



ÜNLÜ & Co

Ünlü Yatırım Holding Anonim Şirketi

Fiyat Tespit Raporu

7 Nisan 2021


YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL
DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Cömert Sok. No: 14 / A Blok
D:21-22-23-24-25-26 / Kat:30
Levent/Beşiktaş/İST. ŞİŞLİ No:26788
Menkul No:0338-0023-1910-0018
www.yapikredi-yatirim.com.tr

KISALTMALAR	5
RAPOR ÖZETİ	7
Raporun Amacı	7
Etik İlkeler	7
Sınırlayıcı Şartlar	7
Sorumluluk Beyanı	8
1. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	9
Genel Bakış	9
Tarihçe	9
Hissedarlık Yapısı	10
Ana Faaliyet Alanları	10
Özet Mali Durum	13
2. SEKTÖREL BİLGİLER	14
3. BÜYÜMEYİ DESTEKLEYEN BAŞLICA UNSURLAR	16
4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	19
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	19
Piyasa Çarpanları Analizi	19
5. DEĞERLEMeye İLİŞKİN ÖNEMLİ HUSUSLAR	20
Değerlemede Esas Alınan Finansal ve Operasyonel Veriler	20
Projeksiyonlar	20
6. BENZER ŞİRKETLER	24
7. ÜNLÜ YATIRIM HOLDİNG'İN DEĞERLEMESİ	26
7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	26
7.2. Piyasa Çarpanları Analizi	27
7.2.1. Fiyat / Kazanç Çarpanı Yöntemi	27
7.2.2. Fiyat / Defter Değeri Çarpanı Yöntemi	28
8. SONUÇ	29

Tablolar

Tablo 1: Şirket'in Güncel Pay Sahipliği.....	10
Tablo 2: Ana Faaliyet Alanlarına Göre Gelir Kırılımı	13
Tablo 3: Özet Gelir Tablosu	20
Tablo 4: Özet Bilanço	20
Tablo 5: Gelirlerin Projeksiyonu.....	21
Tablo 6: Faaliyet Karı Projeksiyonu	22
Tablo 7: Genel Yatırım Harcamaları	22
Tablo 8: TGA Portföy Satın Alımları	22
Tablo 9: Net Borçlanma Projeksiyonu	22
Tablo 10: Net Faiz Gelir/Gideri Projeksiyonu	23
Tablo 11: Kurumlar Vergisi Oranı	23
Tablo 12: Özsermaye Maliyeti (2021-2028)	23
Tablo 13: Benzer Şirketler	24
Tablo 14: İNA Tablosu	26
Tablo 15: Benzer Şirketler F / K Çarpanı.....	27
Tablo 16: F / K Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı	27
Tablo 17: Benzer Şirketler F / DD Çarpanı	28
Tablo 18: F / DD Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı.....	28
Tablo 19: Değerleme Yöntemleri Sonuçları.....	29
Tablo 20: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı	29

Şekiller

Şekil 1 Halka açık şirketlerin piyasa değeri/GSYH (Kasım 2020 itibarıyla) 14

KISALTMALAR

A Grubu	Şirket Esas Sözleşmesi uyarınca tanımlanan A grubu payları ifade etmektedir.
A.Ş.	Anonim Şirket
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
B Grubu	Şirket Esas Sözleşmesi uyarınca tanımlanan B grubu payları ifade etmektedir.
Bağlı Ortaklıklar	Ünlü Menkul Değerler A.Ş., Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş., İstanbul Varlık Yönetim A.Ş., DU Finansal Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ve Plato Finansal Danışmanlık Servisleri A.Ş.
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
Borsa İstanbul	Borsa İstanbul A.Ş.
CEO	Genel müdür (<i>Chief Executive Officer</i>)
Diğer İştirak	Otsimo Bilişim A.Ş.
Dundas Ünlü	Dundas Ünlü ve Company Müşavirlik Limited
FCA	Financial Conduct Authority
FVÖK	Faiz, Vergi Öncesi Kar
GSYH	Gayri safi yurt içi hasıla
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Mahmut Levent Ünlü
Halka Arz Edenler	Şirket ve Halka Arz Eden Pay Sahibi
İNA	İndirgenmiş Nakit Akışı
İstanbul Varlık Yönetim	İstanbul Varlık Yönetim A.Ş.
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KOBİ	Küçük ve orta boyutlu işletmeler
NİS	Net işletme sermayesi
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu

Şirket	Ünlü Yatırım Holding A.Ş.
Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFAS	Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu
TGA	Tahsili gecikmiş alacaklar
TL	Türk Lirası
TSPB	Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
Ünlü & Co Grubu	Şirket, Bağlı Ortaklıklar, Yabancı Bağlı Ortaklıklar ve Diğer İştirak
VIOP	Vadeli işlem ve opsiyon piyasası
Wellcome Trust	The Wellcome Trust Limited as Trustee of the Wellcome Trust
Yabancı Bağlı Ortaklıklar	Ünlü Alternative Asset Management Limited, Turkish Alternative Investments Limited, 212 LTD, Unlu Securities Inc. ve Unlu Securities Limited UK ve 212 II NOV20 A SERIES OF 212 I LLC
YBBO	Yıllık bileşik büyüme oranı

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Yapı Kredi Yatırım") ile Ünlü Yatırım Holding A.Ş. ("Şirket") arasında 11 Ocak 2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatici, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. ("A member firm of Ernst & Young Global Limited") tarafından 2018-2019-2020 yılları için hazırlanan bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin iş planı, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Yapı Kredi Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

Yapı Kredi Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Yapı Kredi Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuk olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

1. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Genel Bakış

1996 yılında bağımsız bir kurumsal finansman (corporate finance) danışmanlık şirketi olarak kurulan Ünlü & Co Grubu, uzman kadrosu ve güçlü altyapısı ile yerli ve yabancı, bireysel ve kurumsal yatırımcılara finans sektöründe geniş bir çerçevede hizmet ve çözümler sunmaktadır. Ünlü & Co Grubu, 31 Aralık 2020 tarihi 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.

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 dâhil olmak üzere birçok branşta finansal danışmanlık ve aracılık hizmeti sunmaktadır. Bu danışmanlık hizmetlerinin yanı sıra, Ünlü & Co Grubu, kurumsal satış ve araştırma hizmetleri kapsamında, satış, sermaye piyasası işlemlerinde aracılık ve hazine işlemleri gerçekleştirirken; bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi başlığı altında, bireysel ve kurumsal müşterilerine yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi hizmetleri sağlamaktadır. Son olarak, Ünlü & Co Grubu tahsili gecikmiş alacak yönetimi başlığı altında, Türkiye'de yerleşik bankaların bireysel, KOBİ ve kurumsal tahsili gecikmiş alacak portföylerini devralmak suretiyle alacak yönetimi alanında faaliyet göstermektedir.

Tarihçe

- 1996 Dundas Ünlü ve Company Müşavirlik Limited Şirketi unvanıyla birleşme ve devralmalar danışmanlığı yapan bağımsız bir şirket olarak kuruldu.
- 2002 Işıklar Menkul Değerler A.Ş.'nin payları devralınarak kurumsal finansman faaliyetlerini, yatırım hizmetlerini de kapsayacak şekilde genişletildi.
- 2003 Tahsili gecikmiş alacaklar ve sabit getirili menkul kıymetler birimi kuruldu.
- 2005 Tahincioğlu Holding A.Ş. çatı şirket olan Dundas Ünlü Menkul Değerler A.Ş.'ye ortak oldu.
- 2006 Standard Bank of South Africa Limited stratejik ortaklık kapsamında çatı şirket Dundas Ünlü Menkul Değerler A.Ş.'nin çoğunluk paylarını Alasdair Dundas ve Tahincioğlu Holding A.Ş.'den satın alarak hâkim ortak haline geldi.
- Fon yönetim birimi kuruldu.
- 2009 Varlık yönetimi alanında Standard Varlık Yönetim A.Ş. ile Plato Finansal Danışmanlık Servisleri A.Ş. kuruldu.
- 2011 Ünlü Finansal Yatırımlar A.Ş. kuruldu ve yeni çatı şirketi haline geldi. Ünlü Finansal Yatırımlar A.Ş. Standard Varlık Yönetim A.Ş.'nin paylarını satın alarak şirketin hâkim ortağı konumuna geldi ve şirketin unvanı İstanbul Varlık Yönetim A.Ş. olarak değiştirildi.
- Yazılım, sosyal oyunlar, e-ticaret, mobil, sosyal medya ve bulut bilişim gibi dikey pazarlarda girişimde bulunmak isteyen firmalara destek amacıyla 212 Capital Partners'in danışman kurucu ortağı olarak yer alındı.
- 2012-2013 Ünlü Finansal Yatırımlar A.Ş. Standard Ünlü Menkul Değerler A.Ş.'nin çoğunluk hisselerini Standard Bank grubundan devraldı ve Standard Ünlü Menkul Değerler A.Ş.'nin unvanını Ünlü Menkul Değerler A.Ş. olarak değiştirdi.
- 2015 Ünlü Finansal Yatırımlar A.Ş. Ünlü Yatırım Holding A.Ş.'ye dönüştürüldü.

- 2016..... Dünyanın en büyük vakıf fonlarından olan Birleşik Krallık merkezli the Wellcome Trust ile ortaklık kuruldu.
New York merkezli Unlu Securities Inc. şirketini kuruldu.
- 2019..... Ünlü & Co Grubu Unlu Securities UK Limited unvanıyla, Birleşik Krallık'ta aracı kurum olarak hizmete başlandı.

Hissedarlık Yapısı

Şirket'in on ikisi gerçek kişi, üçü tüzel kişi olmak üzere on beş pay sahibi bulunmaktadır. Şirket'in pay sahiplerinden Mahmut Levent Ünlü, Şirket sermayesinin %40'ını temsil eden tüm A Grubu payların ve Şirket sermayesinin %44,29'unu temsil eden B Grubu payların; The Wellcome Trust, Şirket sermayesinin %9,80'ini temsil eden B Grubu payların; Standard Bank Group Limited, Şirket sermayesinin %4,41'ini temsil eden B Grubu payların; Şirket, yine kendi sermayesinin %0,52'sini temsil eden payların; Simge Ündüz, Şirket sermayesinin %0,24'ünü temsil eden B Grubu payların; Tahir Selçuk Tuncalı, Şirket sermayesinin %0,24'ünü temsil eden B Grubu payların; İbrahim Romano, Şirket sermayesinin %0,16'sını temsil eden B Grubu payların; Can Ünalın, Şirket sermayesinin %0,12'sini temsil eden B Grubu payların; Utku Özay, Şirket sermayesinin %0,03'ünü temsil eden B Grubu payların; Ayşe Akkın Çakan, Şirket sermayesini temsil eden payların %0,03'ünü; Cevdet Uygur Aksoy, Şirket sermayesinin %0,02'sini temsil eden B Grubu payların; Sema Argın, Şirket sermayesinin %0,02'sini temsil eden B Grubu payların; Mustafa Sönmez, Şirket sermayesinin %0,02'sini temsil eden B Grubu payların; Mediha Esra Korkmazarslan, Şirket sermayesinin %0,02'sini B Grubu temsil eden payların ve Kamil Attila Köksal Şirket sermayesinin %0,00 'ını temsil eden B Grubu payların malikidir.

Şirket; Bağlı Ortaklıklar, Yabancı Bağlı Ortaklıklar ve yukarıda belirtilen pay sahipleri ile birlikte bir grup oluşturmaktadır. Şirket'in konsolidasyona tabi toplamda 11 bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Aşağıda yer alan tablo, Ünlü & Co Grubu'nun ortaklık yapısını yansıtmaktadır.

Tablo 1: Şirket'in Güncel Pay Sahipliği

Unvan	Pay Sahipliği	
	Son Genel Kurul Tarihi (10 Mart 2021)	
	(TL)	(%)
Mahmut Levent Ünlü	116.104.446	84,29
The Wellcome Trust Limited as Trustee of the Wellcome Trust	13.498.188	9,80
Standard Bank Group Limited	6.078.838	4,41
Ünlü Yatırım Holding A.Ş.	717.843	0,52
Diğer şahıslar	1.331.527	0,90
TOPLAM	137.730.842	100,00

Ana Faaliyet Alanları

Ünlü & Co Grubu, hizmet verdiği sektörlerdeki faaliyetlerini kurumsal finansman danışmanlığı, kurumsal satış, 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 yılından 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 piyasaları işlemlerinde finansal ve stratejik danışmanlık hizmetleri sunmaktadır.

Ünlü & Co Grubu 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla kurumsal finansman danışmanlığında geniş tecrübeye sahip 24 çalışan ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

Ünlü & Co Grubu'nun kurumsal finansman danışmanlığı gelirleri, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sona eren mali yıllarda, sırasıyla 36,9 milyon TL, 43,8 milyon TL ve 35,3 milyon TL olmuştur. Aynı mali dönemlerde söz konusu kurumsal finansman danışmanlığı gelirlerinin, Ünlü & Co Grubu'nun toplam gelirlerine oranı ise sırasıyla %22,9, %25,2 ve %14,6 olmuştur.

2. Kurumsal Satış ve Araştırma

Kurumsal satış ve araştırma, Ünlü & Co Grubu'nun 2005 yılından beri finans sektöründe hizmet verdiği ana iş kollarından biridir. Ünlü & Co Grubu kurumsal satış ve araştırma faaliyetleri altında yurt içi ve yurt dışında teşkilatlanmış 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.

Kurumsal satış hizmetlerinin yürütülmesinde ise araştırma ekibi tarafından sunulan yurt içi ve yurt dışı piyasalara ilişkin raporlar ve analizler önem arz etmektedir. Araştırma ekibi aynı zamanda kurumsal finansman, bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı ile portföy yönetimi alanında verilen hizmetlere ilişkin çalışmalar da yürütmektedir.

Ünlü & Co Grubu, kurumsal satış ve araştırma faaliyetleri kapsamında hem yurt içi hem de yurt dışı kurumsal yatırımcılara hizmet vermektedir. Ünlü & Co Grubu'nun yurt dışı kurumsal yatırımcı profili özellikle ABD, Avrupa ve Asya ülkeleri merkezli menkul kıymet yatırım fonları, risk (hedge) fonları ve emeklilik fonlarından oluşmaktadır. Ünlü & Co Grubu'nun 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.

Ünlü & Co Grubu, sermaye piyasası araçlarına ilişkin aracılık faaliyetleri kapsamında yurt içi ve yurt dışında hem TL hem de yabancı para cinsinden sermaye piyasası ürünlerin ihracı ve blok satış işlemleri de dâhil olmak üzere satışında hizmet vermektedir. Ünlü & Co Grubu 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla bu kategoride, sermaye piyasası araçlarına ilişkin aracılık faaliyetlerinde geniş tecrübeye sahip 7 çalışan ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

Ünlü & Co Grubu, aynı zamanda, ABD'nin New York eyaletinde faaliyet gösteren Unlu Securities Inc. ve Birleşik Krallık'ın Londra şehrinde faaliyet gösteren Unlu Securities UK Limited aracılığıyla yurt dışı piyasalarda lisanslı olarak kurumsal satış faaliyetinde bulunabilmektedir. Yine Ünlü & Co Grubu, Unlu Securities Inc. ve Unlu Securities UK Limited vasıtasıyla yurt dışı yatırımcılara doğrudan ulaşma imkânına da sahiptir.

Ünlü & Co Grubu'nun kurumsal satış ve araştırma gelirleri, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sona eren mali yıllarda, sırasıyla 29,6 milyon TL, 7,6 milyon TL ve 25,9 milyon TL olmuştur.

Kurumsal satış ve araştırma kategorisinin Ünlü & Co Grubu'nun net gelirleri içerisindeki payı 2018, 2019 ve 2020 mali yılları için sırasıyla %18,4, %4,4 ve %10,7'dir.

3. Bireysel ve Kurumsal Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yönetimi

Bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı 2017 yılından beri Ünlü & Co Grubu'nun finans sektöründe hizmet verdiği ana iş kollarından biridir. Ünlü & Co Grubu 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 Ünlü & Co Grubu'nun finans sektöründe hizmet verdiği ana iş kollarından bir diğeridir. Ünlü & Co Grubu, kurup yönettiği fonlar ile yurt içi ve yurt dışı piyasalarda bireysel ve kurumsal yatırımcılara hizmet vermektedir.

Ünlü & Co Grubu'nun bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi faaliyet gelirleri; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sona eren mali yıllarda, sırasıyla 21,7 milyon TL, 25,2 milyon TL ve 57,7 milyon TL olmuştur. Bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi faaliyetleri kategorisinin Ünlü & Co Grubu'nun net gelirleri içerisindeki payı 2018, 2019 ve 2020 mali yılları için sırasıyla %13,5 %14,5 ve %23,9'tür.

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 anapara tekabül eden yaklaşık 700 borçludan oluşan bir portföyün yönetilmesinde danışmanlık hizmeti sunulmuştur.

Ünlü & Co Grubu, 2009 yılında İstanbul Varlık Yönetim'i kurmuş ve tahsili gecikmiş alacak yönetimi kapsamında portföylere yatırım yapmaya başlamıştır. Ünlü & Co Grubu, 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 portföyünü devralmıştır. Hâlihazırda 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 ila on yıl arasında değişiklik göstermektedir.

Ünlü & Co Grubu, faaliyet dönemi içinde sektörde satışa sunulan yaklaşık 60 milyar TL anapara tutarlı toplam 450'nin üzerinde tahsili gecikmiş alacak portföyünün ve çeşitli donuk alacakların analiz ve değerlendirme çalışmalarında bulunmuştur.

Ünlü & Co Grubu, 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla tahsili gecikmiş alacak yönetimi alanında geniş tecrübeye sahip 281 çalışan ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

Ünlü & Co Grubu'nun tahsili gecikmiş alacak yönetimi faaliyetleri kapsamındaki net gelirleri; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sona eren mali yıllarda, sırasıyla 67,4 milyon TL, 86,5 milyon TL ve 115 milyon TL olmuştur. Ünlü & Co Grubu'nun, İstanbul Varlık Yönetim nezdinde kullanmış olduğu kredilerin geri ödeme kapasitesi, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sona eren mali yıllarda, sırasıyla 10,6 milyon TL, 19,6 milyon TL ve 39 milyon TL olmuştur. Tahsili gecikmiş alacak yönetimi

kategorisinin Ünlü & Co Grubu'nun net gelirleri içerisindeki payı 2018, 2019 ve 2020 mali yılları için sırasıyla %42,0, %49,8 ve %47,6'dır.

Ünlü & Co Grubu; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sona eren mali yıllarda, sırasıyla 2,6 milyar TL, 3,4 milyar TL ve 3,5 milyar TL tutarında portföye sahiptir ve ilgili yıllarda 69 milyon, 100 milyon ve 119 milyon TL tutarında olmak üzere 31 Aralık 2020 itibarıyla son 3 yılda toplam 288 milyon TL tahsilat sağlamıştır.

Tablo 2: Ana Faaliyet Alanlarına 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	47,6
Diğer	5.081	3,2	10.657	6,1	7.605	3,1
Toplam	160.841	100	173.885	100	241.757	100

Özet Mali Durum

Şirket'in brüt kârı, 2019 mali yılında 173.884.559 TL iken, 2020 mali yılında %39'luk artışla 241.756.610 TL'ye yükselmiştir. Şirket'in brüt kârı, 2018 mali yılında 160.840.944 TL iken, 2019 mali yılında %8'lik artışla 173.884.559 TL'ye yükselmiştir.

Şirket, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla, sırasıyla, 32.671.956 TL, 33.350.958 TL ve 55.501.347 TL esas faaliyet kârı elde etmiştir.

Şirket'in net kârı 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sırasıyla -4.670.357 TL, 12.806.095 TL ve 61.298.522 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in net gelirinde 31 Aralık 2019 ile 31 Aralık 2020 arasında %379'lük bir artış görülmüştür.

Şirket'in dönen varlıkları; nakit ve nakit benzerleri, finansal yatırımlar, ticari alacaklar, diğer alacaklar, türev araçlar, cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar, peşin ödenmiş giderler, satış amaçlı elde tutulan olarak sınıflandırılan duran varlıklar ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır. Şirket'in dönen varlıkları, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla, sırasıyla, 300.423.829 TL, 276.796.108 TL ve 400.112.042 TL tutarındadır.

Şirket'in duran varlıkları; uzun vadeli finansal yatırımlar, diğer alacaklar, maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, ertelenmiş vergi varlığı ve özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan oluşmaktadır. Şirket'in duran varlıkları; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihleri itibarıyla sırasıyla 179.619.377 TL, 206.126.366 TL ve 202.513.002 TL tutarında olmuştur.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri; kısa vadeli finansal borçlanmalar, türev araçlardan borçlar, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla, sırasıyla, 197.159.429 TL, 183.000.039 TL ve 277.731.540 TL tutarındadır.

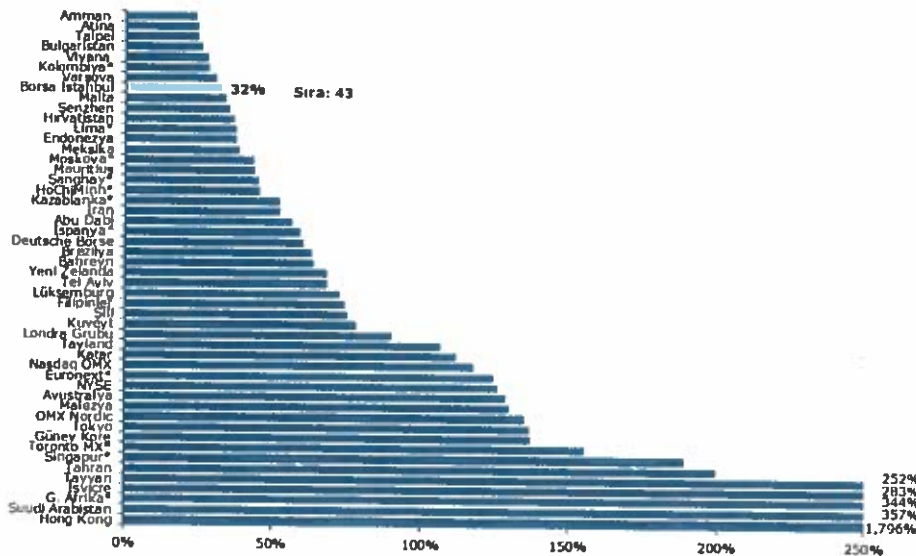
Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri; uzun vadeli finansal borçlanmalar, uzun vadeli karşılıklar ve ertelenmiş vergi yükümlülüğünden oluşmaktadır. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla, sırasıyla, 92.827.709 TL, 91.889.677 TL ve 80.229.763 TL tutarında olmuştur.

Şirket'in toplam özkaynakları; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla, sırasıyla, 190.056.068 TL, 208.032.758 TL ve 244.663.741 TL tutarında olmuştur. Şirket'in özkaynaklarının toplam aktiflerine oranı 31 Aralık 2020 itibarıyla %41 seviyesindedir.

2. SEKTÖREL BİLGİLER

Türkiye sermaye piyasaları, benzer ülke piyasalarına kıyaslandığında, önemli bir gelişme potansiyeline sahiptir. Konumlanması ve faaliyetleri sebebiyle Şirket'in bu gelişmeden fayda sağlaması beklenmektedir. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin Şubat 2021 tarihli Türkiye Sermaye Piyasası Genel Görünümü adlı çalışmasına göre (Kaynak: www.tspb.org.tr) halka açık şirketlerin toplam piyasa değerinin ülke GSYH'sine olan oranı ve özel sektör tahvil stoğunun GSYH'sine oranı gibi ölçütler dikkate alındığında Türkiye benzerlerinin gerisinde bulunmakta ve önemli bir büyüme potansiyeli barındırmaktadır. Dijitalleşmenin sermaye piyasalarına ve bilgiye erişimi kolaylaştırması, bireysel yatırımcı sayısının artmaya devam etmesi, ülkenin demografik yapısı ve mevduat yatırımcılarının hisse senedi ve yatırım fonlarını daha sık tercih etmeye başlaması gibi unsurların Türkiye sermaye piyasalarının potansiyeline ulaşması yolunda önemli katkı sağlaması beklenmektedir.

Şekil 1 Halka açık şirketlerin piyasa değeri/GSYH (Kasım 2020 itibarıyla)



(Kaynak: TSPB (3 Mart 2021 tarihinde <https://www.tspb.org.tr/veriler/>))

Türkiye'deki sermaye piyasalarının büyüklüğüne ve derinliğine ilişkin bazı oranlar, benzer ülkelerin oranlarıyla kıyaslandığında ve bankaların borçlanma piyasasındaki ağırlığı göze alındığında, ülkemizdeki sermaye piyasalarının gelişim potansiyeline ilişkin yüksek beklentiler oluşturmaktadır. BDDK'nın bankacılık sektörü verilerine göre (Kaynak: www.bddk.org.tr/BultenHaftalik/) 2020 sonu itibarıyla ticari ve diğer kredilerin (tüketici kredileri ve bireysel kredi kartları hariç olmak üzere) toplam büyüklüğü 2.754.826 milyon TL'dir. Buna karşılık Borsa İstanbul (Kaynak: <https://datastore.borsaistanbul.com/>) verilerine göre aynı dönem itibarıyla özel sektör tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının tedavüldeki toplam büyüklüğü 95 milyar TL'dir. Özel sektör tahvil stokunun, özel sektörün banka kredisi oranının %3 seviyesinde ve çok düşük oluşu,

Türkiye'nin bankacılık ağırlıklı bir borçlanma piyasası olduğunu ortaya koymaktadır. Ülkemizde özel sektör borçlanma araçlarının daha fazla yaygınlaşarak bankaların borçlanma piyasasındaki ağırlığının azalmasına paralel olarak Ünlü & Co Grubu'nun kurumsal finansman ve kurumsal satış birimlerinin gelirlerinin büyümeye devam etmesi öngörülmektedir.

Dijitalleşmenin yatırımcıların sermaye piyasalarına ve bilgiye erişilebilirliğini kolaylaştırması ve süreçleri hızlandırmasına ilave olarak internet üzerinden gerçekleşen işlem hacminin artışı ve pay senedi yatırımcı sayısının artması gibi etkileri de bulunmaktadır.

TSPB'nin hazırladığı Sermaye Piyasası Özet Verileri (Kaynak: www.tspb.org.tr) çalışmasına göre, yurt içi yerleşik yatırımcıların toplam finansal varlıklarındaki TL mevduat ve döviz tevdiat hesaplarının payı 2015'te %67 iken hisse senedi yatırımların payı ise %5'ti. 2021 Ocak itibarıyla yurt içi yerleşik yatırımcıların toplam finansal varlıklarındaki mevduat payı %62'ye gerileyip hisse senetlerinin payı ise %8'e yükselmiştir. Benzer şekilde, 2015 Aralık itibarı ile 1.059.313 olan pay senedi yatırımcı sayısı, 2021 Ocak ayına gelindiğinde ise 2.168.605'e yükselmiştir. Dijitalleşmenin sektöre ve Ünlü & Co Grubu'nun portföy yönetimi ve aracılık gelirlerine olan olumlu etkisinin önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir.

TSPB'nin hazırladığı Aracı Kurumların Toplu Faaliyet Verileri (Kaynak: www.tspb.org.tr/tr/veriler/) çalışmasına göre ise, internet üzerinden gerçekleştirilmiş işlemlerin hacminin, toplam işlem hacmine oranı 2002 yılında %2 seviyelerindeyken, 2010 yılında %20 seviyelerine ulaşmış ve 2020 yılında ise %50 seviyesinin üzerine çıkmıştır.

2015'te faaliyete geçen elektronik fon platformu TEFAS, yatırımcılara tüm fonları tek bir sistem üzerinden karşılaştırmalı olarak görme ve tek bir yatırım hesabıyla piyasadaki tüm fonlara ulaşma imkânı sağlamıştır. TSPB Sermaye Piyasası Özet Verileri çalışmasına göre, 2015 Aralık ayında 2.917.780 olan yatırım fonları yatırımcı sayısına karşılık yatırım fonlarının portföy büyüklüğü 37 milyar TL iken, 2020 Aralık ayı itibarı ile yatırım fonları yatırımcı sayısı 3.074.739 rakamına ulaşırken yatırım fonlarının portföy büyüklüğü 152 milyar TL'ye yükselmiştir.

Türkiye'de bireysel emeklilik sistemine devlet katkısı teşviki ve otomatik katılımın devreye girmesiyle emeklilik fonları son yıllarda yüksek büyüme kaydetmiştir. 2020 sonunda 171 milyar TL düzeyine ulaşan emeklilik yatırım fonları portföy değeri son 5 yılda %32 YBBO büyüme gerçekleştirmiştir. (Kaynak: www.takasbank.com.tr). Bununla birlikte karşılaştırılabilir ekonomiler ile kıyaslandığında, Türkiye'de emeklilik fonlarının büyüklüğünün henüz erken aşamada olduğu ve önemli bir büyüme potansiyeli olduğu görülmektedir. OECD verilerine göre, Türkiye'deki emeklilik fonlarının büyüklüğünün GSYH'e oranı 2019 yılında %2,9 iken bu oran yine 2019'da Güney Afrika Cumhuriyeti'nde %95,1, Güney Kore Cumhuriyeti'nde %28,2, Kolombiya Cumhuriyeti'nde %26,7, Brezilya Federal Cumhuriyeti'nde %26,2 olarak kaydedilmiştir. Emeklilik sisteminin daha da genişlemesiyle Ünlü & Co Grubu'nun portföy yönetim biriminin büyümesi öngörülmektedir.

Deloitte 2020 Yılı Birleşme ve Satın Almalar Raporu'na göre (Kaynak: <https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/mergers-and-acquisitions/articles/annual-turkish-ma-review-2020.html>) 2020 yılında Türkiye birleşme ve satın alma işlemlerinde 304 işlem ile 9,0 milyar ABD Doları değerinde işlem hacmi gerçekleşti. İşlem adedi tarihi rekor olurken işlem hacmi 2019 yılındaki 5,3 milyar ABD Doları dip seviyesinden ciddi bir artış gösterdi. Toplam işlem değeri GSYH'ye kıyaslandığında oran %1,4 oldu (2019: %0,7). Yabancı yatırımcıların payı %51 olurken ortalama işlem büyüklüğü 30 milyon ABD Doları olarak gerçekleşti. Yine aynı rapora göre, 2020 yılında satın alma ve birleşmeler aktivitesine bakıldığında girişim sermayesi fonlarının aktivitesinin ciddi artış gösterdiği gözlemlendi. Bu fonlar yaklaşık 134 işlemde yer alarak yaklaşık 200 milyon ABD Doları işlem hacmine ulaştı. Özel sermaye fonlarının işlemleri ise 2019'a göre artış kaydetse de son 5 yıl ortalamasının altında kaldı. Türkiye sermaye piyasalarının gelişimi açısından bu verileri değerlendirmek gerekirse yeni girişimlerin artmasıyla kitlesel fonlama gibi alternatif sermaye piyasası ürünlerinin önem kazanması, özel sermaye fonlarının yatırımlarından çıkış için halka arzı bir alternatif olarak

daha çok tercih etmeye başlaması ve yabancı yatırımcı payının önceki yıllara kıyasla henüz düşük seyretmesi potansiyel oluşturuyor. Yabancı yatırımcı ilgisinin tekrar canlanması, satın alma ve birleşme aktivitelerinin artması, sermaye fonlarının halka arz piyasalarına ilgisinin artması ve yeni girişimlerin kitlesel fonlama gibi alternatif sermaye piyasası araçlarına yönelmesiyle Şirket'in kurumsal finansman, kurumsal satış ve portföy yönetimi birimlerinin olumlu etkilenmesi beklenmektedir.

Bankacılık sektöründe yapılan tahsili geçmiş alacakların satışları bankaların aktif kalitesi ve sermaye yeterlilik oranlarının iyileşmesine, karlılıklarının artmasına ve operasyonel giderlerden kısmen kurtulmalarına katkıda bulunmaktadır. Türkiye'de bankaların tahsili geçmiş alacakların satışları yıllar içerisinde artış eğiliminde olmuş ve TCMB'nin Kasım 2019 tarihli Finansal İstikrar Raporu'na (Kaynak: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+istikrar+Raporu/>) göre bankaların TGA satışları 2015'te 1,5 milyar TL iken 2019'un 3. çeyreğinde 10,8 milyar TL'ye yükselmiştir.

2020 yılında, pandemi nedeniyle BDDK tarafından 17 Mart 2020 tarihli kararla kredi ödemelerindeki gecikmelere esneklik tanınmış, kredilerin donuk alacak sınıflandırılması için öngörülen 90 gün gecikme süresinin, birinci ve ikinci grupta izlenen krediler için 31 Aralık 2020 tarihine kadar 180 gün olarak uygulanmasına karar verilmiştir. Bu uygulama nedeniyle bankaların tahsili geçmiş alacakların satışları 2020'de zayıf seyretmiştir. Daha sonra bu karar 30 Haziran 2021'e kadar uzatılmıştır. Bu uygulamanın bitişyle bankaların tahsili geçmiş alacakların satışlarının tekrar artması beklenmektedir.

Daha çok bireysel ağırlıklı tahsili geçmiş alacak portföyleri yöneten varlık yönetim sektöründe son yıllarda KOBİ ve ticari segmentteki TGA portföylerinin ağırlığı artmaktadır. Mevcut ekonomik döngüde ve virüs salgınının KOBİ ve ticari segmentteki şirketlere olan olumsuz etkisiyle, bu segmentteki büyüme potansiyelinin devam edeceği değerlendirilmektedir.

3. BÜYÜMEYİ DESTEKLEYEN BAŞLICA UNSURLAR

Geniş Ürün Yelpazesi ve Tamamlayıcı İş Kolları

Ünlü & Co Grubu bireysel ve kurumsal müşterilerine yurt içi ve yurt dışında geniş bir ürün yelpazesiyle hizmet sunmaktadır. Yatırım danışmanlığı kapsamında yurt içi ve yurt dışı organize borsalarda hisse senedi, vadeli işlem ve opsiyon alım-satımına aracılık yaparken kurumsal danışmanlık kapsamında şirket satın alma ve birleşmeleri, halka arz ve borç danışmanlığı hizmetleri de vermektedir. Ayrıca tahsili gecikmiş alacaklar için kurumsal varlık yönetimi faaliyeti bulunmaktadır ve sektörün ilk oyuncularından olma avantajına sahiptir. Ünlü & Co Grubu'nun sunduğu ürün yelpazesinin ve müşteri tabanının genişlemesi sayesinde Şirket'in konsolide gelirleri, 2018 ile 2020 yılları arasında, %19,6 YBBO ile artış göstermiş olup gelirler arasında devamlı gelirlerin payı %64,0'dan %77,1'e yükselmektedir.

Seçili Faaliyetlerde Pazar Lideri

Şirket kuruluşundan bugüne gerçekleştirdiği 121 başarılı işlem ile Türkiye'nin lider satın alma ve birleşme danışmanıdır. Ayrıca Şirket 2010'dan bugüne gerçekleşen toplam işlem adedi, toplam sınır ötesi işlem adedi, toplam özel fon işlem adedi sıralamalarında da lider konumdadır (Kaynak: Mergermarket https://www.unluco.com/assets/unlu_co/upload/images/m/mergermarket-2842.jpg).

Ünlü & Co Grubu 2010-2020 yılı arasındaki halka arzlar, ikincil halka arzlar ve hızlandırılmış talep toplama (accelerated book building) işlemlerini içeren sermaye piyasası işlemlerinde özelleştirmeler hariç %22 pazar payı ve 3 milyar ABD Doları işlem tutarı ile ikinci sırada yer almaktadır (Kaynak: Bloomberg, https://www.unluco.com/assets/unlu_co/upload/images/m/bloomberg-2841.png).

İstanbul Varlık Yönetim, Türkiye'nin en büyük tahsili gecikmiş alacak portföy yönetimi şirketlerinden biridir. Sektördeki en aktif oyuncularından olan İstanbul Varlık Yönetim, 2020 sonunda toplamda yapılmış olan 302 milyon TL'lik yatırım ile 3,5 milyar TL anapara büyüklüğünde ve yaklaşık 480 bin müşteriden oluşan bir portföye sahiptir.

Girişimcilik Kültürüyle İnklerin Başarılması

Ünlü & Co Grubu girişimci ve yenilikçi vizyonuyl 25 yıldır Türkiye'de finansal piyasalarda faaliyet göstermektedir.

Ünlü & Co Grubu'nun bünyesindeki ilk şirket olan Dundas Ünlü, 1996 yılında Türkiye'deki ilk bağımsız birleşme ve satın alma şirketi olarak, Türkiye sermaye piyasalarına yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcılara danışmanlık hizmeti sunmak üzere kurulmuştur. Dundas Ünlü, 1997 yılında Finlandiya merkezli ambalaj şirketlerinden Huhtamäki Oyj'nin Güven Plastik Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi'ni satın alma işleminde rol alarak Türkiye'deki yaptığı ilk satın alma ve birleşme işlemine aracılık etmiştir.

2002 yılından itibaren Dundas Ünlü Menkul Değerler A.Ş. olarak faaliyetlerine devam etmiştir. 2003'te Lehman Brothers Inc.'ye danışmanlığı ile başlayan varlık yönetimi hizmetinde tahsili gecikmiş alacak birimini kurmuş ve bu alanda Türkiye'deki öncü kurumlardan biri haline gelmiştir.

2007 yılında kurulan Ünlü Alternative Asset Management (kuruluş adı ile SU Private Equity Management Limited) şirketi özel sermaye fonlarına danışmanlık faaliyetleri kapsamında sektördeki ilklerdendir Şirket, 2006'te Altınyıldız Mensucat ve Konfeksiyon Fabrikaları A.Ş.'nin tahvil ihracı ile yurt içinde uzun süre sonra gerçekleştirilen ilk özel sektör tahvili ihraçlarından birine aracılık etmiştir.

2011'de teknoloji, internet ve iletişim firmalarına yazılım, e-ticaret, mobil, sosyal medya, bulut bilişim gibi pazarlarda girişimlerde bulunmak isteyen start-up'lara destek olma hedefiyle, Türkiye'nin ilk teknoloji ve e-ticaret fonu olan 212 Capital Partners'ın danışman kurucu ortağı olarak yer almıştır.

2012'de tüm Ünlü & Co Grubu faaliyetleri, Ünlü Yatırım Holding A.Ş. çatısı altında toplanması ile beraber, Şirket'in unvanını Ünlü Yatırım Holding A.Ş. olarak değiştirmiştir. Şirket, 2014 yılında 3,2 milyar ABD Doları tutarındaki Yıldız Holding A.Ş.'nin United Biscuits'i satın alma işleminde danışmanlık hizmeti vererek, Türkiye'deki en büyük yurt dışı satın alma işleminde aracılık hizmeti sağlamıştır.

2016'da New York'ta UNLU Securities Inc.'i kuran Şirket, ABD'deki tek Türk aracı kurumu olarak, yabancı yatırımcılara Türkiye pazarında yatırım bankacılığı faaliyetlerinde servis vermeye başlamıştır. 2018'de ise Ünlü Securities UK Ltd. Birleşik Krallık'ta kurulmuş ve faaliyetlerine başlamıştır.

Şirket, 2018'de ilk paya dönüştürülebilir tahvil işleminde aracılık etmiştir ve Türkiye'nin ilk tarım alacaklarına dayalı, varlığa dayalı menkul kıymet ihracını gerçekleştirmiştir.

2019'da Ünlü & Co Grubu, uluslararası ölçekte hizmet ağını ve kaynak imkanlarını genişletmek amacıyla Londra'da ofis açarak küreselleşme yolunda dev bir adım atmıştır. UNLU Securities UK Limited adıyla Londra'da FCA onayını alan grup, borç finansmanı danışmanlığı ve küresel fonları Türk şirketleri ile buluşturmak üzere hizmet vermeye başlamıştır.

ÜNLÜ & Co Grubu'nun Güçlü Büyüme Öngörüsü

Ünlü & Co Grubu, mevcut faaliyetlerinde hızlı büyüme potansiyelleri öngörmektedir. Bireysel yatırım danışmanlığı alanında müşteri temsilcilerinin verimlilik ve sayılarının artışı, şubeleşme ve dijital aracı kurum olma planları bulunmaktadır. Öte yandan tahsili gecikmiş alacak yönetiminde toplam portföyün ve KOBİ segmentinin büyümesi hedeflenmektedir. Dijital altyapı yatırımları ile müşteri deneyiminin iyileştirilmesi ve genişletilmesinin yanı sıra kurumsal satışta yapılmakta olan yüksek frekanslı işlemler (high frequency trading) ve doğrudan piyasa erişimi (direct market access) platformlarının kapsamının büyütülmesi planları bulunmaktadır. Ayrıca, Ünlü & Co Grubu'nun varant iş kolunun oluşturulması, bireysel portföy yönetimi ve girişim sermayesi yatırım fonları kurulması gibi ek büyüme fırsatları da bulunmaktadır.

Ünlü & Co Grubu hâlihazırda yatırım bankacılığının birçok alanında hizmet vermektedir. Bununla birlikte Şirket, elde edeceği halka arz gelirleri ile bir yatırım bankası kurmayı planlamaktadır ve bunun için ilgili lisans başvurusunu gerçekleştirecektir. Buradaki temel amaç, yatırım bankasının sağlayacağı bilanço büyüklüğü ile beraber müşterilerine sunduğu hizmetleri çeşitlendirip Ünlü & Co Grubu'nun mevcut faaliyetlerinin hacmini arttırmaktır. Bu kapsamda kurulacak yatırım bankası üzerinden Ünlü & Co Grubu'nun hedefi hâlihazırda vermeyi sürdürdüğü danışmanlığın yanında tamamlayıcı bir faaliyet olarak kredi tesis etmek; satın alma finansmanı temin etmek, yapılandırılmış borçlar, sermaye benzeri krediler sağlayabilmek ve sağlanan finansmanlardan doğacak alacakları banka bilançosunda yapılandırıp diğer finansal yatırımcılara satılabilir hale getirmek, bireysel danışmanlık (DAHA) alanında sunulan ürünleri çeşitlendirebilmek ve kredi tesis ederek iş hacmini artırmak, daha fazla kaldıraç ile sermayesini daha etkin kullanabilmek ve yaratılan iç kaynakları en verimli şekilde kullanabilmektir.

Tecrübeli ve Vizyoner Takım

Ünlü & Co Grubu, önemli bir sektör tecrübesine ve pazar vizyonuna sahip güçlü bir yönetim ekibi tarafından yönetilmektedir. Şirket, 2007 yılında Standard Bank ile 2016 yılında da Birleşik Krallık merkezli Wellcome Trust ile ortak olarak uluslararası pazarda da kurumsallığını güçlendirme anlamında önemli adımlar atmıştır. Şirket'in önemli tüm karar mekanizmalarında Şirket'in kurucusu ve profesyonel yöneticiler bulunmaktadır.

Şirket'in icra kurulunda yer alan CEO Mahmut L. Ünlü, DAHA'dan sorumlu üye ve Ünlü Menkul Değerler A.Ş. Genel Müdürü Gamze Akgüney, Alternatif Yatırımlar ve Portföy Yönetim Hizmetleri'nden sorumlu üye Utku Özay, Kurumsal Finansman'dan sorumlu üye İbrahim Romano, Tahsili Gecikmiş Alacak Yönetimi'nden sorumlu üye ve İstanbul Varlık Yönetim genel müdürü Selçuk Tuncalı, Hazine'den sorumlu üye Cevdet Uygur Aksoy, İnsan Kaynakları, Kurumsal İletişim ve Pazarlama'dan sorumlu üye Evnur Elif Özer Ünlü & Co Grubu yönetim kurulu başkan vekili Can Ünalın, Ünlü & Co yönetim kurulu üyesi Şebnem Kalyoncuoğlu Ünlü, Ünlü Menkul Değerler A.Ş. yönetim kurulu üyesi Zafer Onat; yatırım bankacılığı, kurumsal finansman, tahsili gecikmiş alacak yönetimi, alternatif yatırımlar, portföy yönetimi gibi alanlarda önemli deneyime ve tecrübeye sahiptir. Ünlü & Co Grubu'nun icra ve yönetim kurulu geçtiğimiz dönemlerde sahip oldukları tecrübe ile kurumsal danışmanlık ve kurumsal ile bireysel varlık yönetimi hizmetlerinde Şirket'in yetkinliklerini güçlendirmiş, uluslararası ortaklıkları ile kurumsal yönetim ilkeleriyle Şirket'in uluslararası pazarlarda bilinirliğini ve güvenilirliğini artırmış, Türkiye'nin ilk bağımsız birleşme ve satın alma şirketi olarak ve aracılık ettiği önemli işlemleriyle olduğu sektörde liderliğini sürdürmüş, girişimci ve yenilikçi projeleriyle Şirket'in faaliyetlerini artırmış, önemli sosyal sorumluluk projelerini hayat geçirmiştir. Bu gelişmeler eşliğinde Şirket operasyonel ve finansal performansında önemli gelişmeler kaydetmiştir.

4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Ünlü Yatırım Holding'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- **Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi
 - Fiyat / Kazanç (F / K)
 - Fiyat / Defter Değeri (F / DD)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) analizi, şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara çok duyarlı olması en önemli dezavantajıdır.

Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanır ve görece nesnel bir yöntem olması itibarıyla değerlemelerde en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan, farklı dönemlerdeki değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir.

Piyasa çarpanları analizi içerisinde Fiyat / Kazanç (F / K) ve Fiyat / Defter Değeri (F / DD) yöntemlerine yer verilmiştir. Şirket'in finansal sektörde faaliyet göstermesi ve Holding yapısında olması sebebiyle bu çarpan analizlerinin makul olduğu düşünülmektedir.

5. DEĞERLEMEYE İLİŞKİN ÖNEMLİ HUSUSLAR

Değerlemede Esas Alınan Finansal ve Operasyonel Veriler

Çarpan analizlerinde kullanılan değerler için 31.12.2019 – 31.12.2020 tarihleri arasındaki 12 aylık döneme ait özet gelir tablosu ve bilanço aşağıda yer almaktadır.

Şirket'in menkul kıymet alım-satımına aracılık birimi iş modeli dikkate alındığında brüt karın gelir ölçütü açısından daha isabetli bir gösterge olduğu görülmektedir.

Tablo 3: Özet Gelir Tablosu

(milyon TL)	2018	2019	2020
Hasılat	1.853,3	2.013,9	2.577,4
Brüt Kâr	160,8	173,9	241,8
Brüt Kâr Marjı %	%8,7	%8,6	%9,4
Esas Faaliyet Kârı	32,7	33,4	55,5
Net Kar	(4,7)	12,8	61,3

Tablo 4: 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 Ortaklığı Ait Özkaynaklar	190,1	208,0	244,6

Projeksiyonlar

Gelir tablosu ve bilanço'ya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ışığında ve şirketin iş planı doğrultusunda 2021 - 2028 yılları için hazırlanmıştır. Şirket'in iş birimleri bazında gelirler ve giderlerin projeksiyonu yapılmış ve faaliyet karlılığına ulaşılmıştır. Ayrıca Şirket'in konsolide yatırım harcamaları, net borçlanma ve faiz gelir/gideri tahmin edilerek İNA analizine yansıtılmıştır.

i. Gelirlerin ve Giderlerin Projeksiyonu

Şirket gelir tablosu projeksiyonunu oluştururken iş birimi bazında yaklaşım benimseyerek farklı ürün hizmet kategorilerindeki gelirler analiz etmiştir. Bu varsayımlara dayanarak 2021 – 2028 yılları için gelirler projeksiyonu oluşturulmuştur.

Kurumsal finansman birimi için 2020 yılında 2019 yılına göre düşük seyreden 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 kurundaki hareketten de olumlu etkilenmektedir. Kurumsal finansman gelirleri için 2021-28 yılları arasında beklenen artış beklentisi %13 YBBO'dur.

Kurumsal satış birimi için borsadaki işlem hacminin büyümesiyle hisse senedi ve VLOP işlemlerine aracılık komisyonu gelirlerinin ve yüksek frekanslı işlemler (high frequency trading) ve doğrudan piyasa erişimi (direct market access) platform gelirlerinin artış kaydetmesi beklenmektedir. Bunlara ek olarak halka arza aracılıktan gelecek satış komisyonlarının da bu birim için gelir yaratması öngörülmektedir. Kurumsal satış gelirleri için 2021-28 yılları arasında beklenen artış beklentisi %17 YBBO'dur.

2017 yılından beri faal olan bireysel ve & kurumsal yatırım danışmanlığı (DAHA birimi) henüz erken büyüme aşamasında olup hızlı bir büyüme kaydetmiştir. DAHA biriminin de içinde olduğu bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi birimi gelirleri 2020 yılında bir önceki yıla göre %129 oranında artış kaydetmiştir (2018-20 yılları arasında %63 YBBO). Şirketin son üç yılda hem yatırım danışmanı adedi hem de danışman başına gelir rakamları bu büyümedeki ana etkenlerdir. Projeksiyon periyodunda yatırım danışmanı başına gelir artışının sürmesi beklenmektedir. Şirket ayrıca yatırım danışmanı sayısını artırarak toplam gelirini artırmayı öngörmektedir. Bu birim gelirleri için 2021-28 yılları arasında beklenen artış beklentisi %25 YBBO'dur.

2020 içerisinde yapılan düzenlemelerle durgun seyreden tahsili geçmiş alacak pazarının, bu uygulamanın sona ermesi ve bankaların donuk alacaklarını tekrar ihale etmesiyle birlikte 2021 yılında tekrar büyümesi beklenmektedir. 2021 sonrasında ise toplam pazarın 2028 yılında kadar yıllık %15 seviyesinde büyümesi beklenmektedir. Buna paralel olarak Şirket'in tahsili geçmiş alacak yönetimi gelirlerini artırması öngörülmektedir. Tahsili geçmiş alacak yönetimi için 2021-28 yılları arasında beklenen artış beklentisi %16 YBBO'dur.

Şirket'in toplam gelirleri 2018-20 yılları arasında %20 YBBO büyümüştür. Yukarıda belirtilen birim bazındaki büyümelerle 2021-28 yılları arasında Şirket'in toplam gelirlerinin %18 YBBO büyümesi öngörülmektedir.

Tablo 5: 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	7,6	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam	160,8	173,9	241,8	317,4	392,7	485,6	609,1	723,2	831,7	931,5	1.024,6

Şirket'in hizmet sektöründe faaliyette olması nedeniyle giderlerinin önemli bir kısmını personel giderleri oluşturmaktadır. Gider projeksiyonlarına baktığımızda artan yatırım danışmanı sayısı ve gelirlere paralel olarak dağıtılan primlerdeki artışa bağlı olarak birim bazında ve toplam giderlerde artış beklenmektedir.

Şirket'in giderleri 2018-20 döneminde %21 YBBO artmışken, toplam gider artışının 2021-28 döneminde %15 YBBO olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir. Özellikle DAHA platformunun olgunlaşması ve kişi başı gelirlerin giderlere kıyasla daha hızlı büyümesiyle gider artışının yavaşlaması beklenmektedir.

Kurumsal finansman ve kurumsal satış tarafında büyük ölçüde sabit sayıda personel ile faaliyetler sürdürüldüğü, tahsili gecikmiş alacak yönetimi biriminde yapılan operasyonel verimlilik yatırımları, DAHA

tarafında ise müşteri temsilcisi verimliliğindeki artış ile Şirket'in gelirlerin giderlerden daha hızlı artması ve buna paralel olarak Şirket'in faaliyet kar marjının projeksiyon döneminde artış göstermesi beklenmektedir. 2021'de hisse senedi blok satışlarının artışı, yurt içi ve yurt dışı piyasalarda menkul kıymet alım-satım aracılık hacminin artışı, TGA tahsilatlarının yıllık bazda artması ciroyu desteklemesi beklenen unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Buna karşın görece sınırlı personel gideri artışıyla 2020'de 55,5 milyon TL olarak kaydedilen faaliyet karının 2021'de 97,5 milyon TL'ye yükselmesi öngörülmektedir.

Tablo 6: Faaliyet Karı Projeksiyonu

(milyon TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Toplam gelirler	317,4	392,7	485,6	609,1	723,2	831,7	931,5	1.024,6
Faaliyet karı	97,5	130,5	175,7	240,1	298,6	343,4	384,6	423,0
Faaliyet kar marjı	30,7%	33,2%	36,2%	39,4%	41,3%	41,3%	41,3%	41,3%

ii. Yatırım Harcamaları

Şirket'in genel yatırım harcamaları iş birimlerinin faaliyetleri devam ettirmesi için gereken teknoloji ve altyapı yatırımlarından ileri gelmektedir. Öngörülen genel yatırım harcamaları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 7: Genel Yatırım Harcamaları

(milyon TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Genel yatırım harcamaları	9,6	4,0	4,7	5,1	5,8	6,6	7,4	8,2

Şirket TGA portföy satın alımlarında nakit harcama yapacağından bu kalem yıllık yatırım harcaması olarak sınıflandırılmıştır. Projeksiyon periyodunda öngörülen yıllık portföy satın alım tutarlarına aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 8: TGA Portföy Satın Alımları

(milyon TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Portföy satın alımları	70,0	85,0	100,0	120,0	144,0	165,6	185,5	204,0

iii. Finansman Projeksiyonu

Şirket'in TGA birimi dışında bir borçlanmaya ihtiyaç duymayacağı varsayılmıştır. Bu varsayımın gerekçesi olarak aracılık ve danışmanlık hizmetlerinin borçlanmaya dayalı bir iş modelinin olmaması ve nakit yaratma kapasitesiyle fonlama ihtiyacını giderebilmesidir. TGA iş biriminin borçlanması ise o yıl içerisindeki portföy satın alımlarını %60'ı oranındadır. Kalan kısım özkaynaklar ve faaliyetlerden yaratılan nakitle fonlanmaktadır.

Tablo 9: Net Borçlanma Projeksiyonu

(milyon TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Net borçlanma	42	51	60	72	86	99	111	122

Şirket'in faiz geliri atıl durumdaki nakdin hazine birimi tarafından değerlendirilmesinden elde edilirken, faiz gideri TGA biriminin yatırım amaçlı kredilerinden ileri gelmektedir. Yaratılan nakitle ve borçluluğun düşmesiyle net faiz giderinin net faiz gelirine dönmesi öngörülmektedir.

Tablo 10: Net Faiz Gelir/Gideri Projeksiyonu

(milyon TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Faiz geliri	23,2	22,6	27,3	37,4	51,5	59,2	66,3	73,0
Faiz gideri	25,8	26,6	23,6	22,6	21,1	24,3	27,2	29,9
Net faiz gelir/gideri	-2,5	-3,9	3,6	14,8	30,4	35,0	39,2	43,1

iv. Vergi Oranı

Kurumlar Vergisi Kanunu'na eklenen geçici madde ile kurumlar vergisi oranı 2021 için %25, 2022 için %23 olarak belirlenmiştir. Projeksiyon döneminin kalan kısmında (2023-28) vergi oranının %20'de sabit tutulacağı varsayılmıştır. Vergi ödemeleri İNA analizinde FVÖK üzerinden hesaplanmıştır.

Tablo 11: Kurumlar Vergisi Oranı

(%)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Vergi oranı	%25,0	%23,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0

v. Özsermaye Maliyeti

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 değerlemek daha uygun gözükmektedir. Bu amaçla Şirket'i değerlerken indirgeme oranı olarak özsermaye maliyeti kullanılmıştır.

Özsermaye maliyeti tahmin periyodu içerisinde sabit olarak tahmin edilmiştir. Risksiz getiri oranı hesaplamasında 10 yıllık devlet tahvil baz alınmıştır. Son 3 aylık dönemde (7 Ocak-7 Nisan 2021) tahvil faizi %14,4 olduğu görülmüştür. Bu veri ışığında projeksiyon döneminde risksiz TL faizi %15,0 olarak dikkate alınmıştır. Türkiye hisse senedi risk primi 2021-2028 döneminde %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Şirket'in betası 1,0 olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuştur.

Sonuç olarak indirgeme oranı olarak 2021-2028 döneminde sabit %20,5 özsermaye maliyeti kullanılmıştır.

Tablo 12: 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

6. BENZER ŞİRKETLER

Aracılık, finansal danışmanlık ve varlık yönetimi alanında faaliyet gösteren Ünlü Yatırım Holding, finansal sektörün bu alanındaki halka açık ulusal ve uluslararası benzer şirketler ile karşılaştırılmıştır. Değerlemeye baz oluşturacak çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin yatırım bankacılığındaki aktivitelerinin yoğun olmasına dikkat edilmiştir.

Yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin merkez ülkeleri, faaliyet alanları ve firma değerleri hakkında genel bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 13: Benzer Şirketler

Şirketler	Ülke	Açıklama	Özsermaye Değeri (milyon ABD Doları)
Lazard	ABD	Uluslararası müşterilere varlık yönetimi ve finansal danışmanlık hizmetleri vermektedir. Lazard, şirketlere, ortaklıklara, kurumlara, hükümetlere ve bireylere birleşme ve satın alma, stratejik konular, sermaye yapısının yeniden yapılandırılması, sermaye artırımı ve kurumsal finansmanın yanı sıra varlık yönetim hizmetleri alanlarında danışmanlık faaliyetlerinde bulunur.	4.810
Evercore	ABD	Bir yatırım bankacılığı şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Çok uluslu şirketlere birleşme, devralma, elden çıkarma, yeniden yapılandırma ve diğer kurumsal işlemlerle ilgili danışmanlık hizmetleri vermektedir. Ayrıca dünya çapında kurumsal yatırımcılara, finansal sponsorlara ve bireylere yatırım yönetimi, bağımsız teminat hizmetleri sunmaktadır.	5.707
Moelis & Co	ABD	Bir yatırım bankası olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, müşterilere satın alma ve birleşmeler, yeniden yapılandırma ile bağlantılı olarak finansal danışmanlık ve sermaye yapılandırma çözümleri sağlamaktadır. Hizmetlerini dünya çapında sunmaktadır.	3.986
Banco BTG Pactual	Brezilya	Varlık ve servet yönetimi, yatırım bankacılığı, ticaret, kurumsal borç verme, satış ve diğer ilgili çözümler sunmaktadır. Brezilya'daki müşterilerine hizmet vermektedir.	15.436
PJT Partners	ABD	Global danışmanlık odaklı bir yatırım bankası olarak faaliyet göstermektedir. Stratejik danışmanlık, yeniden yapılandırma ve reorganizasyon, fon plasmanını içeren geniş bir yelpazede hizmet sunmaktadır. Müşterileri arasında şirketler, finansal sponsorlar, kurumsal yatırımcılar, özel sermaye fonları ve hükümetler bulunmaktadır.	2.764
Houlihan Lokey	ABD	Yatırım bankası olarak dünya çapında faaliyettedir. Birleşme ve satın alma danışmanlığı, yeniden yapılandırma, sermaye piyasaları, stratejik ve finansal danışmanlığı içeren hizmetler sunmaktadır.	4.732
Gedik Yatırım	Türkiye	Geniş yetkili bir aracı kurumdur. Hisse senedi, sabit getirili menkul ürünler, sermaye piyasası işlemleri, varlık	306

		yönetimi ve kurumsal aracılık hizmetlerini içeren ürün ve hizmetler sunmaktadır.	
İş Yatırım	Türkiye	Bir yatırım şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Menkul kıymetler aracılığı, yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi ve kurumsal finansman hizmetleri sunmaktadır. Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.	755
Info Yatırım	Türkiye	Bir menkul kıymetler aracı kurumudur. Şirket, sermaye piyasaları, bireysel ve kurumsal yatırımcılar, hisse senedi ve bono piyasaları, halka arzlar ve yatırım danışmanlığı hizmetlerinde uzmanlaşmıştır.	97
Osmanlı Yatırım	Türkiye	Menkul kıymet aracılık hizmetleri sunmaktadır. Şirket, hisse senedi ve sabit getirili menkul kıymetler ve vadeli işlemler, varlık yönetimi ve opsiyon aracılık hizmetleri sağlar.	90
Global Menkul	Türkiye	Çeşitlendirilmiş bir finans kuruluşudur. Şirket, hisse senedi aracılığı, yatırım danışmanlığı, kurumsal finansman ve fon yönetimi hizmetleri sunmaktadır.	36

Kaynak: Bloomberg, 5 Nisan 2021 tarihi itibarıyla

7. ÜNLÜ YATIRIM HOLDİNG'İN DEĞERLEMESİ

7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte, genel varsayımlar da aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek İzahname'de yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,
- Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı,
- Türkiye ve Şirket'in faaliyetlerini etkileyebilecek diğer ülke ekonomilerinde ciddi dalgalanmaların yaşanmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Firmaya serbest nakit akımları aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere projekte edilmektedir. Terminal değer için ise terminal değer büyüme oranı 2028 sonrasındaki dönem için %7,0 olarak kullanılarak hesaplanmıştır.

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

Tablo 14: 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	1.024,6
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	30,0	35,1	48,0	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 ⁽¹⁾	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							

(1) TGA birimi tarafından satın alınan kredi alacakları, beklenen tahsilat tahminlerinin etkin faiz yöntemi ile iskonto edilmiş değerleri ile konsolide finansal tablolara yansıtılmaktadır. TGA portföylerinin gerçeğe uygun değerlerinde iki dönem arasındaki gayri nakdi farklar Portföy Değer Düşüklüğü olarak adlandırılmaktadır.

7.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket'in özsermaye değeri hesaplanırken Fiyat / Kazanç ve Fiyat / Defter Değeri çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. İki yöntem eşit ağırlık verilmiştir. Dikkate alınan benzer firmaların detayları benzer şirketler başlığı altında bulunmaktadır. Benzer şirketlerin çarpanları 5 Nisan 2021 itibarıyla "Bloomberg" platformundan elde edilmiştir.

7.2.1. Fiyat / Kazanç Çarpanı Yöntemi

F / K, halka açık benzer şirketlerin güncel özsermaye değerlerinin ilgili şirketlerin 31.12.2019 – 31.12.2020 tarihleri arasında hesaplanan 12 aylık döneme ait "Net Kar" değerlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in 2020 yılına ait 12 aylık dönemdeki Net Kar verisi kullanılmıştır. Halka açık benzer şirketler için F / K çarpanları aşağıda özetlenmiştir.

Tablo 15: Benzer Şirketler F / K Çarpanı

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: Bloomberg, 5 Nisan 2021 tarihi itibarıyla

Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 16: 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

7.2.2. Fiyat / Defter Değeri Çarpanı Yöntemi

F / DD çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel özsermaye değerlerinin ilgili şirketlerin 31.12.2020 tarihindeki defter değerlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in 2020 yılsonuna ait defter değeri verisi kullanılmıştır. Halka açık benzer şirketler için F / DD çarpanları aşağıda özetlenmiştir.

Tablo 17: 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	4,2x
Minimum	3,2x
Ortalama	5,6x
Medyan	5,2x
Maksimum	10,7x

Kaynak: Bloomberg, 5 Nisan 2021 tarihi itibarıyla

Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 18: F / DD Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

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

8. SONUÇ

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi yöntemleri %60 – %40 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Piyasa Çarpan Analizi içerisinde Fiyat / Kazanç ve Fiyat / Defter Değeri eşit ağırlıklandırılmıştır

Analiz sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıda yer almaktadır.

Tablo 19: Değerleme Yöntemleri 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

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

Tablo 20: 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

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %22,9 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına **6,90 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Ek: Sorumluluk beyanı

Ek: Sorumluluk beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No: 156
06530 Ankara

09.04.2021

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;
"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Yılmaz Arısoy
Genel Müdür

Özlem Gülçiçek
Müdür


YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL
DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Comert Sok. No: 14 A Blok
D:21-22-23-24-25-27 / 34630
Levent-Beşiktaş/İST. Sicil No:257689
Tic. Sicil No:0386-0023/1910-0016
www.yapikrediyatirim.com.tr