



# Ünlü Yatırım Holding A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Analizi

**Haziran 2021**

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği Ünlü Yatırım Holding A.Ş. ("Ünlü Yatırım" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (Yapı Kredi Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	31 Mayıs - 1 Haziran 2021
İlk İşlem Tarihi (Tahmini)	7-8 Haziran 2021
Hisse Kodu / Pazar	UNLU / Yıldız Pazar
Halka Açıklık Oranı	26,02%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	137.730.842 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	175.000.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	6,90 TL
Arz Edilecek Paylar	37.269.158 TL - Sermaye Artırımı 8.263.851 -Ortak Satışı
Halka Arz Büyüklüğü	314.177.762 TL
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Tahsisat	Yurt İçi Bireysel 50% Yurt İçi Kurumsal 40% Yurt Dışı Kurumsal 10%

## Şirket Bilgileri

Şirket 1996 yılında bağımsız bir kurumsal finansman danışmanlık şirketi olarak kurulmuştur. Şirket, 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 Krallığı'n Londra şehrinde hizmet vermektedir

Şirket, 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.

Şirket'in 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.

## Ana Faaliyet Alanları

### Kurumsal Finansman Danışmanlığı

Şirket, kurumsal finansman danışmanlık hizmetleri kapsamında alıcı ve satıcı taraflara şirket satın alma ve birleşmeleri, halka arz, yurt içinde ve yurt dışında tahvil, bono, eurotahvil, kredi bazlı borçlanma araçları, paya dönüştürülebilir/değiştirilebilir tahviller, 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.

### Kurumsal Satış ve Araştırma

Şirket, 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 piyasası alanında araştırma hizmetleri, vadeli işlem ve opsiyon piyasalarında aracılık hizmetleri, yüksek frekanslı işlemler ve doğrudan piyasa erişimi alanlarında hizmet sunmaktadır.

Şirket, kurumsal satış ve araştırma faaliyetleri kapsamında hem yurt içi hem de yurt dışı kurumsal yatırımcılara hizmet vermektedir. Kurumsal yatırımcı profili özellikle ABD, Avrupa ve Asya ülkeleri merkezli yatırım fonları, risk (hedge) fonları ve emeklilik fonları, portföy yönetim şirketleri, sigorta şirketleri ve SPK kapsamında tanımlanan diğer tüzel kişilerden oluşmaktadır.

### Bireysel ve Kurumsal Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yönetimi

Şirket, 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 biridir. Şirket, kurup yönettiği fonlar ile yurt içi ve yurt dışı piyasalarda bireysel ve kurumsal yatırımcılara hizmet vermektedir.

Şirket tarafından sunulan bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı faaliyetleri "DAHA" markası altında konumlandırılmış olup söz konusu hizmetler "DAHA yatırım danışmanlığı" olarak anılmaktadır. DAHA yatırım danışmanlığının müşterileri ağırlıklı olarak nitelikli yatırımcılardan oluşmaktadır. Söz konusu faaliyet kapsamında nitelikli yatırımcıların; risk profilleri, hedefleri, gelir-gider dengeleri ve varlık durumları incelenerek yatırımcı bazında özel yatırım planlaması ve tavsiyesi ile ilgili hizmetler verilmektedir.

### Tahsili Gecikmiş Alacak Yönetimi

Şirket, 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 sunmuştur.

Şirket, tahsili gecikmiş alacak faaliyetleri kapsamında 310 milyon TL'nin üzerinde yatırım gerçekleştirmiş ve Türkiye'de yerleşik bankalardan toplam 3,7 milyar TL üzerinde anapara tutarlı 35 adet bireysel, KOBİ ve kurumsal tahsili gecikmiş alacak portföyünü devralmıştır. Hâlihazırda 480 bine yakın müşterisine tahsili gecikmiş alacak yönetimi hizmeti sunmaktadır. Şirket'in tahsili gecikmiş alacak portföyünde yer alan alacakların ortalama tahsilat süreleri sekiz ila on yıl arasında değişiklik göstermektedir.

Şirket'in ana faaliyet alanlarına göre gelir kırılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

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%
<b>Toplam</b>	<b>160.841</b>	<b>100,0%</b>	<b>173.885</b>	<b>100,0%</b>	<b>241.757</b>	<b>100,0%</b>

## Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arzdan Elde Edilecek Gelirin Kullanım Alanları

### Yatırım Harcamaları

Şirket, halka arz gelirlerinin %10'una denk gelen kısmı mevcut iş kollarında güncel teknolojileri adapte edip iş hacmini geliştirebilmek için gereken dijitalleşme ve altyapı yatırımları ve BDDK onayına tabi olarak kurulması planlanan yatırım bankasının faaliyete geçmesi için altyapısının ana unsurlarını teşkil edecek olan bilgi teknolojileri donanım ve yazılımlarının tedarik edilmesi amacıyla kullanmayı planlamaktadır.

### Bireysel Yatırım Danışmanlığı Faaliyetlerine Aktarılacak Kaynaklar

Halka arz gelirlerinin %25'ine denk gelen kısmının müşterilere sermaye ürünleri bazlı kredilendirme yapılması amacıyla kullanılması hedeflenmektedir.

### Tahsili Gecikmiş Alacaklar İş Kolunun Gerçekleştireceği Portföy Alımlarına İlişkin Kaynak

Halka arz gelirlerinin %20'sine denk gelen kısmının, tahsili gecikmiş alacak iş kolu kapsamında yapılan tahsili gecikmiş portföyü alımlarında kullanılması hedeflenmektedir.

### Hazine Yönetimine İlişkin Kaynak

Halka arz gelirlerinin diğer yatırımlara ayrılan bölümünün %45'ine denk gelen kısmın ise Şirket'in hazine bölümünde değerlendirilerek Şirket kârlılığına katkıda bulunması planlanmaktadır.

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları	
Bilgi teknolojileri donanım ve yazılım tedariki	10%
Müşterilere sermaye ürünleri bazlı kredilendirme yapılması	25%
Tahsili geçişmiş portföy alımları	20%
Şirket'in hazine bölümünde değerlendirilecek	45%

## Ortaklık Yapısı

ORTAK	Grubu	Halka Arz Öncesi	ORAN(%)	Halka Arz Sonrası	ORAN(%)
		Nominal Değeri(TL)		Nominal Değeri(TL)	
Mahmut Levent Ünlü	A	55.092.337	40,0%	55.092.337	31,5%
Mahmut Levent Ünlü	B	61.012.109	44,3%	52.748.258	30,1%
The Wellcome Trust Limited as Trustee of the Wellcome Trust	B	13.498.188	9,8%	13.498.188	7,7%
Standart Bank	B	6.078.838	4,4%	6.078.838	3,5%
Ünlü Yatırım HoldingA.Ş.	B	717.843	0,5%	717.843	0,4%
Simge Ündüz	B	343.943	0,2%	343.943	0,2%
Tahir Selçuk Tuncalı	B	340.251	0,2%	340.251	0,2%
İbrahim Romano	B	230.405	0,2%	230.405	0,1%
Can Ünalın	B	172.010	0,1%	172.010	0,1%
Utku Özay	B	54.421	0,0%	54.421	0,0%
Ayşe Akkın Çakan	B	45.350	0,0%	45.350	0,0%
Cevdet Uygur Aksoy	B	36.300	0,0%	36.300	0,0%
Sema Argın	B	36.282	0,0%	36.282	0,0%
Mustafa Sönmez	B	36.281	0,0%	36.281	0,0%
Mediha Korkmazarslan	B	36.280	0,0%	36.280	0,0%
Kamil Atilla Köksal	B	4	0,0%	4	0,0%
Halka Açık	B			45.533.009	26,0%
<b>Toplam</b>		<b>137.730.842</b>	<b>100,0%</b>	<b>175.000.000</b>	<b>100%</b>

## FİNANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık bağımsız denetimden geçmiş karşılaştırmalı özet finansal durum ve kar-zarar tablosu aşağıdaki gibidir.

Finansal Durum Tablosu			
(milyon TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>300.424</b>	<b>276.796</b>	<b>400.112</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	91.817	82.131	113.013
Finansal Yatırımlar	30.282	23.658	58.637
Türev Araçlar	0.553	3.210	4.949
Ticari Alacaklar	70.985	81.756	170.870
Diğer Alacaklar	45.756	26.424	45.432
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	5.174	2.070	-
Peşin Ödenmiş Giderler	5.578	11.938	4.781
Diğer Dönen Varlıklar	1.052	0.888	2.308
<i>Satış Amaçlı Elde Tutulan Olarak Sınıflandırılan Varlıklar</i>	49.227	44.721	0.122
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>179.619</b>	<b>206.126</b>	<b>202.513</b>
Finansal Yatırımlar	2.652	1.517	1.517
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	18.546	23.003	17.067
Ticari Alacaklar	119.415	136.530	134.210
Diğer Alacaklar	0.125	0.142	0.157
Maddi Duran Varlıklar	3.707	6.974	6.275
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	3.951	10.325
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	30.621	30.385	32.793
Diğer Duran Varlıklar	-	-	0.012
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	4.553	3.624	0.157
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>480.043</b>	<b>482.922</b>	<b>602.625</b>

Finansal Durum Tablosu			
(mn TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>197.159</b>	<b>183.000</b>	<b>277.732</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	115.394	60.246	170.262
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	36.765	90.000	51.377
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0.395	2.162	4.283
Diğer Finansal Yükümlülükler	15.876	6.638	4.326
Türev Araçlar	-	1.685	4.505
Ticari Borçlar	5.139	3.108	6.800
Diğer Borçlar	2.378	4.968	9.190
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	15.713	9.604	14.410
Kısa Vadeli Karşılıklar	5.499	4.538	11.167
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	0.953
Ertelenmiş Gelirler	-	0.037	0.208
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	0.013	0.250
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>92.828</b>	<b>91.890</b>	<b>80.230</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	73.882	66.391	43.451
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	2.689	7.439
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.308	1.360	2.271
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	16.637	21.450	27.068
<b>Özkaynaklar</b>	<b>190.056</b>	<b>208.032</b>	<b>244.664</b>
Azınlık Payları	-0.081	0.014	0.019
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>190.139</b>	<b>208.018</b>	<b>244.645</b>
Ödenmiş Sermaye	137.731	137.731	137.731
Geri Alınmış Paylar	-2.263	-4.021	-4.021
Kar ve Zararda Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir ve Gider	-0.108	0.331	-0.312
Kar ve Zararda Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir ve Gider	34.900	41.389	17.385
Geçmiş Yıllar Karı / Zararı	24.592	19.878	32.589
Net Dönem Karı / Zararı	-4.713	12.710	61.273
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>480.043</b>	<b>482.922</b>	<b>602.626</b>

Kar-Zarar Tablosu			
(mn TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Gelir	1.853.250	2.013.924	2.577.433
Satışların Maliyeti	-1.692.409	-1.840.040	-2.335.676
<b>Brüt Kar</b>	<b>160.841</b>	<b>173.885</b>	<b>241.757</b>
Genel Yönetim Giderleri	-124.085	-134.729	-178.803
Pazarlama Giderleri	-4.144	-7.292	-9.282
<b>Faaliyet Karı Zararı</b>	<b>32.612</b>	<b>31.864</b>	<b>53.672</b>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.582	1.621	2.926
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1.521	-0.134	-1.096
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0.454	12.294	32.741
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0.000	-4.932	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yat. Karı/Zararı	-23.347	4.457	5.714
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı</b>	<b>9.779</b>	<b>45.170</b>	<b>93.956</b>
Finansman Gelirleri	78.482	54.223	98.463
Finansman Giderleri	-93.240	-80.724	-115.497
<b>Net Finansman Giderleri</b>	<b>-14.758</b>	<b>-26.501</b>	<b>-17.034</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı</b>	<b>-4.979</b>	<b>18.669</b>	<b>76.923</b>
Dönem Vergi Geliri / Gideri	-3.392	-1.157	-3.506
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	3.702	-4.706	-12.118
<b>Net Dönem Karı (Zararı)</b>	<b>-4.670</b>	<b>12.806</b>	<b>61.299</b>
Azınlık Payları	0.043	0.096	0.026
<b>Ana Ortaklık Payları</b>	<b>-4.713</b>	<b>12.710</b>	<b>61.273</b>

Karlılık Oranları (%)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Brüt Kar Marjı	%9	%9	%9
Faaliyet Kar Marjı	%2	%2	%2
Net Kar Marjı	%0	%1	%2

**DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER**

Ünlü Yatırım Holding A.Ş.'nin halka arzı amacıyla Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan 7 Nisan 2021 tarihli fiyat tespit raporunda birim fiyat tespitinde aşağıda belirtilen iki temel yöntem kullanılmıştır.

- 1) Gelir Yaklaşımı Yöntemi ("İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi")
- 2) Pazar Yaklaşımı Yöntemi ("Çarpan Analizi")

Çarpan analizinde F/K ve F/DD çarpanları kullanılmıştır. Bu çarpanların medyanı alınarak hedef değere ulaşılmıştır.

İki temel yöntem değerlendirilmede kullanılırken, ağırlık olarak %60 indirgenmiş nakit akımı yöntemi, %40 çarpan analizi yöntemi kullanılmıştır.

**Çarpan Analizi**

"Piyasa Çarpanları" yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında, çarpan olarak "Fiyat/Kazanç" (F/K) oranı ve "Fiyat/Defter Değeri" (F/DD) kullanılmıştır. Şirketin finans sektöründe faaliyet göstermesi ve holding yapısında olması sebebiyle bu çarpanlar seçilmiştir. Çarpan değerlendirilmesi için yurt içinde ve yurt dışında finansal danışmanlık ve varlık yönetimi alanında faaliyet gösteren şirketler seçilmiş ve bu şirketler tek bir grup olarak değerlendirilmiştir. Seçilen şirketlerin çarpanlarına 5 Nisan 2021 tarihinde Bloomberg üzerinden ulaşılmıştır.

Benzer Şirket Çarpanları		
Şirket Adı	F/K	F/DD
Lazard	12,5	5,2
Evercore	14,7	4,5
Moelis & Co	19,7	7,5
Banco BTG Pactual	16,3	3,2
PJT Partners	16,9	10,7
Houlihan Lokey	17,3	3,5
Gedik Yatırım	16,6	7,4
İş Yatırım	6,5	3,2
İnfo Yatırım	10,1	5,2
Osmanlı Yatırım	13,2	7,5
Global Menkul	13,9	4,20
Ortalama	14,3	5,6
<b>Medyan</b>	<b>14,7</b>	<b>5,2</b>

F/K Çarpanına Göre Öz Sermaye Hesabı	
Net Kar (2020)	61.298.522
Benzer Şirketler F/K Çarpanı Medyanı	14,7
<b>Hesaplanan Özsermaye Değeri</b>	<b>899.175.651</b>

F/DD Çarpanına Göre Öz Sermaye Hesabı	
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar (2020)	244.644.747
Benzer Şirketler F/DD Çarpanı Medyanı	5,2
<b>Hesaplanan Özsermaye Değeri</b>	<b>1.262.902.495</b>



## İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

- İNA analizinde gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmıştır.
- 2021-2028 yılları için projekte edilmiştir.
- 2021-2028 yılları arası Şirket'in satış gelirleri projeksiyonları oluşturulurken ilk önce net satış rakamları için Şirket'in 5 faaliyet alanı için ayrı bir tahmin çalışması yapılmıştır. Kurumsal finansman, Kurumsal satış, Bireysel ve Kurumsal Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yönetimi, Tahsili Gecikmiş Alacaklar (TGA) Yönetimi ve Diğer başlığı altında gelirleri oluşmaktadır.
- Şirket'in hizmet sektöründe faaliyet göstermesi, giderlerinin önemli bir kısmının personel giderlerinden oluşmasına neden olmaktadır. Gider projeksiyonu artan danışman sayısı ve gelirlere bağlı olarak dağıtılan primlerdeki artışa bağlı olarak projekte edilmiştir.
- İş birimlerinin faaliyetlerine devam edebilmesi için gereken teknoloji ve altyapı yatırımlarından ileri gelmektedir
- Şirket tarafından faaliyette olduğu finans sektöründe hissedarlara olan nakit akışının daha önemli görülmesi sebebiyle iş modelini, sermaye yapısından arındırılmış, kaldıraç sonrası nakit akışına odaklanan öz sermayeye serbest nakit akımları metoduyla değerlemek daha uygun bulunmuştur.
- Risksiz faiz oranı hesaplanırken, sabit bir faiz oranı kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi için 10 yıllık devlet tahvili faiz oranlarının Ocak – Nisan 2021 arasındaki ortalaması olan %14,4 göz önünde bulundurularak %15 alınmıştır.
- Piyasa risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır.
- Beta değeri "1" olarak kabul edilmiştir.
- İndirgeme oranı %20,5 olarak hesaplanmıştır.
- Terminal büyüme oranı %7 olarak belirlenmiştir.

Milyon TL	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Net Satışlar</b>	<b>317,4</b>	<b>392,7</b>	<b>485,6</b>	<b>609,1</b>	<b>723,2</b>	<b>831,7</b>	<b>931,5</b>	<b>1.024,60</b>
Yıllık büyüme		24%	24%	25%	19%	15%	12%	10%
<b>FVÖK</b>	<b>97,5</b>	<b>130,5</b>	<b>175,7</b>	<b>240,1</b>	<b>298,6</b>	<b>343,4</b>	<b>384,6</b>	<b>423</b>
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	5,7	5,8	4,4	5	5,6	6,2
Genel Yatırım Harcamaları	9,6	4	4,7	5,1	5,8	6,6	7,4	8,2
Portföy Değer Düşüklüğü	26,3	32	38,2	45,6	51,3	59	66,1	72,7
TGA Portföy Satın Alımları	70	85	100	120	144	165,6	185,5	204
Net Borçlanma	42	51	60	72	86,4	99,4	111,3	122,4
Net Faiz Geliri	-2,5	-3,9	3,6	14,8	30,4	35	39,2	43,1
<b>Serbest Nakit Akışı(SNA)</b>	<b>61,2</b>	<b>95,5</b>	<b>143,5</b>	<b>205</b>	<b>261,6</b>	<b>300,8</b>	<b>336,9</b>	<b>370,6</b>
İndirgeme Oranı	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
SNA Bugünkü Değeri	671,8							
Terminal Büyüme Oranı	7,00%							
Terminal Değerin Bugünkü Değeri	660,8							
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>1.332,60</b>							

İNA Analizi ile elde edilen projeksiyonlara aşağıdaki tabloda yer verilmiştir. Firmaya serbest nakit akımları ve terminal değer yıllara göre sabit tutulan %20,5 özsermaye maliyeti ile indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek hesaplanan özsermaye değeri 1.332.569.706 TL olarak bulunmuştur.

## SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Özsermaye Katkısı (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	1.332.569.706	60%	799.541.824
<b>Piyasa Çarpan Analizi</b>			
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
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>			<b>1.231.957.453</b>

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

Halka Arz İskontosu Sonrası	
Halka Arz İskontosu Öncesi Hesaplanan Öz sermaye Değeri	1.231.957.453
Halka Arz İskonto Oranı	22,90%
Halka Arz İskontolu Öz sermaye Değeri	950.342.810
Sermaye	137.730.842
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)	6,90

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

**GÖRÜŞ**

- Ünlü Yatırım Holding A.Ş.'nin Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara yeterli ve anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin kullanılmıştır. Öz sermaye Artık Getiri Modeli ile de bir değerlendirme çalışması yapılabilirdi. Ayrıca Holding yapısından kaynaklı olarak iştirakler üzerinden bir net aktif değer hesaplaması da yapılabilirdi.
- İNA çalışmasında Risksiz getiri oranı 10 yıllık TL devlet tahvili faizi baz alınarak, Ocak – Nisan 2021 arasındaki ortalaması olan %14,4 olması nedeniyle %15 olarak alınması, bu tarih sonrası yukarı yönlü hareketi hız kazanan tahvil faiz seyri dikkate alındığında iyimser kalmaktadır.
- Çarpan analizi ile yapılan değerlemede Şirket'in finansal hizmetler alanında faaliyet göstermesi nedeniyle F/K ve F/DD çarpanlarının kullanılmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Yurtdışı benzer şirketlerin çarpan analizine dâhil edilmesini olumlu karşılıyoruz. Fakat seçilen yurtdışı şirketlerin ölçüklerinin ve ülke piyasa yapılarının farklı olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizi ve Çarpan analizi ile ulaşılan sonuçlara sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verilerek hedef öz sermaye değerine ulaşılmıştır. Verilen ağırlıkların makul olduğunu düşünüyoruz.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %22,9 iskonto oranı uygulanarak bulunan 6,90 TL pay başına fiyatın yukarıdaki çekinceler saklı kalmak kaydıyla makul olduğunu düşünüyoruz.