



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**

07.11.2023

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 İfo 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. 2023/09 Varsayım Değerlendirme Raporu 07.11.2023

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 Düzeltme	Rayiç Değer
Nakit ve Nakit Benzerleri	12.767.478	Kasa 8.724 Vadesiz Mevduat 95.158 Vadeli Mevduat (1) 12.663.596	0 0 530.288
Finansal Yatırımlar	46.665.059	16.886.468 Lot HDFGS (2) 46.268.923 Serbest Fon 396.136	-1 0
Diğer Alacaklar	35.949	Diğer Alacaklar 35.949	0
Peşin Ödenmiş Giderler	4.923	Peşin Ödenmiş Giderler 4.923	-4.923
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	112.729	Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar 112.729	0
Diğer Dönen Varlıklar	261.688	Devreden KDV 261.688	-52.338
Toplam Dönen Varlıklar	59.847.826	Dönen Varlıklar 59.847.826	473.027
			60.320.853

Duran Varlıklar	Kayıtlı Değer Detay	Kayıtlı Değer Düzeltme	Rayiç Değer
Finansal Yatırımlar	627.657.094	41.430.000 lot INFO (3) 166.838.610 40.612.526 Lot HDFGS (2) 111.278.321 4.475.000 Lot Hedef PYŞ (4) 349.540.163	124.290 0 -20.694.638
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	700.000	Arsalar 700.000	0
Maddi Duran Varlıklar	28.113	Arsa ve Demirbaş 28.113	0
Kullanım Hakkı Varlıkları	493.001	Kiralama Borcu Varlıkları 493.001	0
Toplam Duran Varlıklar	628.878.208	628.878.208	-20.570.347
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 Düzeltme 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

Uzun Vadeli Yükümlülükler	Kayıtlı Değer Detay Kayıtlı Değer Düzeltme 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) 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
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.

30.09.2023 itibariyle Hedef Holding'in KAP'ta yayınlanan bilançosunda yer alan özkaynakları **2.490.431.123 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 9 aylık gerçekleştirmeleri aşağıdaki şekildedir.

Hedef PYŞ 2023 9A Varsayım&Gerçekleşmeler	2023 9A	2023 Tahmin	2023 Gerçekleşme Oranı
Net satışlar	2.679.917.705	66.103.054	4054,2%
Toplam Maliyetler	2.474.518.166	0	a.d.
Brüt Kar	205.399.539	66.103.054	310,7%
Toplam Genel Yön. Giderleri	47.742.140	8.369.035	570,5%
Faaliyet Karı	157.624.218	57.734.019	273,01%
FAVÖK	158.171.017	57.851.507	273,41%

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) metoduna göre 2023 yılsonu brüt karı 66.103.054 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2023 itibariyle gerçekleşen brüt kar ise 205.399.539 TL'dir. Gerçekleşme oranı %310,7 olmuştur.

İNA metoduna göre 2023 yılsonu faaliyet giderleri 8.369.035 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2023 itibariyle gerçekleşen faaliyet giderleri ise 47.742.140 TL'dir. Gerçekleşme oranı %570,5 olmuştur.

İNA metoduna göre 2023 yılsonu faaliyet karı 57.734.019 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2023 itibariyle gerçekleşen faaliyet karı ise 157.624.218 TL'dir. Gerçekleşme oranı %273,01 olmuştur.

İNA metoduna göre 2023 yılsonu FAVÖK 57.851.507 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2023 itibariyle gerçekleşen FAVÖK ise 158.171.017 TL'dir. Gerçekleşme oranı %273,41 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 9 aylık döneminde gelir ve brüt kar öngörülenin üzerindeyken faaliyet giderleri de yüksek enflasyon nedeniyle öngörülenden daha fazla kaydedilmiştir. Brüt karda öngörülenin üzerinde yaşanan artış neticesinde faaliyet karı ve FAVÖK 2023 yılında öngörülen tutarın oldukça üzerinde gerçekleşmiştir.

Denetimden Sorumlu Komite Başkanı
Sümeyye Atar AVCI

Denetimden Sorumlu Komite Üyesi
Cihangir YERSEL