



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**

22.08.2023

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
		16.886.468 Lot HDFGS (2)	46.268.923	-1	46.268.922
Finansal Yatırımlar	46.665.059	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.
- (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.

30.06.2023 itibariyle Hedef Holding'in KAP'ta yayınlanan bilançosunda yer alan özkaynakları **1.887.654.380 TL** kaydedilmiştir. Bilançoda yer alan aktif hesaplar içinde sadece Hedef Portföy Yönetimi A.Ş.'nin piyasa değeri BMD tarafından 27.02.2023 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 2023 6 aylık gerçekleştirmeleri aşağıdaki şekildedir.

Hedef PYŞ 2023 6A Varsayım&Gerçekleşmeler	2023 6A	2023 Tahmin	2023 Gerçekleşme Oranı
Net satışlar	1.468.485.543	66.103.054	2221,5%
Toplam Maliyetler	1.416.393.260	0	a.d.
Brüt Kar	52.092.283	66.103.054	78,8%
Toplam Genel Yön. Giderleri	29.027.483	8.369.035	346,8%
Faaliyet Karı	23.064.800	57.734.019	40,0%
FAVÖK	23.860.885	57.851.507	41,2%

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) metoduna göre 2023 yılsonu brüt karı 66.103.054 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2023 itibariyle gerçekleşen brüt kar ise 52.092.283 TL'dir. Gerçekleşme oranı -%78,8 olmuştur.

İNA metoduna göre 2023 yılsonu faaliyet giderleri 8.369.035 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2023 itibariyle gerçekleşen faaliyet giderleri ise 29.027.483 TL'dir. Gerçekleşme oranı %346,8 olmuştur.

İNA metoduna göre 2023 yılsonu faaliyet karı 57.734.019 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2023 itibariyle gerçekleşen faaliyet karı ise 23.064.800 TL'dir. Gerçekleşme oranı %40,0 olmuştur.

İNA metoduna göre 2023 yılsonu FAVÖK 57.851.507 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2023 itibariyle gerçekleşen FAVÖK ise 23.860.885 TL'dir. Gerçekleşme oranı %41,2 olmuştur.

Sonuç olarak; Hedef Holding'in halka arz fiyatının belirlenmesinde Hedef PYŞ'nin değer tespitinde 2023 yılı için esas alınan varsayımların gerçekleşme oranına bakıldığında 2023'ün ilk yarısı itibariyle gelir ve brüt kar öngörülenin üzerinde olmasına rağmen faaliyet giderlerinin yüksek enflasyon nedeniyle öngörülenden daha fazla olması faaliyet karı ve FAVÖK'te beklentinin bir miktar altında olmasını beraberinde getirmiştir.

Denetimden Sorumlu Komite Başkanı
Sümeyye Atar AVCİ

Denetimden Sorumlu Komite Üyesi
Cihangir YERSEL