

Bu rapor InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (InvestAZ) tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Ünlü Yatırım Holding A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Yapı Kredi Yatırım) tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arz Bilgileri	
İhraççı	Ünlü Yatırım Holding A.Ş.
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama, En İyi Gayret
Halka Arz Öncesi Sermaye	137.730.842 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	175.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	26,02%
Halka Arz Edilecek Hisseler Dağılımı (Nominal)	45.533.009 TL (8.263.851 TL ortak satışı +37.269.158 TL sermaye artırımı)
Halka Arz Fiyatı	6,90 TL
Halka Arz Büyüklüğü	314.177.762 TL
Halka Arz Tarihi	31 Mayıs-1 Haziran 2021
BİST İşlem Kodu	UNLU

Şirket Hakkında Bilgi

Ünlü & Co grubu yurt içi ve yurt dışında kurumsal finansman danışmanlığı, kurumsal satış ve araştırma, bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi, tahsili gecikmiş alacak yönetimi de dahil olmak üzere birçok branşta finansal danışmanlık ve aracılık hizmeti sunmaktadır. 31 Aralık 2020 tarih itibarıyla yurt içi ve yurt dışında toplam 467 çalışanı ve yerli ve yabancı iştirakleri ile Türkiye'nin yanı sıra ABD'nin New York eyaleti ve Birleşik Krallık'ın Londra şehrinde hizmet vermektedir

Ana Faaliyet Alanları

Ünlü & Co Grubu, hizmet verdiği sektörlerdeki faaliyetlerini kurumsal finansman danışmanlığı, bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi ve tahsili gecikmiş alacak yönetimi olmak üzere dört ana iş kolu altında sürdürmektedir.

1-Kurumsal Finansman Danışmanlığı

Kurumsal finansman danışmanlığı, 1996 yılında itibaren Ünlü & Co Grubu'nun finans sektöründe hizmet verdiği ana iş kollarından biridir. Ünlü & Co Grubu kurumsal finansman danışmanlık hizmetleri kapsamında alıcı ve satıcı taraflara şirket satın alma ve birleşmeleri; halka arz, yurt içinde ve yurt dışında tahvil, bono, eurotahvil (Eurobond), kredi bazlı borçlanma araçları (credit-linked note), paya dönüştürülebilir/değiştirilebilir tahviller (convertible bond), kira sertifikası/sukuk, varlığa dayalı menkul kıymetler ve sair borçlanma aracı ihraçları; borç, satın alma ve proje finansmanı,yapılandırılmış finansman, sermaye benzeri krediler ve finansal yeniden yapılandırma gibi borç sermaye piyasası işlemlerinde finansal ve stratejik

danışmanlık hizmetleri sunmaktadır. Kurumsal danışmanlık kolunda 24 çalışanı bulunmaktadır.

2-Kurumsal Satış ve Araştırma

Kurumsal satış ve araştırma , Ünlü & Co Grubu'nun 2005 yılında beri hizmet verdiği ana iş kollarından biridir. Ünlü & Co kurumsal satış ve araştırma faaliyetleri altında yurt içi ve yurt dışında teşkilatmış ve tezgahüstü sermaye piyasalarında aracılık faaliyetleri, sermaye piyasası araçlarına ilişkin blok satış hizmetleri, sermaye piyasaları alanında araştırma hizmetleri, vadeli işlem ve opsiyon piyasalarında aracılık hizmetleri, yüksek frekanslı işlemler (high frequency trading) ve doğrudan piyasa erişimi (direct market access) alanlarında hizmet sunmaktadır.

Ünlü & Co Grubu, kurumsal satış ve araştırma faaliyetleri kapsamında hem yurt içi hem de yurt dışı kurumsal yatırımcılara hizmet vermektedir. Yurt dışı kurumsal yatırımcı profili özellikle ABD, Avrupa ve Asya ülkeleri merkezli menkul kıymet yatırım fonları, risk(hedge) fonları ve emeklilik fonlarından oluşmaktadır. Yurt içi kurumsal yatırımcı profili ise Türkiye'de kurulmuş olan emeklilik fonları, portföy yönetim şirketleri, sigorta şirketleri ve SPK kapsamında tanımlanan diğer tüzel kişilerden oluşmaktadır.

Grup yurt içi ve yurt dışında hem TL hem de yabancı para cinsinden sermaye piyasası ürünlerinin ihracı ve blok satış işlemlerinde hizmet vermekte ve 31 Aralık 2020 itibarıyla bu kolda 7 çalışanı ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

Grup New York eyaletinde faaliyet gösteren Unlu Securities Inc ve Londra şehrinde faaliyet gösteren Unlu Securities UK Limited vasıtasıyla yurt dışı yatırımcılara doğrudan ulaşma imkanına da sahiptir.

3- Bireysel ve Kurumsal Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yönetimi

Bireysel ve kurumsal danışmanlığı 2017 yılından beri Ünlü & Co Grubu'nun finans sektöründe hizmet verdiği ana iş kollarından biridir. Ünlü & Co bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı müşterilerinin sahip olduğu portföyleri için yurt içi ve yurt dışı piyasalarla ilgili yatırım danışmanlığı hizmeti vermektedir. Portföy yönetimi 2006 yılından itibaren ana iş kollarından biri olmuştur. Grup yönettiği fonlar ile yurt içi ve yurt dışı piyasalarda bireysel ve kurumsal yatırımcılara hizmet vermektedir.

4- Tahsili Gecikmiş Alacak Yönetimi

Tahsili gecikmiş alacak yönetimi faaliyetleri 2003 yılından beri Ünlü & Co Grubu'nun finans sektöründe hizmet verdiği ana iş kollarından biridir. Ünlü & Co Grubu tahsili gecikmiş alacak yönetimi başlığı altında 2003 yılında danışman sıfatı ile ABD merkezli Lehman Brothers Inc.'nin Türkiye faaliyetlerine yönelik hizmet vermeye başlamıştır. Lehman Brothers Inc.'ye sunulan danışmanlık faaliyetleri kapsamında 250 milyon ABD doları tutarında anaparaya tekabül eden yaklaşık 700 borçludan oluşan bir portföyün yönetilmesinde danışmanlık hizmeti sunulmuştur.

Grup, 2009 yılında İstanbul Varlık Yönetim'i kurmuş ve tahsili gecikmiş alacak yönetimi kapsamında portföylere yatırım yapmaya başlamıştır. Grup, Türkiye'de yerleşik bankaların bireysel, KOBİ ve kurumsal tahsili gecikmiş alacak portföylerini devralmak suretiyle alacak yönetimi yapmaktadır.

Ünlü & Co Grubu, tahsili gecikmiş alacak faaliyetleri kapsamında bugüne kadar 310 milyon TL'nin üzerinde yatırım gerçekleştirmiş ve Türkiye'de yerleşik bankalardan toplam 3,7 milyar TL üzerinde anapara tutarlı 34 adet bireysel, KOBİ ve kurumsal tahsili gecikmiş alacak

portföyüne devralmıştır. Halihazırda 480 binin üzerinde müşterisine tahsili gecikmiş alacak yönetimi hizmeti sunmaktadır. Ünlü & Co Grubu'nun tahsili gecikmiş alacak portföyünde yer alan alacakların ortalama tahsilat süreleri sekiz ile on yıl arasında değişiklik göstermektedir. 31 Aralık 2020 tarihi ile bu kolda 281 çalışanı ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

Ana Faaliyetlere Göre Gelir Kırılımı						
Net Gelirler (Brüt Kar)	2018	Net Gelir Oranı (%)	2019	Net Gelir Oranı (%)	2020	Net Gelir Oranı (%)
Kurumsal Finansman	36.909	22,9	43.880	25,2	35.396	14,6
Kurumsal Satış	29.622	18,4	7.606	4,4	25.927	10,7
Bireysel & Kurumsal Yatırım "Danışmanlığı ve Portföy Yönetimi"	21.732	13,5	25.256	14,5	57.794	23,9
TGA	67.497	42,0	86.576	49,8	115.035	48
Diğer	5.081	3,2	10.657	6,1	7.605	3,1
Toplam	160.841	100	173.885	100	241.757	100

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı-Soyadı/ Ticaret Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	TL	%	TL	%
Mahmut Levent Ünlü	116.104.446	84,29%	107.840.595	61,62%
The Wellcome Trust Limited as Trustee of the Wellcome Trust	13.498.188	9,80%	13.498.188	7,71%
Standard Bank Group Limited	6.078.838	4,41%	6.078.838	3,47%
Ünlü Yatırım Holding A.Ş.	717.843	0,52%	717.843	0,41%
Diğer Şahıslar	1.331.527	0,98%	1.331.527	0,76%
Halka Açık	0	0	45.533.009	26,02%
Toplam	137.730.842	100,00%	175.000.000	100,00%

Halka Arz Gerekçesi ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Şirket, halka arz gelirlerinin %10'una denk gelen kısmı mevcut iş kollarında güncel teknolojileri adapte edip iş hacmini geliştirmek için, kurulması planlanan yatırım bankasının bilgi teknolojileri donanım ve yazılımlarının tedarik edilmesi amacıyla kullanmayı planlamaktadır. Halka arz gelirlerinin %25'ine denk gelen kısmının müşterilere sermaye ürünleri bazlı kredilendirme yapılması amacıyla kullanılması hedeflenmektedir. Halka arz gelirlerinin %20'sine denk gelen kısmının tahsili gecikmiş alacak iş kolu kapsamında yapılan tahsili gecikmiş portföyü alımlarında kullanılması hedeflenmektedir. %45'e denk gelen kısmın ise Şirket'in hazine bölümünde değerlendirilerek Şirket karlılığına katkıda bulunması planlanmaktadır. Ayrıca Şirket kurmayı planladığı yatırım bankasını BDDK olumlu bulması halinde halk arz gelirleriyle beraber daha da güçlenecek olan sermaye ve büyüyecek bilanço ile sermayelendirmeyi planlamaktadır.

Değerleme

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi (İNA) Yöntemi

Şirket'in kurumsal finansman birimi için birleşme ve satın alma işlem hacminin ve adedinin 2021 yılı ve sonrasında artış göstermesi beklenmektedir. Ayrıca, yurt içi halka arza aracılık ve borç danışmanlığı gelirlerinin de artış göstermesi öngörülmektedir. Bu iş biriminin satışlarının bir kısmı döviz bazlı olduğundan gelirler döviz kurundan da olumlu etkilenmektedir. Kurumsal finansman gelirleri için 2021-2028 yılları arasında artış beklentisi %13 YBBO'dur.

Kurumsal satış birimi için borsadaki işlem hacminin büyümesiyle hisse senedi ve VİOP işlemlerine aracılık komisyonu gelirlerinin ve yüksek frekanslı işlemler (high frequency trading) ve doğrudan piyasa erişimi (direct market access) platform gelirlerinin artış kaydetmesi beklenmektedir. Kurumsal satış gelirleri için 2021-2028 yılları arasında beklenen artış %17 YBBO'dur.

Bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı (DAHA birimi) henüz erken büyüme aşamasında olup hızlı bir büyüme kaydetmiştir. Projeksiyon periyodunda yatırım danışmanı başına gelir artışının sürmesi ve yatırım danışmanı sayısı artırılarak toplam gelirin büyümesi öngörülmektedir. Bu birim gelirleri için 2021-2028 yılları arasında beklenen artış beklentisi %25 YBBO'dur.

2020 yılında durgun geçen tahsili geçmiş alacak pazarının 2021 yılında tekrar büyümesi beklenmektedir. 2021 sonrasında toplam pazarın 2028 yılına kadar yıllık %15 seviyesinde büyümesi beklenmektedir. Buna bağlı olarak tahsili geçmiş alacak yönetimi için 2021-2028 yılları arasında artış beklentisi %16 YBBO'dur.

	Gelirlerin Projeksiyonu										
(milyon TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kurumsal Finansman	36,9	43,9	35,4	69,8	75,0	83,8	101,5	115,4	132,7	148,7	163,5
Kurumsal Satış	29,6	7,6	25,9	37,8	51,0	57,7	70,3	78,3	90,1	100,9	111,0
Bireysel & Kurumsal Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yönetimi											
	21,7	25,3	57,8	81,6	110,3	157,4	214,8	278,9	320,7	359,2	395,1
Tahsili Geçmiş Alacak Yönetimi	67,5	86,6	115,0	128,3	156,5	186,7	222,5	250,5	288,1	322,7	355,0
Diğer	5,1	10,6	7,76	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam	160,8	173,9	241,8	317,5	392,8	485,6	609,1	723,1	831,6	931,5	1024,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in faaliyette olduğu finans sektöründe hissedarlara olan nakit akışı daha önemli olmaktadır. Bu yüzden finansal şirketlerin iş modelini, sermaye yapısından arındırılmış, kaldıraç sonrası nakit akışına odaklanan özsermayeye serbest nakit akımları metoduyla değerlendirmek daha uygundur. Bu amaçla Şirket'i değerlerken indirgeme oranı olarak özsermaye maliyeti kullanılmıştır.

Özsermaye Maliyeti(2021-2028)	
Birim	2021-2028
Risksiz Getiri Oranı (TL)	15,0%
Hisse Senedi Risk Primi	5,5%
Beta	1,0
Özsermaye Maliyeti	20,5%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Firmaya serbest nakit akımları aşağıdaki gibi projekte edilmektedir. Terminal değer için ise büyüme oranı %7 kullanılmıştır.

Serbest nakit akımları ve terminal değer yıllara göre sabit %20,5 özsermaye maliyeti ile indirgenmiş ve net borç düşülerek özsermaye değeri **1.332.569.706 TL** olarak hesaplanmıştır.

İNA Tablosu								
(milyon TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Net Satışlar	317,4	392,7	485,6	609,1	723,2	831,7	931,5	1024,6
Yıllık Büyüme		24%	24%	25%	19%	15%	12%	10%
FVÖK	97,5	130,5	175,7	240,1	298,6	343,4	384,6	423,0
FVÖK Marjı	30,7%	33,2%	36,2%	39,4%	41,3%	41,3%	41,3%	41,3%
(-) Vergi Ödemeleri	24,4	30	35,1	48	59,7	68,7	76,9	84,6
(+) Amortisman	1,9	5,0	5,7	5,8	4,4	5,0	5,6	6,2
(-) Genel Yatırım Harcamaları	9,6	4,0	4,7	5,1	5,8	6,6	7,4	8,2
(+) Portföy Değer Düşüklüğü	26,3	32,0	38,2	45,6	51,3	59,0	66,1	72,7
(-) TGA Portföy Satın Alımları	70,0	85,0	100,0	120,0	144,0	165,6	185,5	204,0
(+) Net Borçlanma	42,0	51,0	60,0	72,0	86,4	99,4	111,3	122,4
(+) Net Faiz Geliri	-2,5	-3,9	3,6	14,8	30,4	35,0	39,2	43,1
Serbest Nakit Akışı (SNA)	61,2	95,5	143,5	205,0	261,6	300,8	336,9	370,6
İndirgeme Oranı	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%

SNA'nın Bugünkü Değeri	671,8
Terminal Büyüme Oranı	7,0%
Terminal Değerin Bugünkü Değeri	660,8
Özsermaye Değeri	1.332,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Şirket'in özsermaye değeri hesaplanırken Fiyat/Kazanç ve Fiyat/Defter Değeri çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. İki yonteme eşit ağırlık verilmiştir. Benzer şirketlerin çarpanları 5 Nisan 2021 itibarıyla "Bloomberg" platformundan elde edilmiştir.

Çarpan analizlerinde kullanılan değerler için 31.12.2019-31.12.2020 tarihleri arasındaki 12 aylık döneme ait özet gelir tablosu ve bilanço aşağıdadır.

Özet Gelir Tablosu			
(Milyon TL)	2018	2019	2020
Hasılat	1.853,30	2.013,90	2.577,40
Brüt Kar	160,8	173,9	241,8
Brüt Kar Marjı %	8,70%	8,60%	9,40%
Esas Faaliyet Karı	32,7	33,4	55,5
Net Kar	-4,7	12,8	61,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Özet Bilanço			
(Milyon TL)	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	300,4	276,8	400,1
Duran Varlıklar	179,6	206,1	202,5
Toplam Varlıklar	480,0	482,9	602,6
Kısa Vadeli Yükümlülükler	197,2	183,0	277,7
Uzun Vadeli Yükümlülükler	92,8	91,9	80,2
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	190,1	208,0	244,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Fiyat/Kazanç Çarpanı Yöntemi

Benzer Şirketler F/K Çarpanları	
Şirket	Güncel F/K
Lazard	12,5x
Evercore	14,7x
Moelis&Co	19,7x
Banco BTG Pactual	16,3x
PJT Partners	16,9x
Houlihan Lokey	17,3x
Gedik Yatırım	16,6x
İş Yatırım	6,5x
Info Yatırım	10,1x
Osmanlı Yatırım	13,2x
Global Menkul Değerler	13,9x
Minimum	6,5x
Ortalama	14,3x
Medyan	14,7x
Maksimum	19,7x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	
	(TL)
Net Kar(2020)	61.298.522
Benzer Şirketler F/K Çarpanı Medyanı(x)	14,7x
Hesaplanan Özsermaye Değeri	899.175.651

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Yöntemi Sonuçları			
Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri(TL)	Ağırlık	Özsermaye Katkısı (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	1.332.569.706	60%	799.541.824
Piyasa Çarpan Analizi			
Benzer Şirketler F/K Çarpanı Yöntemi	899.175.651	20%	179.835.130
Benzer Şirketler F/DD Çarpanı Yöntemi	1.262.902.495	20%	252.580.499
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			1.231.957.453

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Fiyat/Defter Değeri Çarpanı Yöntemi

Benzer Şirketler F/DD Çarpanı	
Şirket	Güncel F/DD
Lazard	5,2x
Evercore	4,5x
Moelis&Co	7,5x
Banco BTG Pactual	3,2x
PJT Partners	10,7x
Houlihan Lokey	3,5x
Gedik Yatırım	7,4x
İş Yatırım	3,2x
Info Yatırım	5,2x
Osmanlı Yatırım	7,5x
Global Menkul Değerler	4,2x
Minimum	3,2x
Ortalama	5,6x
Medyan	5,2x
Maksimum	10,7x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

F/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı (TL)	
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar (31.12.2020)	244.644.747
Benzer Şirketler F/DD Çarpanı Medyanı (x)	5,2x
Hesaplanan Özsermaye Değeri	1.262.902.495

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

SONUÇ

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri %60- %40 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Piyasa Çarpan Analizi içerisinde Fiyat/Kazanç ve Fiyat/Defter Değeri eşit ağırlıklandırılmıştır.

%60 -%40 ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi özsermaye değeri **1.231.957.453 TL** olarak hesaplanmıştır. Halka arz öncesi fiyattan hesaplanan iskonto oranı aşağıdadır.

Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı	
(TL)	Sonuç
Nominal Sermaye Tutarı	137.730.842
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	1.231.957.453
Halka Arz İskonto Oranı	%22,9
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	950.342.810
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	6,90

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yapı Kredi Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki Görüşümüz

Yapı Kredi Yatırım tarafından Ünlü Yatırım Holding Anonim Şirketi (Ünlü) için gerçekleştirilen fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, yeterli ve aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulmuş olduğunu düşünüyoruz.

Değerleme çalışmasında Nakit Akımları(İNA) ve Çarpanlar Analizinde de F/K, F/DD, çarpanlar yöntemlerine göre özsermaye değeri hesaplanmasını uygun buluyoruz.

İNA analizinde sadece özsermaye maliyetinin serbest nakit akımlarının indirgenmesinde kullanılmasını uygun buluyoruz.

Özellikle Bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı (DAHA) biriminin (2018-2020 yılları %63 YBBO) çok hızlı büyümesi sebebiyle %7 terminal büyüme oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

Yurt içinde ve yurt dışında kullanılan benzer şirketlerin Ünlü Yatırım Holding'le örtüşen şirketler olduğunu ve uygun olduklarını düşünüyoruz.

Ayrıca Çarpanlar yöntemine %40, İNA yöntemine de %60 ağırlık verilmesini, F/K ve F/DD'nin kendi içinde eşit ağırlıklandırılmasının uygun buluyoruz.

İNA yönteminde kullanılan verilerin Şirket yönetiminden gelecek yıllara ilişkin beklentileri yansıtacak şekilde oluşturulduğu ve Yapı Kredi Yatırım tarafından incelenerek projeksiyonlarda kullanıldığını düşünüyoruz.

Sonuç olarak, hesaplanan halka arz öncesi sermaye değeri üzerinden %22,9 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak , halka arz fiyatı hisse başına **6,90 TL**'yi makul buluyoruz.