir. Gerçekleşme oranı %37,7 olmuştur.

İNA metoduna göre 2022 yılsonu faaliyet karı 44.108.852 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.03.2022 itibariyle gerçekleşen faaliyet karı ise 13.186.910 TL'dir. Gerçekleşme oranı %29,9 olmuştur.

İNA metoduna göre 2022 yılsonu FAVÖK 44.226.340 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.03.2022 itibariyle gerçekleşen FAVÖK ise 13.255.341 TL'dir. Gerçekleşme oranı %30,0 olmuştur.

Sonuç olarak; Hedef Holding'in halka arz fiyatının belirlenmesinde Hedef PYŞ'nin değer tespitinde 2022 yılı için esas alınan varsayımları 2022 yılının ilk çeyreğinde gerçekleştirilerek hedeflerin bir miktar üzerinde bir performans ortaya koyduğu tespit edilmiştir.

Denetimden Sorumlu Komite Başkanı
Sümeyye Atar AVCI

Denetimden Sorumlu Komite Üyesi
Cihangir YERSEL