



# HEDEF HOLDİNG A.Ş.

## Fiyat Tespit Raporu

---

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida  
Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy  
İstanbul  
Tel : 0216 444 1 263

---

30/09/2021

**Rapor Bilgileri**

- a) **Raporun Tarihi (Aynı zamanda sayısı):** 30 Eylül 2021
- b) **Raporun Türü:** Şirket Değerleme Raporu. Fiziki olarak hazırlanan bu rapor Hedef Holding A.Ş. paylarının halka arzından önce dijital olarak KAP'ta yayınlanacaktır
- c) **Değerleme Para Birimi:** Türk Lirası
- d) **Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve Adresi:** Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy İstanbul.
- e) **Değerlemeyi Gerçekleştiren Kişi:** Rapora konu varlığın değerlemesi Bizim Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Yönetmeni İlker Şahin tarafından yapılmıştır. SPL Sicil numarası 31839 olan İlker Şahin 211071 numaralı Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip olmakla beraber türev ürünler lisansı almaya da hak kazanmıştır.
- f) **Değerlemeyi Talep Eden:** Hedef Holding Anonim Şirketi (Bundan böyle "Hedef Holding" veya "Şirket" olarak anılacaktır). Hedef Holding A.Ş. 22.02.2011 tarihinde; kurulmuş veya kurulacak şirketlerin sermaye ve idarelerine iştirak etmek, vereceği yatırım kararları doğrultusunda kaynakları kanalize etmek; yatırım finansman, pazarlama, organizasyon ve yönetim konularında danışmanlık yapmak amacıyla kurulmuştur. Bu maksatla kurduğu veya iştirake uygun gördüğü yerli veya yabancı şirketlere aynı veya nakdi sermaye yatırımı yapabilir. İştirak ettiği şirketlerin finansal, idari, ticari ve teknik problemlerinin çözümüne yardımcı olmak, teknik planlama, programlama, bütçeleme, raporlama, projelendirme, denetim ve finansal organizasyon gibi konularda danışmanlık verebilir. İlk olarak Hedef Finansal Hizmetler A.Ş. unvanı ile kurulan ve sonrasında 04.09.2018 tarih ve 9652 sayılı Ticaret Gazetesi tescil ve ilanla unvan değişikliğiyle birlikte Hedef Finansal Yatırımlar A.Ş. olarak faaliyet gösteren Şirket, 25.06.2021 tarih ve 10357 sayılı Ticaret Gazetesi tescil ve ilanla faaliyetlerini "Hedef Holding A.Ş." unvanı ile sürdürmektedir. Şirket faaliyetini İstanbul'da gerçekleştirmektedir. Şirket'in merkez adresi Doğu Karadeniz Cad. Selvilievler Sitesi No:26/5 Burhaniye, Üsküdar – İSTANBUL'dur.
- g) **Değerlemeyi Yapanın Değerlemeye Konu Varlık ve Müşteri İle Olan İlişkisi:** Bizim Menkul Değerler A.Ş. ile Hedef Holding arasında sermaye ilişkisi bulunmamaktadır.
- Hedef Holding'in %89,50 oranında iştirak ettiği Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. (Hedef PYS) için 2021 yılında değerlendirme raporu hazırlanmış olup ayrıca Hedef PYS'nin kurucusu olduğu fonların yatırım yapmış olduğu 3 şirket için BMD tarafından 2021 yılında değerlendirme hizmeti verilmiştir.
- h) **Değerleme Tarihi:** 29 Eylül 2021
- i) **Dayanak Sözleşme Tarihi:** 10 Haziran 2021
- j) **Kullanım, dağıtım veya yayımlanma kısıtlamaları:** İşbu rapor muhatabı olan Hedef Holding A.Ş.'nin dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kuramlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliği hükümleri gereğince KAP'ta yayınlanacak olan bu rapor BMD'nin yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.
- k) **Değerlemeye ilişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar Veri Kaynakları:** Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.06.2021 dönemi için hazırlanan bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket'in finansal yatırımlarda takip ettiği Hedef PYS yönetiminin 2021 - 2025 yılları itibari ile ciro ve gider tahminleri ve BMD bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

**Hedef Holding A.Ş.'ye, İstanbul, Türkiye**

Hedef Holding A.Ş.'nin (Hedef Holding veya Şirket) değerini içeren "Değerleme Raporu" çalışmamızı tamamlamış bulunmaktayız. Bu değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak beyan ederiz.

Bu değerlendirme çalışması SPK mevzuatı kapsamında Hedef Holding A.Ş.'nin talebi doğrultusunda Şirketin halka arz talep toplama fiyatına yönelik görüş vermek üzere gerçekleştirilmiştir.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır. Bilerek aldatıcı, hatalı, ön yargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır. Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür. Değerleme çalışması bağımsızlık ve objektiflik ilkelerine bağlı kalınarak kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir. Değerleme ücreti, değerlendirme çalışmasının tamamlanmasından önce tespit edilmiş olup değerlendirme çalışmasının sonucuna veya raporun herhangi bir kısmına hiçbir şekilde bağlı değildir.

Bu değerlendirme çalışması kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya SPK'nın ilgili tebliği gereğince raporun sonuçlarına ihtiyaç duyan kurumlar haricinde başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır.

Finansal Değerlemesi yapılan şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergi ile ilgili bir durum tespiti yapılmamıştır. Burada ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir. Değerlemesi yapılan şirketin aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapılmamış olup bu konuda herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Bu çalışmada şirket için bulunan değer alım veya satım fiyatı olarak da esas teşkil etmemektedir ve etmemelidir. Buna ilave olarak; bulunan değer üzerinden alım-satım işlemi yapılması ve/veya işlemin teminatlandırılması, bu çalışmaya dâhil edilmemiş olan birçok faktörün de göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir. Bizim Menkul Değerler A.Ş. alım-satım ve/veya teminatlandırma işlemlerinde herhangi bir yükümlülük veya sorumluluk kabul etmemektedir ve etmeyecektir.

Bu değerlendirme çalışmasında Şirket yetkililerinin tarafımıza iletmış olduğu verilerden, projeksiyonlardan ve raporlardan yararlanılmıştır. Şirketimiz, bu bilgilerin makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşamamıştır. Bununla birlikte elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğruluğuna güvenmiş olup; bu bilgilerin doğruluğu konusunda şirketimiz veya çalışanları tarafından herhangi bir beyan verilmemiştir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk da kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına Şirket yetkililerinin tarafımıza iletmış olduğu veriler dışında BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporun hazırlanma zamanından farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu değerlendirme çalışması, Şirket yetkililerinin sağladığı verileri baz alarak Hedef Holding'in sahip olabileceği piyasa değeri hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin makul olması veya başarısı konusunda hiçbir beyan verilmemiştir ve verilmeyecektir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Bu değerlendirme çalışmasının kullanılması sonucunda doğabilecek olan doğrudan veya dolaylı zararlardan şirketimiz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır. Bu rapor, değerlendirme yapılan şirket ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.

Bu değerlendirme çalışmasında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmış olmakla birlikte Hedef Holding'in nihai değer hesabında Maliyet Yaklaşımı – Net Aktif Değer ve Pazar Yaklaşımı (Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi - Çarpın Analizi) Yöntemleri kullanılmıştır. UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar Madde 70.1 'de de belirtildiği üzere Maliyet Yaklaşımı işletmelerin

ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde nadiren uygulanmaktadır. Hedef Holding'in piyasa değeri hesaplanırken maliyet yaklaşımı olarak Net Aktif Değer (NAD) yöntemi kullanılmıştır.

Bununla birlikte Borsa İstanbul'da işlem gören holding şirketlerinin en güncel mali verileri ve 29 Eylül 2021 tarihli piyasa değerleri kullanılarak hesaplanan Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanları kullanılarak Hedef Holding için piyasa değeri tespit edilmiştir. Hedef Holding'in faaliyet konusunun doğrudan sınai veya ticari faaliyetler olmaması, şirketlere ve finansal enstrümanlara yatırım yaparak bu yatırımlarından gelir elde etmesi olduğu göz önünde bulundurularak Şirket'in değer hesabında Gelir Yaklaşımı-İndirgenmiş Nakit Akımı kullanılmamıştır.

Şirketin finansal yatırımlarda takip ettiği İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. INFO koduyla, Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı HDFGS koduyla Borsa İstanbul'da (BİST) işlem görmektedir. Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgilili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır. Aktif bir piyasada serbestçe alım/satım yapılabilen varlıklar için Pazar değeri alıcılar/satıcılar tarafından ilgili varlıkla alakalı sahip olunan bütün bilgiler göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. Bu sebeple Hedef Holding'in NAD hesabında INFO ve HDFGS'nin değerleri 29 Eylül 2021 tarihli Borsa İstanbul'daki kapanış fiyatları baz alınarak dahil edilmiştir. INFO ve HDFGS'nin 30-60-90-180-365 günlük ortalama fiyatları hesaplanmış ve 29 Eylül 2021 kapanış fiyatları bu ortalamalar arasında yer aldığı için NAD hesabında kullanılmıştır.

Şirketin finansal yatırımlarda takip ettiği bir diğer şirket olan Hedef PYS BİST'te işlem görmemekle beraber bu şirket için BMD tarafından 4 Ağustos 2021 tarihli değerlendirme raporu hazırlanmıştır. Zaman uyumsuzluğunun önüne geçmek adına Hedef PYS'nin 29 Eylül 2021 tarihi itibarıyla piyasa değeri güncel finansal koşullar ve Hedef PYS'nin Temmuz-Ağustos 2021 finansal gerçekleştirmeleri göz önünde bulundurularak tekrar hesaplanmıştır.

29 Eylül 2021 tarihinde yapılan Net Aktif Değer çalışmasında 30 Haziran 2021 tarihli Şirket bilançosunda yer alan Şirket'in varlıklarının rayiç değerlerinde 20.097.321 TL'lik bir düşüş meydana gelirken yükümlülüklerinin rayiç değerlerinde 4.008.012 TL azalış gerçekleşmiş ve Net Aktif Değer 30.06.2021 tarihindeki özkaynaklara göre 16.089.309 TL azalarak 584.416.175 TL hesaplanmıştır. Varlıklar ve yükümlülüklerde yapılan düzeltmeler iş bu raporun 3.4 numaralı başlığı altında gösterilmektedir.

Hedef Holding A.Ş. Bağımsız Denetimden Geçmiş TFRS Bazlı Net Aktif Değer , TL			
VARLIKLAR	30.06.2021		29.09.2021
Dönen Varlıklar	Kayıtlı Değer	Düzeltilme	Rayiç Değer
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>59.847.826</b>	<b>473.027</b>	<b>60.320.853</b>
Duran Varlıklar	Kayıtlı Değer	Düzeltilme	Rayiç Değer
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>628.878.208</b>	<b>-20.570.347</b>	<b>608.307.861</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>688.726.034</b>	<b>-20.097.321</b>	<b>668.628.713</b>
KAYNAKLAR			29.09.2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler	Kayıtlı Değer	Düzeltilme	Rayiç Değer
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>451.215</b>	<b>0</b>	<b>451.215</b>
Uzun Vadeli Yükümlülükler	Kayıtlı Değer	Düzeltilme	Rayiç Değer
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>87.769.335</b>	<b>-4.008.012</b>	<b>83.761.323</b>
<b>Toplam Kısa ve Uzun Vadeli Yük.</b>	<b>88.220.550</b>	<b>-4.008.012</b>	<b>84.212.538</b>
<b>NET AKTİF DEĞER</b>	<b>600.505.484</b>	<b>-16.089.309</b>	<b>584.416.175</b>

  
BMD  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Detayları iş bu raporun 3.5 numaralı başlığı altında gösterilen Çarpan Analizinde Borsa İstanbul holding şirketlerinden kurumlar vergisi avantajı olan girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve PD/DD çarpanı 3x'ten büyük olan şirketler elimine edilerek hesaplanan 1,092x PD/DD çarpanı ile Şirketin 30.06.2021 tarihli bilançosundaki özkaynak rakamı olan 600.505.484 TL çarpılarak Hedef Holding için 655.924.888 TL değer tespit edilmiştir.

Hedef Holding Çarpan Değerlemesi, TL	29.09.2021
Kullanılan PD/DD çarpanı	1,092
Hedef Holding 2021/06 Özkaynak	600.505.484
<b>Hesaplanan Değer</b>	<b>655.924.888</b>

Hedef Holding için NAD metodundan hesaplanan 584.416.175 TL ve çarpan metodundan hesaplanan 655.924.888 TL değere eşit ağırlık verilerek 620.170.532 TL adil piyasa değeri hesaplanmıştır. Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesi 250.000.000 TL olup pay başı adil değer 2,48 TL'ye denk gelmektedir. Adil değer üzerinden %21,0 halka arz iskontosu uygulanarak 1,96 TL pay başı halka arz talep toplama fiyatı hesaplanmıştır.

Hedef Holding Halka Arz Değeri, TL		29.09.2021
Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Ağırlık
Net Aktif Değer	584.416.175	50%
Çarpan	655.924.888	50%
<b>Adil Piyasa Değeri</b>	<b>620.170.532</b>	
Ödenmiş Sermaye	250.000.000	
<b>Adil Pay Başı Değer</b>	<b>2,48</b>	
Halka Arz İskontosu	21,0%	
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>490.000.000</b>	
<b>Halka Arz Talep Toplama Fiyatı</b>	<b>1,96</b>	

Bu raporda yer alan değerlemeler raporun 3.1. numaralı başlığı altında belirtilen varsayımlar, kısıtlamalar ve şartlara tabidir. İlgili varsayımlar, kısıtlamalar ve şartlarda oluşabilecek değişiklikler değer üzerinde aşağı ya da yukarı yönlü etkide bulunabilir.

  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.  
30 Eylül 2021

## İçindekiler

<b>1. Hedef Holding A.Ş. &amp; Sektörel Bilgi</b> .....	- 7 -
1.1. Kısaca Hedef Holding ve İştirakleri Hakkında Bilgi .....	- 7 -
1.1.1. İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (İfo Yatırım) .....	- 9 -
1.1.2. Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. (Hedef PYŞ) .....	- 11 -
1.1.3. Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (Hedef GSYO) .....	- 13 -
1.2. Ekonomi ve Finansal Piyasalar .....	- 14 -
1.2.1. Küresel Ekonomi & Finansal Piyasalar .....	- 14 -
1.2.2. Türkiye Ekonomisi & Finansal Piyasalar .....	- 17 -
1.3. Aracı Kurum & Portföy Yönetim Sektörü .....	- 20 -
1.3.1. Aracı Kurum Sektörü .....	- 20 -
1.3.2. Portföy Yönetim Şirketleri Sektörü .....	- 23 -
1.3.3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'na Genel Bakış .....	- 28 -
<b>2. Mali Veriler</b> .....	- 30 -
2.1. Gelir Tablosu .....	- 31 -
2.1.1. Hedef Holding .....	- 31 -
2.1.2. İfo Yatırım .....	- 31 -
2.1.3. Hedef PYŞ .....	- 32 -
2.1.4. Hedef Girişim .....	- 33 -
2.2. Bilanço .....	- 34 -
2.2.1. Hedef Holding .....	- 34 -
2.2.2. İfo Yatırım .....	- 37 -
2.2.3. Hedef PYŞ .....	- 38 -
2.2.3. Hedef Girişim .....	- 39 -
<b>3. Değerleme</b> .....	- 41 -
3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar; .....	- 41 -
3.2. Değerleme Yöntemleri .....	- 43 -
3.3. Hedef PYŞ Değerlemesi .....	- 48 -
İNA Genel Varsayımlar .....	- 48 -
İndirgeme Oranı Tespiti .....	- 48 -
Net Borç .....	- 50 -
Gelir & Maliyet & Brüt Kar .....	- 50 -
Faaliyet Giderleri .....	- 53 -
Faaliyet Karı .....	- 54 -
Kurumlar Vergisi .....	- 54 -
Sabit Kıymet Yatırımları .....	- 54 -
İşletme Sermayesi .....	- 54 -
İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri .....	- 54 -
Yurtiçi Çarpan Analizi .....	- 55 -
Yurtdışı Çarpan Analizi .....	- 58 -
Hedef PYŞ Nihai Değer .....	- 59 -
3.4. Hedef Holding NAD Değerlemesi .....	- 59 -
3.5. Hedef Holding Çarpan Değerlemesi .....	- 61 -
3.6. Hedef Holding Adil Değer & Halka Arz Değeri .....	- 63 -
<b>4. Ekler</b> .....	- 64 -
Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı .....	- 64 -
Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı .....	- 64 -
Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri .....	- 64 -
Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı .....	- 65 -
Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı .....	- 66 -
Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler'e Uyum Beyanı .....	- 66 -

## 1. Hedef Holding A.Ş. & Sektörel Bilgi

### 1.1. Kısaca Hedef Holding ve İştirakleri Hakkında Bilgi

Hedef Holding A.Ş. 22.02.2011 tarihinde; kurulmuş veya kurulacak şirketlerin sermaye ve idarelerine iştirak etmek, vereceği yatırım kararları doğrultusunda kaynakları kanalize etmek; yatırım finansman, pazarlama, organizasyon ve yönetim konularında danışmanlık yapmak amacıyla kurulmuştur. Bu maksatla kurduğu veya iştirake uygun gördüğü yerli veya yabancı şirketlere aynı veya nakdi sermaye yatırımı yapabilir. İştirak ettiği şirketlerin finansal, idari, ticari ve teknik problemlerinin çözümüne yardımcı olmak, teknik planlama, programlama, bütçeleme, raporlama, projelendirme, denetim ve finansal organizasyon gibi konularda danışmanlık verebilir.

Şirket, yukarıda açıklanan faaliyetleri kapsamında "yatırım işletmesi" olarak tanımlanmakta olup, bu kapsamda işletmenin amacı, sermaye (değer artış) kazancı veya yatırım geliri (kar payı, faiz, kira vb.) ya da her ikisini birden elde etmek üzere yatırım yapmak ve bu yatırımlar için yatırımcılardan fon temin etmektir. Şirket, ilgili yatırımlarını sınırlı bir süre için, yatırıma ilişkin çıkış stratejileri kapsamında elinde tutar ve bu yatırımlarının tamamını gerçeğe uygun değer esaslı üzerinden ölçer ve değerlendirir. Şirket, finansal yatırımlarından çıkış stratejileri doğrultusunda; halka arz, borsada satış, mevcut ortağa satış, üçüncü kişilere devir gibi yöntemlerle yatırımlardan çıkmaktadır.

İlk olarak Hedef Finansal Hizmetler A.Ş. unvanı ile kurulan ve sonrasında 04.09.2018 tarih ve 9652 sayılı Ticaret Gazetesi tescil ve ilanla unvan değişikliğiyle birlikte Hedef Finansal Yatırımlar A.Ş. olarak faaliyet gösteren Şirket, 25.11.2020 tarihinde, aynı tarihli ve 79 sayılı yönetim kuruluna istinaden %100'üne sahip olduğu Hedef Holding A.Ş. ile devir yolu ile birleşerek önce Hedef Finansal Yatırımlar A.Ş. unvanıyla faaliyetlerine devam etmiş ve ardından 25.06.2021 tarih ve 10357 sayılı Ticaret Gazetesi tescil ve ilanla unvanını Hedef Holding A.Ş. olarak değiştirmiştir. Şirket faaliyetini İstanbul'da gerçekleştirmektedir. 30.06.2021 tarihi itibarıyla şirkette çalışan personel sayısı 1 olup 23 Ağustos 2021'de 2'dir. .

#### Hedef Holding Önemli Kilometre Taşları

- Şirket, 22.02.2011 tarihinde Hedef Finansal Hizmetler A.Ş. unvanı ile 50.000 TL sermayeli olarak İstanbul'da kurulmuştur.
- 23.03.2012 tarihinde Şirketin sermayesi tamamı olağanüstü yedek akçelerden karşılamak üzere 1.000.000 TL artışla 1.050.000 TL'ye yükseltilmiştir.
- 2012 yılında Hedef Portföy Yönetimi A.Ş.'nin sermayesine kurucu ortak olarak %89,50 oranında iştirak edilmiştir.
- 22.01.2013 tarihinde Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin %74,92'sine iştirak edilmiştir.
- 01.02.2013 tarihinde Şirketin sermayesi, 750.000 TL'si 2012 yılı dönem karından, 10.000 TL'lik kısmı olağanüstü yedeklerden, 14.200.000 TL'si de nakden olmak üzere 14.950.000 TL artışla 16.000.000 TL'ye çıkarılmıştır.
- 2014 yılında Hedef İleri Savunma Sanayi A.Ş.'nin sermayesine kurucu ortak olarak %100 oranında iştirak edilerek, Hedef İleri Savunma A.Ş.'nin unvanı Hedef Holding A.Ş. olarak değiştirilmiş olup, söz konusu husus 13.01.2020 tarihinde tescil edilmiş, 17.01.2020 tarih ve 9996 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. Şirket, 25.11.2020 tarih, 38 sayılı Yönetim Kurulu Kararı ile ilgili tarihte bağlı ortaklığı olan ve Hedef Holding A.Ş.'yi kolaylaştırılmış usulde devralarak bu şirketle birleşmiştir. Birleşme kararı 03.12.2020 tarihinde tescil, 08.12.2020 tarih, 10219 sayılı TTSG'de ilan edilmiş ve 935205-0 Ticaret Sicil No'lu Hedef Holding A.Ş. sicilden terkin edilmiş, alacaklılara çağrı ilanları 08.12.2020-10219 sayılı, 16.12.2020-10225 sayılı, 24.12.2020-10231 sayılı TTSG'lerde yayımlanmıştır.
- 2015 yılında o zamanki bağlı ortaklığı Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin payları Borsa İstanbul'da halka arz edilerek, "HDFGS" koduyla işlem görmeye başlamıştır.
- 16.02.2018 tarihinde Şirket'in sermayesi, 10.844.762,77 TL'si iç kaynaklardan ve 155.237,23 TL'si nakden olmak üzere 11.000.000 TL artışla 27.000.000 TL'ye yükseltilmiştir.
- 2018 yılında Hedef Projelendirme ve Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.'nin (Eski Unvanı: Afyon Jeotermal Yatırımlar A.Ş.) sermayesine %2,50 oranında iştirak edilmiş olup, 25.10.2019 tarihinde Şirket tarafından, söz konusu şirketin sermayesinin %2,50'sine karşılık gelen 75.000 adet pay 111.197 TL bedelle Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye satılmıştır.
- 2018 yılında şirketin unvanı Hedef Finansal Yatırımlar A.Ş. olarak değiştirilmiş olup, kayıtlı sermaye sistemine geçilerek, kayıtlı sermaye tavanı 120.000.000 TL olarak belirlenmiştir.

- Info Yatırım'ın sermayesinin %30'una karşılık gelen 30.000.000 TL nominal değerli B grubu nama yazılı imtiyazsız payların, 1 TL nominal değerli pay için 6,25 TL fiyatla Sibel Gökalp'ten Hedef Holding A.Ş.'ye satışı 21.01.2021 tarihinde Borsa İstanbul A.Ş. Toptan Alış Satış İşlemlerine İlişkin Prosedür çerçevesinde gerçekleştirilmiştir.
- 28.01.2021 tarihinde Şirket'in sermayesi 3.670.000 TL'lik kısmı iç kaynaklardan, 84.080.000 TL'lik kısmı da nakden olmak üzere 87.750.000 TL artışla 114.750.000 TL'ye yükselmiştir.
- 18.03.2021 tarihinde Şirket'in sermayesi 135.250.000 TL nakden artışla 250.000.000 TL'ye yükseltilmiştir.
- Şirket'in unvanının Hedef Holding A.Ş. olarak güncellenmesi, kayıtlı sermaye tavanının 1.000.000.000 TL'ye artırılması ve esas sözleşmesinin tadil edilmesine ilişkin SPK'ya yapmış olduğu başvuru, SPK'nın 27.05.2021 tarihli ve 27/801 sayılı toplantısında onaylanmış olup, söz konusu değişiklikler 22.06.2021 tarihinde tescil edilerek 25.06.2021 tarih ve 10357 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

#### Hedef Holding Ortaklık Yapısı

30.06.2021 itibariyle Şirket'in sermayesi 250.000.000 TL olup sermayenin 25.000.000 TL'lik kısmını temsil eden 25.000.000 adet pay A Grubu nama yazılı, imtiyazlı ve Sibel Gökalp'e ait, kalan 225.000.000 TL'lik sermayeyi temsil eden 225.000.000 adet pay B Grubu hamiline yazılı ve imtiyazsızdır.

Şirket esas sözleşmesinin 8. maddesine göre 6 kişiden oluşacak Yönetim Kurulu üyelerinin yarısı A Grubu pay sahiplerinin çoğunluğunun önereceği adaylar arasından Genel Kurul tarafından seçilir. Esas Sözleşme'nin 10. maddesine göre ise yapılacak olağan ve olağanüstü genel kurul toplantılarında A grubu pay sahiplerinin 5 oy hakkı vardır.

30.06.2021 tarihli ortaklık yapısı aşağıdadır.

#### Hedef Holding Ortaklık Yapısı

TL							30.06.2021
Ortak	Pay Grubu	Pay Adedi	Pay Tutarı	Pay Oranı	Oy Hakkı	Oy Hakkı Oranı	
Sibel Gökalp	A	25.000.000	18.500.000	7,40%	125.000.000	35,71%	
Sibel Gökalp	B	225.000.000	231.500.000	92,60%	225.000.000	64,29%	
<b>Toplam</b>		<b>250.000.000</b>	<b>250.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>350.000.000</b>	<b>100,00%</b>	

Kaynak:Şirket Esas Sözleşmesi

#### Hedef Holding İştirak Yapısı

Şirketin iştirak ve bağlı ortaklıklarının unvanları, faaliyet konuları, iş merkezleri ve pay oranları aşağıda açıklanmıştır.

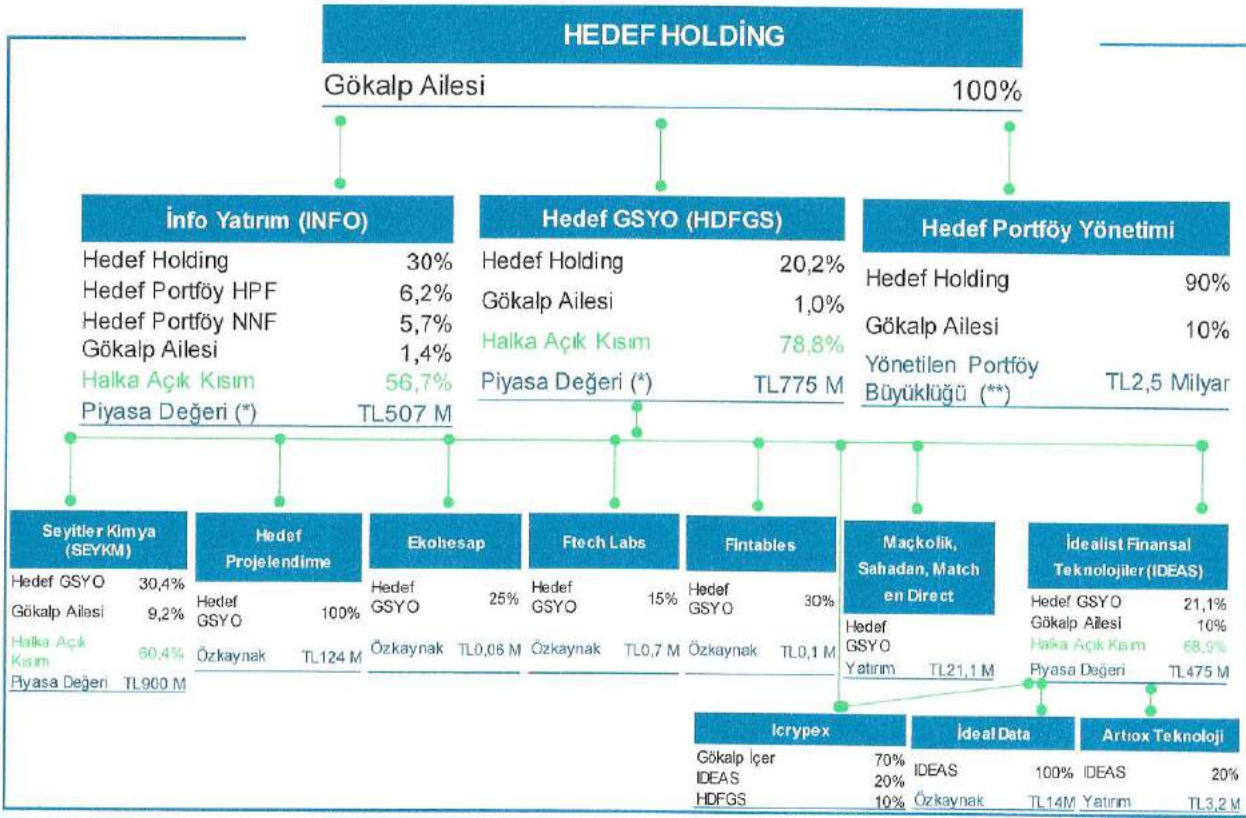
Hedef Holding İştirakler				30.06.2021
Unvanı	Faaliyet Konusu	Merkez	İştirak Oranı, %	
Hedef Portföy Yönetimi A.Ş.	Portföy Yönetimi	İstanbul	89,50	
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ort. A.Ş.	Girişim Sermayesi	İstanbul	19,49	
Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aracı Kurum	İstanbul	30,00	

Kaynak:Bağımsız Denetim Raporu

Hedef Holding'in doğrudan ve dolaylı iştirakleri Finans, Finansal Teknoloji, Sağlık & Kimya, Danışmanlık, Gayrimenkul, Yenilenebilir Enerji ve Savunma Sanayi sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerden oluşmaktadır. Hedef Holding ve İştiraklerinin özet ortaklık ve iştirak yapısı aşağıdaki şemada gösterilmiştir.

  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.





\* Piyasa Değerleri 24.09.2021 tarihli verilerdir.

\*\* Yönetilen Portföy Büyüküğü Ağustos 2021 dönemi itibarıyla.

### 1.1.1. Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım)

Info Yatırım, sermaye piyasalarında ve sermaye piyasası araçlarında işlem yapmak üzere 28.12.1990 tarihinde Lider Menkul Değerler A.Ş. olarak faaliyete başlamıştır. 1994 yılında Hikmet Alp, Can Alp ve Gülay Alp tarafından şirket paylarının satın alınması ile birlikte şirketin unvanı 04.10.1994 tarihinde Info Yatırım ve Finansman A.Ş. olarak değiştirilmiş, akabinde şirketin unvanı 09.06.1995 tarihinde Info Menkul Değerler A.Ş. olarak, 27.10.2015 tarihinde Info Yatırım A.Ş. olarak, nihai durumda ise 13.04.2016 tarihinde Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 19.04.2019 tarihli Sibel Gökalp ve Can Alp arasındaki pay devir sözleşmesine istinaden şirketin hakim ortaklık yapısının değiştirilmesine ilişkin SPK'ya yapılan izin başvurusu, SPK'nın 30.05.2019 tarih ve 32 sayılı toplantısında alınan karar ile olumlu karşılanmış olup, 24.06.2019 tarihinde payların devir süreci tamamlanmıştır. Info Yatırım'ın mevcut durum itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir.

Info Yatırım Ortaklık Yapısı		15.09.2021
Ortak	Pay Tutarı, TL	Pay Oranı
Hedef Holding A.Ş.	41.430.000	30,00%
Hedef Portföy Kuzey Hisse Senedi Serbest Fon	8.564.234	6,20%
Hedef Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu	7.896.209	5,72%
Sibel Gökalp	1.905.449	1,38%
Diğer	78.304.108	56,70%
<b>TOPLAM</b>	<b>138.100.000</b>	<b>100,00%</b>

Kaynak:www.kap.org.tr

Info Yatırım, hakim ortaklık yapısının 2019 yılında değişmesini takiben hızla yeniden yapılanmaya gitmiş olup, başta teknolojik alt yapı, nitelikli insan kaynağı ve şubeleşme adımları olmak üzere adımlar atılmıştır.

Info Yatırım tamamı pay devir sürecini takiben olmak üzere 20 itibarıyla bürosu açarak genel müdürlük dahil 21 noktada hizmet vermeye başlamıştır.

Şirketin Ana Sözleşmesinin "Amaç ve Konu" başlıklı 3. maddesinde belirtildiği üzere yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetler arasında sayılan ve sayılacak olan diğer her türlü işlemi Sermaye Piyasası Kurulu'ndan gerekli izinleri alarak yapmaktır.

İnfo Yatırım'ın 26.01.2016 tarihli G-047 (K-004) sayılı geniş yetkili yatırım kuruluşu faaliyet izni kapsamında mevcut durum itibarıyla faaliyet izinleri aşağıda gösterilmiştir.

- İşlem Aracılığı Faaliyeti (01.01.2015'ten itibaren),
- Portföy Aracılığı Faaliyeti (01.01.2016'dan itibaren),
- Bireysel Portföy Yöneticiliği Faaliyeti (01.01.2015'ten itibaren),
- Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti (01.01.2015'ten itibaren),
- Halka Arza Aracılık Faaliyeti (Aracılık Yüklenimi 25.06.2019'ten itibaren ve En İyi Gayret Aracılığı),
- Sınırlı Saklama Hizmetidir (01.01.2015'ten itibaren).

İnfo Yatırım bireysel ve kurumsal yatırımcılara, başta sermaye piyasası araçlarının alım-satım aracılığının yanı sıra yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi ve kurumsal finansman hizmetleri de sunmaktadır. İnfo Yatırım, Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası, Borçlanma Araçları Piyasası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası ve Kaldıraçlı Alım Satım İşlemleri'nde de aracılık hizmeti vermektedir.

Alım-Satım Aracılığı faaliyetleri kapsamında, BİAŞ Pay Piyasası, Borçlanma Araçları Piyasası'nda alım satım işlemleri gerçekleştirilmektedir.

Türev Araçların Alım Satımına Aracılık faaliyetleri kapsamında, BİAŞ Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda türev ürünlerin alım satım işlemleri yapılmaktadır.

Kaldıraçlı Alım-Satım İşlemleri faaliyetleri kapsamında ise, FX olarak bilinen kaldıraçlı alım satım işlemleri ile yurtdışı borsalarda işlem gören pariteler, şirketler ve emtialar için aracılık işlemlerinde bulunmaktadır.

Portföy Yöneticiliği ve Yatırım Danışmanlığı faaliyetleri kapsamında ise lisans belgeli portföy yöneticileri ve yatırım danışmanları tarafından yatırımcılara hizmet sunulmaktadır.

İnfo Yatırım tarafından Halka Arza Aracılık faaliyetleri kapsamında, BİAŞ'ta işlem görecekt şirketlerin halka arzına aracılık (aracılık yüklenimi ve en iyi gayret aracılığı) ve tüm kurumsal finansman faaliyeti hizmetleri sunulmakta olup, halka arzına aracılık faaliyetlerini yürüttüğü Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş. paylarının halka arzı 2020 yılının Temmuz ayında, Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş. paylarının halka arzı 2021 yılının Nisan ayında ve Escar Turizm Taşımacılık Tic. A.Ş.'nin halka arzı 2021 Temmuz ayında tamamlanmıştır.

İnfo Yatırım ayrıca SPK'nın onayladığı ihraç tavanları dahilinde finansman bonoları da ihraç etmekte olup, mevcut durum itibarıyla tedavülde 212.500.000 TL nominal değerli finansman bonusu bulunmaktadır.

İnfo Yatırım tarafından, Piyasa Danışmanlığı faaliyetleri kapsamında, Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören şirketlerin halka arz süreci ve GİP'te işlem görme sürecinde danışmanlık hizmeti verilmekte iken, Borsa İstanbul'un 17.09.2020 tarihli pay piyasası pazar yapılanması hakkında getirmiş olduğu düzenleme ile GİP kaldırılarak GİP'te yer alan şirketler oluşturulan Alt Pazar bünyesine dahil edilmiş ve GİP danışmanlığı faaliyet bu doğrultuda sona ermiştir. İnfo Yatırım söz konusu düzenleme devreye girmeden önce GİP'te işlem gören 4 şirketin piyasa danışmanlığı faaliyetlerini yürütmekteydi.

Ayrıca İnfo Yatırım, yeniden yapılanma sonrasında 10 şirketin sermaye artırımına, 3 şirketin pay alım teklifine, 2 şirketin de ayrılma hakkı işlemlerine aracılık etmiştir.

İnfo Yatırım'ın izahname tarihi itibarıyla 238 çalışanı bulunmakta olup, Şirketin merkezi Kuştepe Mah. Mecidiyeköy Yolu Cad. No:14 K:8-9 Mecidiyeköy-Şişli/İstanbul adresinde bulunmaktadır.

Şirket İstanbul'daki Genel Müdürlüğü'nün yanı sıra İstanbul'da Ataşehir, Bakırköy, Beşiktaş, Beylikdüzü, Etiler, Göktürk, Göztepe, Mecidiyeköy, Levent ve Tuzla'da, Ankara'da Ankara, Çankaya ve Söğütözü, Adana, Balıkesir, Bursa, Bodrum, İzmir, Kırıkkale ve Samsun'da irtibat büroları aracılığıyla olmak üzere 21 farklı noktada hizmet vermektedir.

İnfo Yatırım'ın Bulgaristan'daki %100 oranında bağlı ortaklığı olarak sermaye piyasaları alanında faaliyet göstermek üzere kurulan Vaha Trade EOOD unvanlı iştiraki bulunurken, Vaha Trade'in sermaye piyasalarında faaliyet göstermek üzere sahip olduğu lisansın Bulgaristan'daki yetkili kurum FSC tarafından 28.05.2020 tarihinde iptal edilmesi sonrasında, Vaha Trade'in esas sözleşmesinde yer alan yatırım aracılığı ve sermaye piyasası kapsamındaki hususların faaliyet konusunda çıkarılmasına karar verilmiş ve Vaha Trade'in faaliyet konusu danışmanlık ve ticaret olarak değiştirilmiş, söz konusu bağlı ortaklığın satışı 12.08.2020 tarihinde 178.566 Bulgar Levası değer üzerinden 736.478 TL karşılığı gerçekleştirilerek tamamlanmıştır.

**1.1.2. Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. (Hedef PYS)**

Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. ("Şirket"), 04 Aralık 2012 tarihinde İstanbul Ticaret Sicili'ne tescil edilmiş ve 10 Aralık 2012 tarih, 8211 Sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilerek kurulmuştur. Şirket Türkiye'de faaliyet göstermekte olup şirket merkezi, Kuştepe Mah. Leylak 1 Sok. Nursanlar İş Merkezi No:1/26 ŞİŞLİ / İSTANBUL adresinde bulunmaktadır.

Şirket'in ana faaliyet konusu, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde yatırım fonlarının kurulması ve yönetimidir. Ayrıca, yatırım ortaklıklarının, Bireysel Emeklilik Tasarruf Ve Yatırım Sistemi Kanunu kapsamında kurulan emeklilik yatırım fonlarının ve bunların muadili yurt dışında kurulmuş yabancı kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinin yönetimi de ana faaliyet konusu kapsamındadır. Şirket, sermaye piyasası mevzuatında yer alan şartları sağlamak ve Sermaye Piyasası Kurulu'ndan gerekli izin ve yetki belgelerini almak kaydıyla, portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı ve kurucusu olduğu yatırım fonlarının katılma payları ile değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının paylarının pazarlanması ve dağıtılması faaliyetinde bulunabilir.

Şirket'in 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla çalışan personel sayısı 11 kişidir. (31 Aralık 2020: 10 kişi).

30 Haziran 2021 ve son 4 yıl sonu itibarıyla Şirket'in ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Hedef PYS Ortaklık Yapısı	2018		2019		2020		2021	
	Sermaye	Pay	Sermaye	Pay	Sermaye	Pay	Sermaye	Pay
Hedef Finansal Yatırımlar A.Ş.	1.790.000	89,5%	4.475.000	89,5%	4.475.000	89,5%	4.475.000	89,5%
Sibel GÖKALP	206.667	10,3%	516.668	10,3%	516.668	10,3%	516.668	10,3%
Şemsihan KARACA	3.333	0,2%	8.333	0,2%	8.333	0,2%	8.333	0,2%
<b>Toplam</b>	<b>2.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>5.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>5.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>5.000.000</b>	<b>100%</b>

"Hedef Finansal Yatırımlar A.Ş." 25.06.2021 itibarıyla unvanını "Hedef Holding A.Ş." olarak değiştirmiştir.

30 Haziran 2021 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla Şirket'in sermayesi 5.000.000 TL olup 5.000.000 adet nama yazılı hisseden oluşmaktadır. (31 Aralık 2019: 5.000.000 TL – 5.000.000 adet hisse). Hisselerin itibari değeri hisse başına 1 TL'dir. Bu hisselerin 500.000 adedi A grubu; 4.500.000 adedi ise B grubudur. A grubu payların tamamı Sibel GÖKALP'e aittir. A grubu payların oyda imtiyazı mevcut olup A grubu 1 pay 15 (onbeş) oy hakkına sahiptir. B grubu payların imtiyazı bulunmamaktadır.

2019 yılının son döneminde Çin merkezli Covid-19 (Koronavirüs) hakkında bilgiler gelmeye başlamış ve sınırlı sayıda vaka Dünya Sağlık Örgütü'ne bildirilmiştir. 2020 yılının ilk aylarında virüs yayılımını uluslararası olarak sürdürmüş ve negatif etkisi artmaya başlamıştır. Dünya Sağlık Örgütü 11 Mart 2020 tarihinde Covid-19 salgını küresel pandemi ilan etmiştir. Ülkemizde ilk vaka Mart 2020'de görülmüş olmakla birlikte durum halen gelişimini sürdürmekte olduğu için Şirket yönetimi salgının Şirket'in faaliyetleri üzerindeki olası etkilerini gidermeye yönelik önlemleri almaya devam etmektedir. Şirket yönetimi, ilaveten salgının yerel piyasalar ile global piyasalara etkilerini takip etmekte ve bu gelişmelerin Şirket'in faaliyetinde bulunduğu sektöre olası etkilerini değerlendirmeye devam etmektedir. Bununla birlikte, bahse konu salgının Şirket Yönetimi, Şirket'in finansal tabloları ve işletmenin sürekliliği üzerinde önemli bir etkisinin olmamasını öngörmektedir.

**Portföy Yöneticiliği**

Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamında, portföy yöneticiliği faaliyeti ise sermaye piyasası araçları, para piyasası araç ve işlemleri, vadeli işlemler ve opsiyonlar, nakit, döviz, mevduat ile kurulca uygun görülen diğer varlık ve işlemlerden oluşan portföylerin yatırımcının veya portföy yöneticisinin belirleyeceği risk-getiri tercihi doğrultusunda, müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde vekil sıfatıyla yönetilmesidir.

**Portföy Yönetim Süreci**

Portföy yönetim süreci; portföyün oluşturulması ile başlayıp, yatırımcı ve portföy yöneticisi tarafından fonların dağıtılması ile sona eren dinamik bir süreçtir. Portföy yönetim sürecimiz 5 aşamalı olarak özetlenebilir:

- Portföy Planlaması
- Yatırımcının Hedeflerinin ve Sınırlamalarının Belirlenmesi
- Yatırımcıya Uygun Bir Yatırım Politikası Dokümanı Oluşturulması
- Yatırımcıya Uygun bir Yönetim Sitalinin Oluşturulması
- Varlık Dağılımının Oluşturulması

**Genel Olarak Portföy Çeşitleri**

Değişik menkul kıymetlerden veya finansal varlıklardan çok sayıda portföyler oluşturulabilir. Bu portföyler hisse senetleri ve tahvillerden oluşabileceği gibi, onların türevlerinden veya karışımından da oluşabilir. Genellikle

yatırımcılar en çok hisse senedi ve tahvil veya türevlerinden oluşan karma portföyleri tercih ederler. Ayrıca riskli seven ve riskten kaçan yatırımcıların portföy tercihleri de farklı olmaktadır.

#### Geleneksel Portföy Yönetimi

Portföy oluşturulurken esas fayda riskin dağıtılmasında görülmektedir. Bütün finansal varlıkların getirileri aynı yönde hareket etmeyeceği; bazıları zarar ederken bazıları ise kâr sağlayacağı için portföyün riski, tek finansal varlığın riskinden az olacaktır. Geleneksel portföy yaklaşımının temeli bu anlayışa dayanmakta ve buradan yola çıkarak-bütün yumurtaların aynı sepete konmaması anlayışı ile portföy içindeki finansal varlıkların sayısının artırılması gerektiği sonucuna varılmıştır. Kısaca, geleneksel portföy yaklaşımı; menkul değerlerin birbirleriyle ilişkili olmayan sektörlerden seçilerek ve tahvillerin ise birbirlerinden farklı vadelerde olacak şekilde portföyde bir çeşitlendirmenin yapılmasıyla risk, sistematik risk seviyesine çekilirken getirinin yüksek olacağı düşüncesine dayanır. Bu yaklaşımda çeşitlendirmenin önemi yüksektir. Fakat çeşitlendirmenin fazla yapılması ise çeşitli sakıncalar yaratmaktadır.

#### Modern Portföy Yönetimi

Modern portföy yönetiminde, sadece portföy çeşitlendirilmesine gidilerek riskin azaltılamayacağı, çünkü portföyde yer alan menkul kıymetlerin veya menkul kıymet gruplarının aynı ya da ters yönde birlikte hareket ettikleri ileri sürülmektedir.

Şirketin 30.06.2021 tarihi itibarıyla; 15 Kolektif, 132 gerçek kişi ve 17 Tüzel kişi olmak üzere 164 müşterisi bulunmaktadır.

30.06.2021 itibarıyla yönetilen toplam portföy büyüklüğü 2,2 milyar TL iken 31.08.2021'de 2,5 milyar TL'ye yükselmiştir. 30.06.2021 itibarıyla toplam fon büyüklüğü 976,7 milyon TL iken 31.08.2021'de 1,2 milyar TL'dir.

Şirketin kurucusu ve yöneticisi olduğu

1. "Hedef Portföy Serbest Fon - HDS", 2. "Hedef Portföy Kuzey Hisse Senedi Serbest Fon – HPF (Hisse Senedi Yoğun Fon)", 3. "Hedef Portföy Doğu Hisse Senedi Serbest Fon – HDH (Hisse Senedi Yoğun Fon)", 4. "Hedef Portföy Ege Hisse Senedi Serbest Fon – HMK (Hisse Senedi Yoğun Fon)", 5. "Hedef Portföy Akdeniz Serbest Fon" – HYK, 6. "İdeal Serbest Fon – HPI", 7. "Hedef Portföy Zen Hisse Senedi Serbest Fon - HPZ (Hisse Senedi Yoğun Fon)" olmak üzere 7 adet serbest fonu;
2. "Hedef Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu – NNF (Hisse Senedi Yoğun Fon)" olarak 1 adet hisse senedi fonu;
3. "Hedef Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu - HMR" olarak 1 adet borçlanma araçları fonu;
4. "Hedef Portföy Para Piyasası Fonu - HYV" olarak 1 adet para piyasası fonu;
5. "Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. Değer Girişim Sermayesi Yatırım Fonu - HDG" ve "Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. Birikim Girişim Sermayesi Yatırım Fonu - HBG" olarak 2 adet Girişim Sermayesi Yatırım fonu bulunmaktadır.
6. "Hedef Portföy Birinci Değişken Fon - HIB" olarak 1 adet değişken fonu bulunmaktadır.
7. "Hedef Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)"un kuruluş işlemleri devam etmekte olup 2021'in ikinci yarısında işlem görmeye başlaması planlanmaktadır.

30 Eylül 2021 tarihli SPK bülteninde Hedef PYS'nin kurucusu olduğu Ada Hisse Senedi Serbest Fon ve Çınar Hisse Senedi Serbest Fon olmak üzere 2 hisse senedi yoğun fonun ihracına ilişkin izahnameler onaylanmıştır.

1 Temmuz 2021 itibarıyla HPF, HDH ve HMK fonlarının yönetim komisyon oranları %1,20'den %3,00'e revize edilmiştir ve her bir fonun güncellenmiş izahnamesi KAP'ta yayınlanmıştır. Fonlara ait detaylar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Hedef PYS Fon Detayları			30.06.2021		31.08.2021	
Fon Kodu	Fon Adı	Durumu	Büyükük	Kom.	Büyükük	Kom.
HDS	Hedef Portföy Serbest Fon	İşlem Görüyor	177.443.263	1,20%	205.174.663	1,20%
HPF	Hedef Portföy Kuzey Hisse Senedi Serbest Fon	İşlem Görüyor	118.354.416	1,20%	204.992.743	3,00%
HDH	Hedef Portföy Doğu Hisse Senedi Serbest Fon	İşlem Görüyor	23.013.017	1,20%	15.870.839	3,00%
HMK	Hedef Portföy Ege Hisse Senedi Serbest Fon	İşlem Görüyor	124.761.416	1,20%	130.383.660	3,00%
HYK	Hedef Portföy Akdeniz Serbest Fon	İşlem Görüyor	12.718.381	2,00%	16.644.239	2,00%
NNF	Hedef Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu	İşlem Görüyor	408.788.228	1,75%	409.938.156	1,75%
HYV	Hedef Portföy Para Piyasası Fonu	İşlem Görüyor	68.335.527	1,20%	132.038.516	1,20%
HDG	Hedef Portföy Değer Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	İşlem Görüyor	161.683	1,20%	129.697	1,20%
HBG	Hedef Portföy Birikim Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	Fon Toplama Aşamasında	0	1,20%	0	1,20%
HPZ	Hedef Portföy Zen Hisse Senedi Serbest Fon	İşlem Görüyor	21.023.354	3,00%	66.177.515	3,00%
HPI	Hedef Portföy İdeal Serbest Fon	İşlem Görüyor	22.135.729	3,00%	34.828.529	3,00%
HMR	Hedef Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	Fon Toplama Aşamasında	0	1,20%	0	1,20%
HIB	Hedef Portföy Birinci Değişken Fon	Fon Toplama Aşamasında	0	1,75%	0	1,75%
	Hedef Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu	Hazırlık Aşamasında	0	1,75%	0	1,75%
	<b>Toplam</b>		<b>976.735.015</b>		<b>1.216.178.558</b>	

**1.1.3. Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (Hedef GSYO)**

Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., 29.03.2012 tarihinde İstanbul'da süresiz olarak kurulmuştur.

Hedef Girişim, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca bu Tebliğ'de tanımlanan nitelikteki girişim şirketlerine yatırım yapmaktadır.

Bununla birlikte Hedef Girişim, kaynaklarının bir bölümünü mevduat ve kısa vadeli finansal yatırımlarda değerlendirmektedir. Borsa'da işlem gören şirketlere ait paylar, özel sektör tahvilleri, DİBS ve yatırım fonu kullanılan başlıca kısa vadeli finansal araçlar arasında yer almaktadır.

Hedef Girişim'in mevcut durum itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir.

Hedef Girişim Ortaklık Yapısı		30.06.2021
Ortak	Pay Tutarı, TL	Pay Oranı
Hedef Holding A.Ş.	57.498.994	20,18%
Diğer	227.501.006	79,82%
<b>TOPLAM</b>	<b>285.000.000</b>	<b>100,00%</b>

*Kaynak:İzahname*

Hedef Girişim'in finansal tablo dönemleri itibarıyla kısa vadeli finansal yatırımları aşağıda yer almakta olup, gerçeğe uygun değer farkı kar/(zarara) yansıtılan finansal varlıkların tamamı Borsa'da işlem gören şirketlerin paylarından, DİBS'lerden, Özel Sektör Tahvillerinden ve fonlardan oluşmaktadır.

Hedef GSYO Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar				
TL	30.06.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
- Hisse Senetleri	80.802.926	65.369.923	11.045.030	3.063.362
- Devlet Tahvili	0	1.016.400	8.066.751	0
- Özel Kesin Tahvili	28.540.911	15.887.986	0	0
- Serbest Fon	52.661.668	28.336.357	13.750.680	2.021.741
<b>Toplam</b>	<b>162.005.505</b>	<b>110.610.666</b>	<b>32.862.461</b>	<b>5.085.103</b>

*Kaynak:İzahname*

Hedef Girişim'in esas faaliyet konusu olan girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin olarak finansal tablo dönemleri itibarıyla uzun vadeli finansal yatırımları aşağıda yer almaktadır.

Hedef GSYO Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar				
TL	30.06.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
- Seyitler Kimya	147.784.471	143.748.000	53.882.034	35.192.033
- İdealist Danışmanlık	118.444.109	29.920.651	10.103.969	21.380.000
- Hedef Projelendirme (*)	124.497.452	79.497.452	5.548.611	4.336.690
- Ekohesap	76.784	69.914	79.045	75.015
- Fade Gıda	0	0	8.885.244	10.040.881
- Ftech	678.332	678.332	669.013	0
- Fintables	171.552	47.766	18.208	0
- Icrypex	3.865.119	0	0	0
<b>Toplam</b>	<b>395.517.819</b>	<b>253.962.115</b>	<b>79.186.124</b>	<b>71.024.619</b>

*Kaynak:İzahname*

(\*) 02.03.2020'den itibaren Afyon Jeotermal Yatırımlar A.Ş. unvanını Hedef Projelendirme ve Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. olarak değiştirdi.

  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Hedef GSYO Uzun Vadeli Finansal Yatırımların BİST'te İşlem Görme Durumu				
TL	30.06.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
<b>Borsada işlem gören hisse senetleri</b>				
- Seyitler Kimya	147.784.471	143.748.000	53.882.034	35.192.033
- İdealist Danışmanlık	118.444.109	29.920.651	10.103.969	21.380.000
<b>Toplam</b>	<b>266.228.580</b>	<b>173.668.651</b>	<b>63.986.003</b>	<b>56.572.033</b>
<b>Borsada işlem görmeyen hisse senetleri</b>				
- Hedef Projelendirme	124.497.452	79.497.452	5.548.611	4.336.690
- Ekohesap	76.784	69.914	79.045	75.015
- Fade Gıda	0	0	8.885.244	10.040.881
- Ftech	678.332	678.332	669.013	0
- Fintables	171.552	47.766	18.208	0
- Icrypex	3.865.119	0	0	0
<b>Toplam</b>	<b>129.289.239</b>	<b>80.293.464</b>	<b>15.200.121</b>	<b>14.452.586</b>
<b>Genel Toplam</b>	<b>395.517.819</b>	<b>253.962.115</b>	<b>79.186.124</b>	<b>71.024.619</b>

### Hedef GSYO Çıkış Yapılan Yatırımlar

Şirket	Faaliyet Konusu	İlk Yatırım Tarihi	Toplam Yatırım (TL)	İştirak Oranı (%)	Çıkış Tarihi	Elde Edilen Kar / Zarar
Qua Granite	Teknik Granit Üretimi	26.01.2021	27.432.000	1,7%	9.06.2021	20.448.000
Fade Gıda.	Gıda	18.12.2018	5.250.000	5,0%	24.08.2020	10.230.119
Egeyem Gıda	Gıda	3.09.2019	12.500	25,0%	27.12.2019	12.500
İdeal Data	Bilgi Teknolojileri	1.11.2018	22.310	1,0%	31.12.2018	2.690
<b>Genel Toplam</b>			<b>32.716.810</b>			<b>30.693.309</b>

## 1.2. Ekonomi ve Finansal Piyasalar

### 1.2.1. Küresel Ekonomi & Finansal Piyasalar

Koronavirüs 2021 yılının ikinci çeyreğinde de piyasaların odağında yer almayı sürdürürken, aşı ve ülkelerin aşılama hızı salgına ilişkin gelişmelerin başını çekti. Ayrıca ilk kez Hindistan'da görülen ve hızla yayılan delta varyantı öne çıktı. Pandeminin yanı sıra ikinci çeyrekte ABD'deki Başkanlık değişimi sonrası ABD Başkanı Biden'ın izlediği politikalar ve merkez bankaları kararları küresel piyasalarca takip edildi.

Aşının bulunmasıyla birlikte risk iştahında artış yaşanırken ülkelerin aşı tedariki ve aşılama sürecindeki ilerleyişe ilişkin gelişmeler ikinci çeyrekte piyasalar üzerinde etkili oldu.

İlk kez Hindistan'da ortaya çıkan ve Covid-19'un diğer varyantları ile karşılaştırıldığında çok daha bulaşıcı ve tehlikeli olan Delta varyantı, piyasalarda panik yarattı. Hindistan'ın ardından hızla diğer ülkelere de yayılan ve yüksek aşılama oranına rağmen İngiltere'de yüksek vaka artışına neden olan delta varyantının, dünyada Covid-19'un dördüncü dalgasının yaşanabileceğine ilişkin endişeleri arttırırken, aşıların da koruma gücünün tartışılmasına neden oldu.

Aşılama sürecinin başarılı olması, mali teşvik paketinin ekonomik toparlanma sağlaması sonrası enflasyonun artacağı ve Fed'in erken faiz artışına gideceği beklentileriyle hızla yükselişe geçerek Mart ayında %1,77 seviyesinin üzerine çıkan ABD 10 yıllık tahvil faizi, Fed'in varlık alımlarının devam edeceğini, enflasyondaki yükselişin geçici olacağını ve istihdamdaki desteklerin sürmesi gerektiğini belirtmesiyle piyasalarda erken faiz artırım beklentileri azalırken Ağustos ayında %1,127 seviyesine kadar geriledi.

Amerika Merkez Bankası (Fed), ikinci çeyrekte federal fonlama faizini değiştirmeyerek %0-0,25 aralığında sabit bırakırken, en az 120 milyar dolar olan aylık varlık alım programının sürdürüleceğini yineledi.

İngiltere Merkez Bankası (BoE), 2021 yılı ikinci çeyreğinde de politika faizini değiştirmeyerek %0,10 seviyesinde sabit bırakırken varlık alım programını da 895 milyar sterlinde bıraktı.

Avrupa Merkez Bankası (AMB), faizleri değiştirmeyerek politika faizini %0'da, marjinal faiz oranını %0,25'te, mevduat faizini de -%0,50 seviyesinde sabit bıraktı. Yılın ilk aylarına göre daha fazla varlık alımı yapılacağını vurgulayan AMB, 1,85 trilyon euro değerindeki Pandemi Acil Varlık Alım Programı'nı (PEPP) da değiştirmede. Ayrıca Banka, yeni stratejisinde enflasyon hedefinin %2'ye yükseleceğini ve %2'lik simetrik enflasyon hedefine ulaşana kadar mevcut faiz oranlarının korunacağını belirtti.

OPEC+ ülkelerinin petrol üretiminde kesintiye gitmesi ve Suudi Arabistan'ın en büyük ham petrol terminallerinden biri olan Ras Tanura terminaline, Yemenli Husiler tarafından saldırı gerçekleştirildiği

haberlerinin etkisi 2021 yılı Mart ayında 70 doların üzerine çıkan Brent tipi petrolün varil fiyatı, Temmuz ayında OPEC+'ın anlaşmaya varamamasının etkisiyle 77,83 dolara kadar yükseldi.

2020 yılında artan vaka sayılarıyla küresel piyasalarda artan belirsizlik ortamı ülke borsalarını da olumsuz etkilerken endekslerde dalgalanmalara neden oldu. 2020 yılının son aylarında koronavirüs aşısına ilişkin olumlu haberlerin etkisiyle endekslerde toparlanmalar yaşanmıştır.

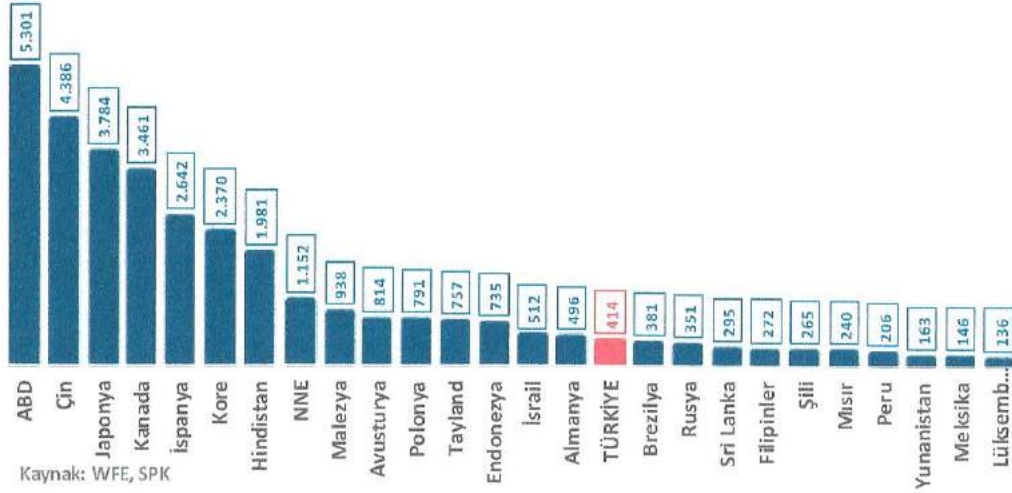
BORSA PERFORMANSLARI					
Borsalar	Endeks Adı	2019	2020	2021/06	6 Aylık Getiri
<b>Amerika</b>					
Buse Merval	MERV	41.671,4	51.226,5	62.372,0	21,8%
Lima SE	S&P/BVL Peru General	20.526,13	20.822,15	18.850,91	-9,5%
Mexican Exchange	S&P/BMV IPC COMPMX	357,57	367,36	420,07	14,3%
Nasdaq	Composite	8.972,60	12.888,28	14.503,95	12,5%
NYSE	Composite	13.913,03	14.524,80	16.555,35	14,0%
Santiago SE	S&P/CLX IGPA (CLP)	23.393,53	21.007,46	21.730,50	3,4%
Brasil Bolsa Balcão	Bovespa	115.645,34	119.017,24	126.801,66	6,5%
TMX Group	GSPTSE	17.063,43	17.433,36	20.165,58	15,7%
<b>Asya - Pasifik</b>					
BSE India	NIFTY 500 Index	15.667,44	11.518,30	13.473,55	17,0%
Bursa Malaysia	KLSE	1.588,76	1.627,21	1.532,63	-5,8%
Colombo SE	CSE All Share	6.129,21	6.774,22	7.837,76	15,7%
Hong Kong Exchanges	Hang Seng Index	28.189,75	27.231,13	28.827,95	5,9%
Indonesia SE	JKSE Index	6.299,54	5.979,07	5.985,49	0,1%
National Stock Exchange India	S&P Sensex Index	41.253,74	47.751,33	52.482,71	9,9%
Philippine SE	PSE Index (PSEI)	7.815,26	7.139,71	6.901,91	-3,3%
Shanghai SE	SSE Composite Index	3.050,12	3.473,07	3.591,20	3,4%
Shenzhen SE	SZSE Composite Index	1.722,95	2.329,37	2.466,24	5,9%
Thailand SE	SET	1.579,84	1.449,35	1.587,79	9,6%
Japan Exchange Group - Tokyo	TOPIX	1.721,36	1.804,68	1.943,57	7,7%
<b>Avrupa - Afrika - Orta Doğu</b>					
Athens Exchange	ATG	916,67	808,99	884,89	9,4%
LSE Group Borsa Italiana	FTSE MIB Index	23.506,37	22.232,90	25.102,04	12,9%
Budapest SE	BUX	46.082,82	42.107,57	47.238,09	12,2%
Egyptian Exchange	EGX 30 Index	13.961,56	10.845,26	10.256,62	-5,4%
Deutsche Börse	GDAXI	13.249,01	13.718,78	15.531,04	13,2%
Irish SE	ISEQ Index	7.183,41	7.376,33	8.174,45	10,8%
Borsa İstanbul	BIST 100 Index	1.144,25	1.476,72	1.356,34	-8,2%
Luxembourg SE	Luxx Index	1.378,43	1.345,60	1.562,00	16,1%
Tel Aviv SE	TA35 Index	1.683,29	1.499,05	1.682,94	12,3%
Warsaw SE	WIG Index	57.832,88	57.025,84	66.067,21	15,9%
Wiener Börse	ATX	3.186,94	2.780,44	3.402,02	22,4%

Kaynak: Reuters, SPK

Borsalarda işlem gören şirket sayıları göz önünde bulundurulduğunda ABD'de 2019 yılında 4.792 şirket işlem görürken bu sayı 2020 yılında 4.891'a yükselmiştir. 2021 yılı Mart ayı sonunda 5.119 şirket ile en çok şirketin işlem gördüğü ülke konumundadır.

  
BMD  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

## Borsalarda İşlem Gören Şirket Sayıları (2021/06)



2020 yılında 1,8 milyon kişinin ölümüne sebep olan koronavirüs salgını, iktisadi faaliyetleri de olumsuz etkiledi. Ülkelerin sınırlarını ve ekonomilerini kapatma kararı almaları uluslararası ticaretin aksaması, turizm ve diğer hizmet sektörü faaliyetlerinin kısmen duraklamasına sebebiyet verirken salgının getirdiği belirsizlik, yatırımları ve hane halkı tüketimini de olumsuz etkiledi.

Ülkeler	Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeler					
	GSYH (%)		Enflasyon (%)		İşsizlik Oranı (%)	
	2019	2020*	2019	2020*	2019*	2020*
Almanya	0,6	-4,9	1,5	-0,7	3,15	4,18
ABD	2,2	-3,5	2,1	1,4	3,68	8,11
Arjantin	-2,1	-10,0	53,8	36,1	9,83	11,36
Brezilya	1,4	-4,1	4,3	4,5	11,93	13,24
Çin	5,8	2,3	4,5	-0,3	3,62	3,80
Hindistan	4,0	-8,0	6,7	4,9	M.D	M.D
Birleşik Krallık	1,4	-9,9	1,4	0,5	3,83	4,50
İspanya	2,0	-11,0	0,8	-0,5	14,11	15,53
İsrail	3,4	-2,4	0,6	-0,7	3,83	4,30
İtalya	0,3	-8,9	0,5	-0,3	9,88	9,12
Japonya	0,3	-4,8	0,5	-0,9	2,36	2,79
Kanada	1,9	-5,4	2,1	0,8	5,73	9,60
Kore	2,0	-1,0	0,7	0,5	3,78	3,94
Rusya	2,0	-3,1	3,0	4,9	4,60	5,78
<b>TÜRKİYE</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>11,8</b>	<b>14,6</b>	<b>13,60</b>	<b>13,00</b>

\*IMF tahmin rakamlarını vermektedir.

Kaynak: IMF, SPK

Salgın nedeniyle Çin başta olmak üzere dünya genelinde fabrikalarda üretimin durdurulmasına paralel olarak petrol talebinin azalması, Rusya ve Suudi Arabistan arasındaki gerginlik sonrası petrol depolarının dolduğuna yönelik haberlerle Nisan 2020'de Brent tipi petrolün varili 15,99 dolara kadar geriledi.

Salgının iktisadi faaliyetler üzerindeki etkisini azaltmak amacıyla gelişmiş ekonomilerde merkez bankaları faiz indirimlerinin yanı sıra borç verme veya varlık alımları yoluyla parasal genişlemeye giderken, birçok gelişmekte olan piyasa merkez bankası ilk kez varlık satın alma politikalarını benimsedi.

Amerika Merkez Bankası (Fed), 2020 yılı ilk çeyrekte pandemiyin etkilerini minimuma indirmek amacıyla 150 baz puanlık indirimle giderek fonlama faizini sürpriz bir şekilde %0-0,25 aralığına çekerken bir çok ülke merkez bankasıyla swap hattı açtı ve sınırsız varlık alımı gibi tedbirler açıkladı. İngiltere Merkez Bankası (BoE), da 65 baz puan indirim yaparak politika faizini %0,10 seviyesine çekti. Avrupa Merkez Bankası (AMB), faizleri değişikliğe gitmezken varlık alım programını genişletme yoluna gitti.



Gelişmiş ülkelerin açıklamış olduğu benzeri görülmedik düzeydeki mali ve parasal teşvikler, salgının ekonomik görünüm üzerindeki etkilerini önemli ölçüde sınırlamayı başardı. Aşını bulunması ve 2021'in ikinci yarısından itibaren yaygınlaşması beklenen aşılamanın katkısı neticesinde küresel ekonominin 2021 yılında %6 oranında, 2022 yılında ise %4,4 oranında büyüyeceği öngörülmektedir.

### 1.2.2. Türkiye Ekonomisi & Finansal Piyasalar

Pandemi, Türkiye özelinde de ana gündem maddesi olmayı sürdürürken aşı tedarikine ve aşılama sürecine ilişkin gelişmeler, salgın nedeniyle alınan tedbirlerin gevşetilme süreci, TCMB faiz kararları ve jeopolitik riskler yerel varlık fiyatlamaları üzerinde etkili olan diğer önemli unsurlar oldu.

2020 yılında %1,8 büyüyerek, küresel çapta görülen koronavirüs salgınına rağmen büyüme kaydeden az sayıda ki ekonomilerden olan Türkiye ekonomisi, 2021 yılının ilk çeyreğinde %7 büyüdü.

Türkiye'nin koronavirüs salgınında aşılama süreci Ocak ayında ilk doz aşının Sağlık Bakanı Koca'ya yapılmasıyla başladı. Aşılama öncelik ilk olarak sağlık çalışanlarına sonrasında 65 yaş üstü vatandaşlara verildi. Sağlık Bakanı Koca, Çin'in Sinovac aşısı tedariki hakkında yapılan sözleşmeye uymadığını nisan ayı sonunu itibarıyla gelmesi beklenen 100 milyon doz Sinovac aşısını göndermediğini açıkladı. Aşı tedarikinde yaşanan kısa süreli aksama aşılama sürecini olumsuz etkilerken BioNTech ile anlaşma imzalanmasıyla süreç hızlandı.

31 Mayıs'ta gerçekleşen Kabineler Toplantısı'nın ardından Haziran ayına ilişkin kademeli normalleşme takvimi açıklandı. Buna göre, Haziran ayı boyunca sokağa çıkma sınırlamaları hafta içi ve Cumartesi günü akşam 10 ile sabah 5 saatleri arasında uygulanırken, hafta sonu Cumartesi 10 ile Pazartesi sabah 5 saatleri arasında uygulandı. Restoran, lokanta, kafeterya, pastane gibi yeme-içme yerleri 7-21 saatleri arasında belirlenen kurallara göre masaya servis, saat 24'e kadar da paket servisi yapabildi. Temmuz ayı itibarı ile ise sokağa çıkma ve seyahat kısıtlamaları tamamen kaldırıldı.

2021 yılı Ocak ve Şubat ayı toplantılarında politika faizini değiştirmeyen TCMB, 18 Mart'taki Naci Ağbal başkanlığındaki son toplantısında ise haftalık repo faizini 200 baz puan artırarak %19'a yükseltti. Merkez Bankası, Prof. Dr. Şahap Kavcıoğlu başkanlığındaki 15 Nisan, 6 Mayıs, 17 Haziran, 14 Temmuz ve 12 Ağustos PPK toplantılarında ise faiz oranında değişiklik yapmayarak %19 seviyesinde sabit bıraktı. 23 Eylül 2021 toplantısında ise haftalık repo faizi 100 baz puan düşürülerek %18'e indirildi.

Salgına ilişkin gelişmeler önümüzdeki dönemde de küresel piyasalar üzerinde etkili olmaya devam edecek. Birçok ülke aşılama ile ilgili önemli gelişmeler kaydetse de, hızla yayılan delta varyantının vaka sayılarında artışa sebep olması ve Fed'in varlık alımları bu yılsonundan önce azaltabileceğine ilişkin sinyaller küresel piyasalar üzerinde baskı unsuru olabilir.

Türkiye özelinde ise yaz aylarında kısıtlamaların kaldırılmasıyla birlikte vaka sayılarının yükselmesi, tekrar gündeme gelebilecek kısıtlama tedbirleri ve jeopolitik riskler yerel varlık fiyatlamaları üzerinde etkili olabilir.

Salgının neden olduğu düşük baz etkisi ile Nisan ve Mayıs aylarında yıllık bazda sırasıyla %66,3 ve %40,9 artan takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi, Haziran ayında da güçlü seyrini devam ettirerek %23,9 artış gösterdi. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretimi, 2021 yılının Mayıs ayında aylık %1,5, Haziran ayında ise %2,3 arttı.

Sanayinin alt sektörleri incelendiğinde yıllık bazda madencilik ve taş ocaklığı %24,3, imalat sanayi %24,8 ve elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksi %13,9 arttı.

Ana sanayi gruplarında yıllık bazda ara malı %28,3, dayanıklı tüketim malı %30,9, dayanıksız tüketim malı %18,1, enerji %16,8 ve sermaye malı %25 arttı. Aylık bazda ise sadece enerji de %0,5 düşüş yaşandı.



Kaynak: TÜİK



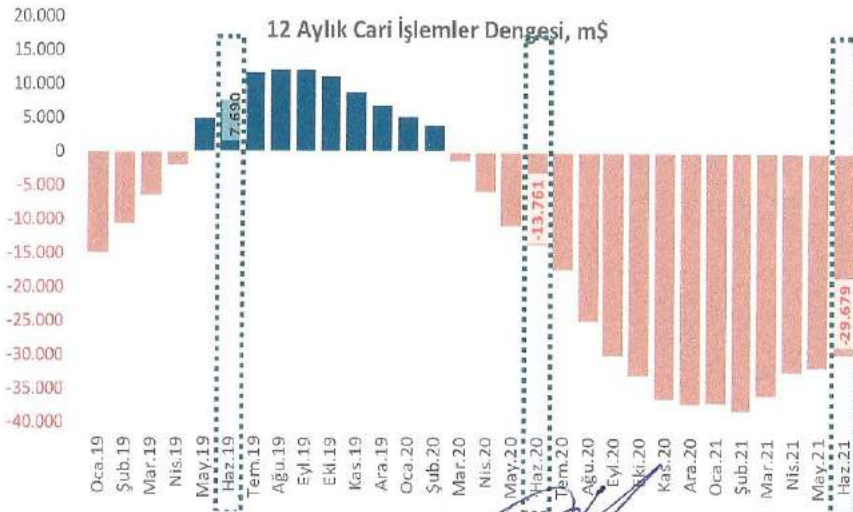
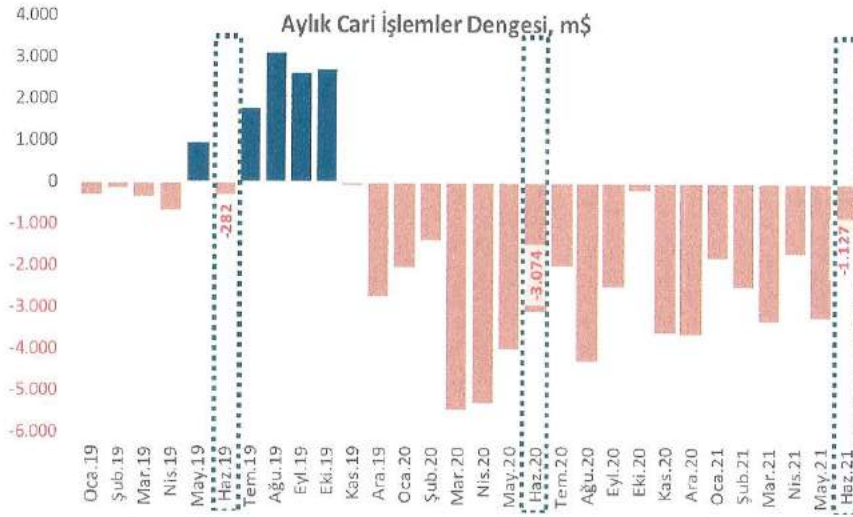
Kasım 2019 itibariyle açık vermeye başlayan cari işlemler hesabı Haziran 2021'de de açık vermeyi sürdürdü. 2020 yılının Haziran ayında 3.074 milyon dolar açık veren cari denge 2021 yılının aynı ayında 1.127 milyon dolar açık verdi. Böylece 2021 yılı Mayıs ayında 31.626 milyon dolar olan 12 aylık cari işlemler açığı, 2021 yılı Haziran ayında 29.679 milyon dolara geriledi.

Cari açığın gerilemesinde; dış ticaret açığının bir önceki yılın Haziran ayına göre 462 milyon dolar azalarak 1.599 milyon dolara gerilemesi ve 2020 yılı Haziran ayında 346 milyon dolar açık veren hizmetler dengesinin, 2021 yılı Haziran ayında 1.511 milyon dolar net fazla vermesi etkili oldu.

Doğrudan yatırımlarda 2021 yılı Haziran ayında 796 milyon dolar, portföy yatırımlarında 2.823 milyon dolar ve diğer yatırımlarda ise 3.401 milyon dolarlık giriş gerçekleşti. Rezerv varlıklarda 8.840 milyon dolar artış gözlenirken, net hata ve noksan kaleminde 2.948 milyon dolar giriş yaşandı.

Cari açığın temel olarak nasıl finanse edildiğini gösteren ödemeler dengesi istatistiklerine göre 2021 Haziran ayında 1,1 milyar dolar olan cari açıkla beraber, 327 milyon dolar net varlık edinimi hesabıyla toplamda 1,4 milyar dolarlık döviz çıkışı gerçekleşmiştir. Çıkan bu dövize karşılık yabancıların 28 milyon dolarlık pay senedi ve 3,1 milyar dolarlık tahvil alımı, diğer yatırımlardan 3,4 milyar dolar ve doğrudan yatırımlardan 796 milyon dolar döviz girdisi olmuştur. 2,9 milyar dolar net hata ve noksan sonrasında ise TCMB'nin rezervlerine 8,8 milyar dolarlık döviz girişi yaşanmıştır.

Son 12 aylık dönemde ise 29,7 milyar dolar olan cari açıkla beraber yabancıların 2,1 milyar dolarlık pay senedi satışı ve 1,2 milyar dolar net varlık edinimi hesabıyla toplamda 33 milyar dolarlık döviz çıkışı gerçekleşmiştir. Çıkan bu dövize karşılık yabancıların 12,5 milyar dolarlık tahvil alımının yanı sıra 4,9 milyar dolarlık doğrudan yatırımlardan döviz girdisi olurken büyük bir kısmı TCMB'nin yükümlülüklerinin artmasıyla oluşan diğer yatırımlar hesabından 12,2 milyar dolar giriş olmuştur. 9 milyar dolar net hata ve noksan sonrasında ise TCMB'nin rezervlerinde 5,5 milyar dolarlık artış yaşanmıştır.



Kaynak: TCMB

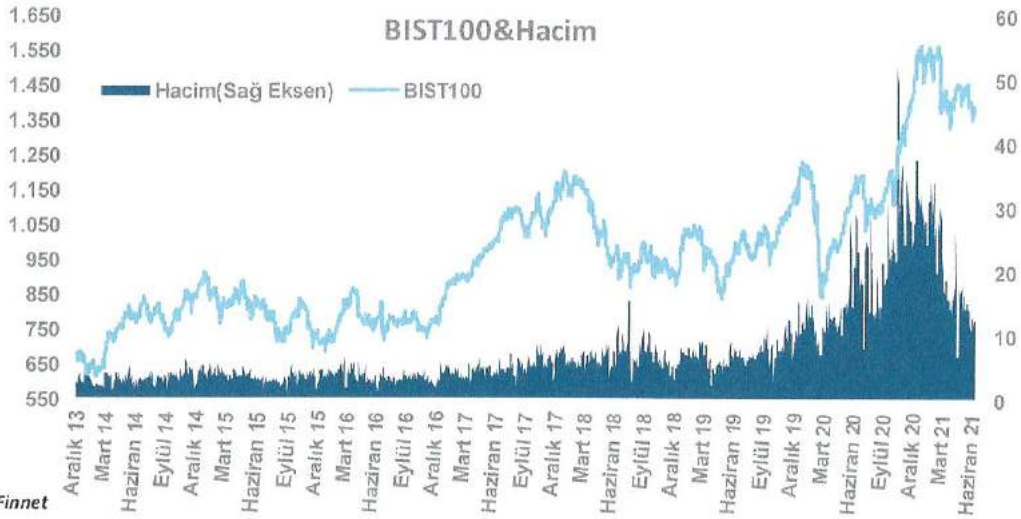


**BMD**  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Dünyada olduğu gibi Türkiye’de de pandemi 2020 yılı ve devamında ana gündem maddesi oldu. Mart 2020’de ilk vakanın ülkemizde görülmesiyle birlikte alınan tedbirlere rağmen vaka sayılarının hızla yükselmesi yurt içi piyasalar üzerinde etkili oldu.

Pandeminin yanı sıra Türkiye özelinde Karadeniz’de yapılan sondaj çalışmaları, TCMB başkan değişiklikleri, Hazine ve Maliye Bakanı Berat Albayrak’ın istifası, TCMB tarafından alınan kararlar ve jeopolitik riskler (Türkiye-Yunanistan gerginliği, Akdeniz’deki gerginlikler, sondaj çalışmaları, Azerbaycan-Ermenistan arasındaki savaş ve Suriye’deki belirsizlik) yerel varlık fiyatlamaları üzerinde etkili olan diğer önemli unsurlar oldu.

2020 yılı ilk çeyreğinde, tüm dünyayı etkisi altına alan koronavirüs salgını nedeniyle uygulanan sokağa çıkma yasakları, şirketlerin tedarik zincirinde oluşan aksamalar nedeniyle üretime ara vermeleri, çalışma saatlerini azaltma ve vardiyalı çalışma sistemi gibi virüse karşı alınan önlemler ve küresel piyasalarda yaşanan panik havasının yurt içi piyasalara da sirayet etmesi ekonomiyi olumsuz etkiledi.



Kaynak: Finnet

Yılın ilk çeyreğinde %4,5 büyüyün Türkiye ekonomisi, ilk vakanın görüldüğü Mart ayı sonrasında ikinci çeyrekte %10,3 daraldı. İlk şokun atlatılması ve alınan tedbirlerin kısmen sonuç vermesiyle 2020 yılı Haziran ayı itibarıyla yeni normalleşme sürecine başlandı. Faaliyetine ara veren birçok işletme yeniden üretime başlarken, seyahatlere izin verildi ve yasaklar kademeli olarak gevşetildi. Ekonominin hızla toparlanmasıyla üçüncü çeyrekte %6,3 ve dördüncü çeyrekte %5,9 büyüme yaşandı. Türkiye ekonomisi, 2020 yılının tamamında %1,8 büyüyerek, salgına rağmen büyüme kaydeden az sayıda ki ülkelerden biri oldu.

2019 yılının ortalarından itibaren faizleri düşürmeye başlayan ve 2019 yılında toplamda 1.200 baz puan faiz indirimi gerçekleştiren TCMB, 2019 yılı sonunda politika faizini %12 seviyesine çekerken salgının ekonomi üzerindeki olumsuz etkisini hafifletmek için indirimlere 2020 yılının ilk yarısında da devam etti. Merkez Bankası, 2020 Mayıs ayı sonunda politika faizini %8,25'e kadar indirirken 2020 Eylül'de TL'deki sert değer kaybının etkisiyle son iki yıldaki ilk faiz artırımını gerçekleştirdi ve politika faizini 200 baz puan artışla %10,25'e çekti.

TCMB, 19 Kasım'da Naci Ağbal başkanlığında gerçekleştirdiği ilk PPK toplantısında, politika faizi 475 baz puan artırarak %15'e yükseltirken, artık tüm fonlamanın temel politika aracı olan bir hafta vadeli repo faiz oranı üzerinden yapılacağını duyurdu. 2020 yılı son toplantısında da 200 baz puan artışla politika faizi %17 seviyesine yükselten TCMB, 2021 yılı Mart ayında Naci Ağbal başkanlığındaki son toplantısında ise haftalık repo faizini 200 baz puan artırarak %19'a çıkardı. 23 Eylül'de ilk faiz indirim yapılarak gösterge faiz %18'e düşürüldü.

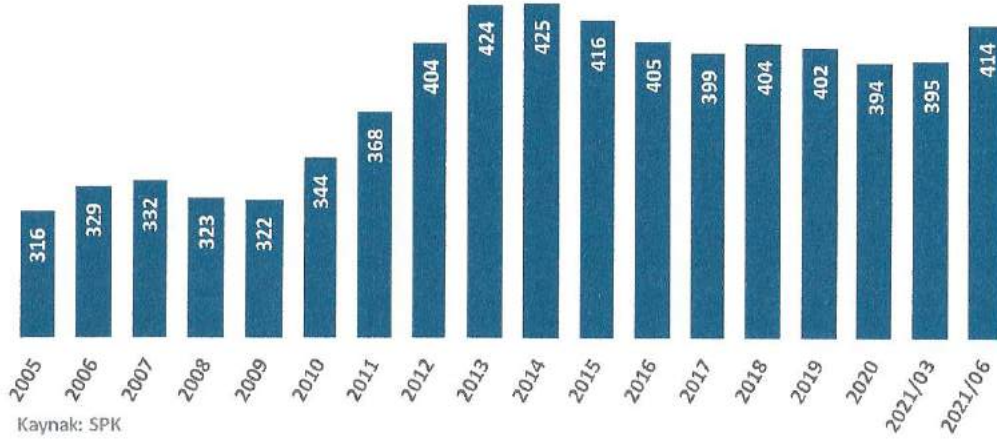
Pandemi nedeniyle ekonomiyi desteklemek amacıyla gerçekleştirilen faiz indirimleri sonrası TL'de sert değer kaybına neden olurken Merkez Bankası başkanlığında yaşanan ani değişiklikler ve jeopolitik riskler de kaybı artırdı. Böylece 2020 yılının tamamında Dolar, TL karşısında %23,15 değer kazanırken Euro'nun TL karşısındaki kazancı %36,57 oldu.

2020 yılı Kasım ayında ekonomi yönetimde yaşanan değişiklik, Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın reformlara ilişkin açıklamalar ve asiya ilişkin haberler Türk varlıklarına destek oldu.

Türkiye ekonomisi 2021 yılı birinci çeyreğinde %7 büyüdü. BIST100 Endeksi 1.589,47 seviyesine kadar yükselerek rekor kırdı.

2020 yılında pandemi nedeniyle piyasalardaki belirsizlik şirketlerin halka arz süreçlerini de etkilemiştir. 2020 yılında toplamda 8 şirket halka arz olurken 2021 yılının ilk 6 ayında halka arzı tamamlanan 24 şirket bulunmaktadır.

### Türkiye'de İşlem Gören Şirket Sayıları



### 1.3. Aracı Kurum & Portföy Yönetim Sektörü

#### 1.3.1. Aracı Kurum Sektörü

Aracı kurumlar, sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu tarafından aracılık yetkisi verilmiş anonim ortaklıklardır. Aracı Kurumlar;

- Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi,
- Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi,
- Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı,
- Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi,
- Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi

faaliyetlerinde bulunmaktadır.

Sermaye Piyasası mevzuatında,

1. **Dar Yetkili Aracı Kurum:** Kurul'un yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlere ilişkin esaslar ile ilgili düzenlemeleri uyarınca emir iletimine aracılık ve/veya yatırım danışmanlığı faaliyetlerinden herhangi birini yürütecek olan aracı kurum,
2. **Geniş Yetkili Aracı Kurum:** Kurul'un yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlere ilişkin esaslar ile ilgili düzenlemeleri uyarınca portföy aracılığı faaliyeti, genel saklama hizmeti ve/veya aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini yürütecek olan aracı kurum,
3. **Kısmi Yetkili Aracı Kurum:** Kurulun yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlere ilişkin esaslar ile ilgili düzenlemeleri uyarınca işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı faaliyeti, sınırlı saklama hizmeti ve/veya portföy yöneticiliği faaliyetinden herhangi birini yürütecek olan aracı kurum

olarak tanımlanmıştır.

2021 yılı Şubat ayı sonunda sermaye piyasasında 67 aracı kurum bulunurken 7 tanesi geçici olarak kapatılmıştır. Bu 67 aracı kurumun 7 tanesi "dar", 48 tanesi "geniş" ve 12 tanesi "kısmi" yetkili aracı kurum statüsündedir.

30 Haziran 2021 tarihli TSPB sektör verilerine göre aracı kurumlar arasında 355 milyon TL ile İş Yatırım en büyük sermayeye sahiptir. Onu sırasıyla 252 milyon TL ile Gedik Yatırım, 200 milyon TL ile QNB Finans Yatırım, 175 milyon TL ile Tacirler Yatırım ve 150 milyon TL ile Deniz Yatırım izlemektedir. Info Yatırım ise 138 milyon TL sermaye ile 8. sıradadır.

Aracı Kurumlar Ödenmiş Sermaye (TL)		30.06.2021	
No Aracı Kurum	Ödenmiş Sermaye	Sektör Payı	
1 İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	355.000.000	10,5%	
2 GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	252.000.000	7,4%	
3 QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	200.000.000	5,9%	
4 TACİRLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	175.000.000	5,2%	
5 DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.	150.000.000	4,4%	
6 HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	150.000.000	4,4%	
7 VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	150.000.000	4,4%	
8 İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	138.100.000	4,1%	
9 BURGAN YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	114.450.000	3,4%	
10 A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	100.000.000	3,0%	
Diğer	1.598.794.774	47,3%	
<b>TOPLAM</b>	<b>3.383.344.774</b>	<b>100,0%</b>	

Aracı Kurumlar Özkaynak (TL)		30.06.2021	
No Aracı Kurum	Özkaynaklar	Sektör Payı	
1 İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	2.067.279.693	14,9%	
2 GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.	1.131.465.131	8,2%	
3 AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	1.028.124.601	7,4%	
4 DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.	960.018.067	6,9%	
5 YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	799.578.612	5,8%	
6 BANK OF AMERICA YATIRIM BANK A.Ş.	690.363.000	5,0%	
7 ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	533.750.157	3,9%	
8 OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	454.623.951	3,3%	
9 QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	445.631.984	3,2%	
10 VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	430.328.742	3,1%	
20 İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	198.580.405	1,4%	
Diğer	5.286.850.326	38,2%	
<b>TOPLAM</b>	<b>13.828.014.264</b>	<b>100,0%</b>	

Aracı Kurumlar Net Kar (TL)		30.06.2021	
No Aracı Kurum	Dönem Karı	Sektör Payı	
1 İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	616.361.101	20,8%	
2 GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.	317.033.465	10,7%	
3 AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	246.615.971	8,3%	
4 YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	235.343.250	7,9%	
5 ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	199.956.968	6,7%	
6 DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.	137.494.340	4,6%	
7 VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	113.656.641	3,8%	
8 GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	109.390.843	3,7%	
9 HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	96.095.690	3,2%	
10 OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	95.588.671	3,2%	
15 İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	45.341.442	1,5%	
Diğer	798.233.055	26,9%	
<b>TOPLAM</b>	<b>2.965.769.995</b>	<b>100,0%</b>	

Aracı Kurumlar Toplam Net Aracılık Gelirleri (TL)		30.06.2021
No Aracı Kurum	Net Aracılık Geliri	Sektör Payı
1 İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	348.041.198	12,0%
2 GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.	311.877.551	10,8%
3 YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	201.704.735	7,0%
4 ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	200.173.225	6,9%
5 AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	198.031.122	6,8%
6 BANK OF AMERICA YATIRIM BANK A.Ş.	174.831.000	6,0%
7 DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.	148.332.049	5,1%
8 HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	118.668.135	4,1%
9 GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	117.387.257	4,1%
10 VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	108.208.944	3,7%
13 İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	72.101.444	2,5%
Diğer	964.005.565	33,3%
<b>TOPLAM</b>	<b>2.891.260.781</b>	<b>100,0%</b>

Aracı Kurumlar Pay İşlem Hacimleri (TL)		30.06.2021
No Aracı Kurum	Pay İşlem Hacmi	Sektör Payı
1 YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	1.052.953.137.637	13,5%
2 BANK OF AMERICA YATIRIM BANK A.Ş.	822.593.719.258	10,5%
3 İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	647.066.784.673	8,3%
4 GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.	448.918.306.190	5,7%
5 AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	373.030.337.262	4,8%
6 İNFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	357.445.805.088	4,6%
7 GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	353.903.860.884	4,5%
8 DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.	313.029.685.615	4,0%
9 QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	300.508.869.972	3,8%
10 A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	287.362.962.256	3,7%
Diğer	2.854.367.330.391	36,5%
<b>TOPLAM</b>	<b>7.811.180.799.226</b>	<b>100,0%</b>

Aracı Kurumlar Özet Bilanço (mn TL)	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	20/19 Değ.
Dönen Varlıklar	14.242	20.109	21.863	20.388	25.147	38.621	53,6%
Duran Varlıklar	1.070	1.069	1.194	1.491	2.048	2.727	33,2%
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>15.312</b>	<b>21.178</b>	<b>23.057</b>	<b>21.878</b>	<b>27.195</b>	<b>41.349</b>	<b>52,0%</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.180	16.703	18.185	14.564	19.251	28.696	49,1%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	122	139	146	1.152	341	1.073	215,0%
<b>Özkaynaklar</b>	<b>4.010</b>	<b>4.336</b>	<b>4.726</b>	<b>6.162</b>	<b>7.603</b>	<b>11.580</b>	<b>52,3%</b>

Kaynak: TSPB

2020 yılsonu itibarıyla aracı kurumların aktif büyüklüğü bir önceki yıla göre %52 oranında artarak 41,3 milyar TL'ye ulaşmıştır. Toplam aktifin %93,4'ünü ise 38,6 milyar TL ile dönen varlıklardan oluşturmaktadır. 2020 yılsonu itibarıyla aracı kurumların 28,7 milyar TL kısa ve 1,1 milyar TL uzun vadeli yükümlülükleri bulunmaktadır. 2019 yılında 7,6 milyar TL özkaynağa sahip olan aracı kurumlar, 2020 yılsonu itibarıyla 11,6 milyar TL özkaynağa sahiptir.

  
**BMD**  
 Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Aracı Kurumlar Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
Net Satışlar	185.113	164.222	149.028	163.040	570.847	578.301
Yıllık Değişim	-3,7%	-11,3%	-9,3%	9,4%	250,1%	1,3%
Satışların Maliyeti	-183.111	-162.047	-146.518	-159.484	-566.583	-569.806
Yıllık Değişim	-4,0%	-11,5%	-9,6%	8,8%	255,3%	0,6%
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	<b>2.001</b>	<b>2.175</b>	<b>2.510</b>	<b>3.557</b>	<b>4.264</b>	<b>8.494</b>
Yıllık Değişim	26,0%	8,7%	15,4%	41,7%	19,9%	99,2%
Brüt Kar Marjı	1,1%	1,3%	1,7%	2,2%	0,7%	1,5%
Faaliyet Giderleri	-300	-387	-308	-388	-449	-848
Yıllık Değişim	70,2%	29,1%	-20,4%	26,1%	15,7%	88,9%
<b>Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>1.702</b>	<b>1.789</b>	<b>2.202</b>	<b>3.168</b>	<b>3.815</b>	<b>7.646</b>
Yıllık Değişim	20,5%	5,1%	23,1%	43,9%	20,4%	100,4%
Faaliyet Kar Marjı	0,9%	1,1%	1,5%	1,9%	0,7%	1,3%
Vergi Öncesi Kar/Zarar	532	601	976	1.692	2.167	5.630
Vergiler	-100	-118	-177	-350	-440	-1.206
<b>Net Kar/Zarar</b>	<b>433</b>	<b>483</b>	<b>799</b>	<b>1.343</b>	<b>1.728</b>	<b>4.424</b>

Aracı kurumların cirosunda 2019 yılında yaşanan yıllık %250,1'lik artış dikkat çekerken 2020 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre %1,3 artarak 578,3 milyar TL'ye yükseldi. Satışların maliyeti 2019'da yıllık %255,3 artarken 2020 yılında %0,6 artışla 569,8 milyar TL olarak gerçekleşti. Böylece aracı kurumların brüt karı 2020 yılında %99,2 artarak 8,5 milyar TL olurken brüt kar marjı %1,5 oldu.

2020 yılında 848 milyon faaliyet gideri sonrası aracı kurumlar, yıllık %100 artışla 7,6 milyar TL faaliyet karı elde etti. Faaliyet kar marjı ise %1,3 olarak gerçekleşti.

2019 yılında 1,7 milyar TL net dönem karı bulunan aracı kurumlar, 2020 yılında önceki yıla göre karını %156 oranında artırarak 4,4 milyar TL'ye yükseltti.

### 1.3.2. Portföy Yönetim Şirketleri Sektörü

Yatırım genel olarak sermaye ve/veya servet birikimine ilave yapmak amacıyla gerçekleştirilen her türlü faaliyet olarak tanımlanabilir. Portföy ise servetin oluşturulma şekli olup, geniş anlamıyla bir kişinin ya da kuruluşun sahip olduğu varlıkların tümünü ifade eder. Dar anlamıyla portföy ise para ve sermaye piyasası araçları ile kıymetli madenlerden oluşan varlık grubudur.

#### Portföy Yöneticiliği

Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında, portföy yöneticiliği faaliyeti ise sermaye piyasası araçları, para piyasası araç ve işlemleri, vadeli işlemler ve opsiyonlar, nakit, döviz, mevduat ile Kurulca uygun görülen diğer varlık ve işlemlerden oluşan portföylerin yatırımcının veya portföy yöneticisinin belirleyeceği risk-getiri tercihi doğrultusunda, müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde vekil sıfatıyla yönetilmesidir. Portföy yöneticiliği faaliyeti bireysel ve kolektif portföy yöneticiliği faaliyetlerini kapsamaktadır.

#### Kolektif Portföy Yöneticiliği

Kolektif portföy yöneticiliği, imzalanan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, müşterilere ait portföylerin her bir müşteri adına maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesidir.

Kolektif portföy yöneticiliği aşağıda belirtilen faaliyet ve hizmetleri kapsar;

- Portföy yönetimi,
- Hukuki işlemlerin yürütülmesi ve muhasebe hizmetleri ile kayıtların tutulması,
- Müşteri ilişkilerinin yürütülmesi,
- Değerleme ve pay fiyatının hesaplanması,
- Portföylerin mevzuata, içtüzüğe, izahnameye ve esas sözleşmeye uygunluğunun izlenmesi ve kontrolü,
- Fon gelir ve giderlerinin hesaplanması ve dağıtımı,
- Katılma payı ihracı ve geri alımı,
- Portföy yönetimine ilişkin işlem ve sözleşmelerden kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesi.

Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında yerine getirilecek kolektif portföy yöneticiliği faaliyeti yalnızca Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş portföy yönetim şirketleri tarafından gerçekleştirilebilir. Portföy yönetim şirketlerine ilişkin esaslar III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği (Tebliğ) ile belirlenmiştir.

#### Portföy Yönetim Şirketi

Portföy yönetim şirketi, ana faaliyet konusu fonların kurulması ve yönetimi olan ve anonim ortaklık şeklinde kurulan sermaye piyasası kurumudur.

Portföy yönetim şirketleri ana faaliyet konuları olan fon kurulması ve yönetimine ek olarak Kurul'dan yetki belgesi almak koşuluyla yatırım danışmanlığı faaliyetinde de bulunabilmektedirler. Bunun yanı sıra gerekli özsermaye şartına sahip olan portföy yönetim şirketleri Kurul'a bildirimde bulunarak sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetleri sunabilir, yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç verebilir ve döviz hizmetleri sunabilir, sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılabilir veya genel tavsiyede bulunabilir.

Ayrıca, portföy yönetim şirketlerinin,

- Münhasıran payları yurt dışında yerleşik kişilere pazarlanacak yabancı kolektif yatırım kuruluşu kurmak ve yönetmek ile yurt dışında yerleşik kişilere portföy yönetim hizmeti vermek,
- Münhasıran girişim sermayesi yatırım fonu kurmak ve yönetmek,
- Münhasıran gayrimenkul yatırım fonu kurmak ve yönetmek
- Gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonu kurmak ve yönetmek

üzere kurulması da mümkündür. Faaliyetleri sınırlı olan bu tür portföy yönetim şirketleri için ilgili mevzuatta sermaye ve organizasyon yapıları ile ilgili birtakım istisnalar tanınmış olup, portföy yönetim şirketlerinin girişim sermayesi yatırım fonlarını veya gayrimenkul yatırım fonlarını kurmak ve yönetmek üzere kurulması halinde faaliyet alanlarına göre ticaret unvanlarında "girişim sermayesi portföy yönetim şirketi", "gayrimenkul portföy yönetim şirketi" veya "gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketi" ibaresi yer almaktadır.

Portföy yönetim şirketleri yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları yönetmektedir. Portföy yönetim şirketleri ayrıca gerçek ve tüzel yatırımcılara bireysel portföy yönetimi hizmeti sunmaktadır.

2007 yılında ülkemizde 19 portföy yönetim şirketi bulunurken 2020 yılı sonu itibarıyla bu sayı 49'a yükselmiştir.

49 portföy yönetim şirketi bulunmasına rağmen 2020 yılı sonu itibarıyla faaliyete yeni geçen 4 portföy yönetim şirketi henüz fon yönetmediğinden portföy yönetiminde bulunan kurum sayısı 45'tir.

Yönetilen Portföy Sayısı	2015	2016	2017	2018	2019	2020	20/19 Değ.
Yatırımcı Sayısı	2.688	3.082	3.344	3.478	3.398	4.183	23,1%
<b>Kolektif Portföy Yönetimi</b>	<b>647</b>	<b>707</b>	<b>766</b>	<b>935</b>	<b>971</b>	<b>1.079</b>	<b>11,1%</b>
Emeklilik Yatırım Fonları	250	254	292	407	406	404	-0,5%
Yatırım Fonları	397	445	462	516	553	663	19,9%
<i>Menkul Kıymet Yatırım Fonu</i>		363	341	348	318	337	6,0%
<i>Gayrimenkul Yatırım Fonu</i>		3	14	32	39	49	25,6%
<i>Girişim Sermayesi Yatırım Fonu</i>		1	4	11	18	36	100,0%
<i>Borsa Yatırım Fonu</i>		9	9	9	4	13	225,0%
<i>Serbest Yatırım Fonu</i>		69	94	116	174	228	31,0%
Yatırım Ortaklıkları		8	12	12	12	12	0,0%
<b>Bireysel Portföy Yönetimi</b>	<b>2.041</b>	<b>2.375</b>	<b>2.578</b>	<b>2.543</b>	<b>2.427</b>	<b>3.104</b>	<b>27,9%</b>
Gerçek Kişi	1.840	2.160	2.343	2.308	2.202	2.818	28,0%
Tüzel Kişi	201	215	235	235	225	286	27,1%
<b>Toplam</b>	<b>2.688</b>	<b>3.082</b>	<b>3.344</b>	<b>3.478</b>	<b>3.398</b>	<b>4.183</b>	<b>23,1%</b>

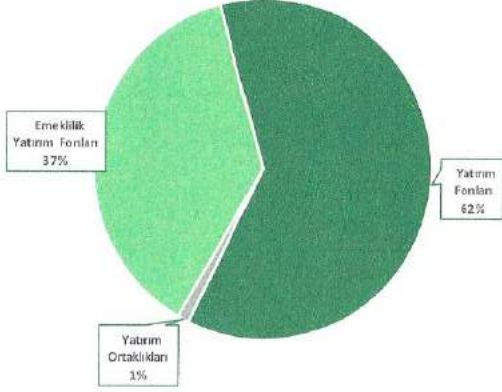
Kaynak: TSPB

2015 yılı itibarıyla incelendiğinde yatırım fonlarının yıllar itibarıyla arttığı görülmektedir. 2015 yılında 397 olan yatırım fonu sayısı 2020 yılı sonunda 663'e yükselmiştir. Yatırım fonu sayısındaki artışın temel nedeni serbest



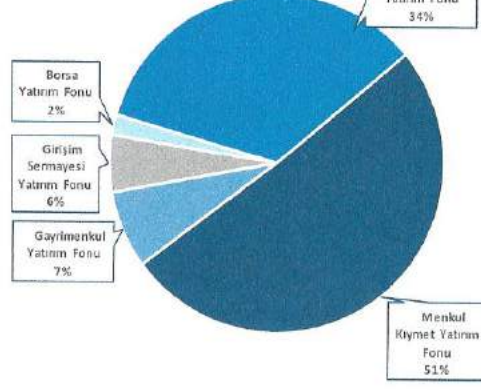
yatırım fonu sayısındaki hızlı yükseliştir. Emeklilik yatırım fon sayısı ise 2015 yılında 250 iken 2018 yılında 407'ye yükselmiş 2020 sonu itibariyle ise 404'e gerilemiştir.

### Kolektif Portföy Yönetimi



Kolektif portföy yönetiminin %62'sini yatırım fonları, %32'sini Emeklilik yatırım fonları ve %1'i yatırım ortaklıkları oluşturmaktadır.

### Yatırım Fonları



Yatırım fonlarının ise %51'i menkul kıymet yatırım fonları, %34'ü serbest yatırım fonları %7'si gayrimenkul yatırım fonları, %6'sı girişim sermayesi yatırım fonları ve %2'si borsa yatırım fonlarından oluşmaktadır.

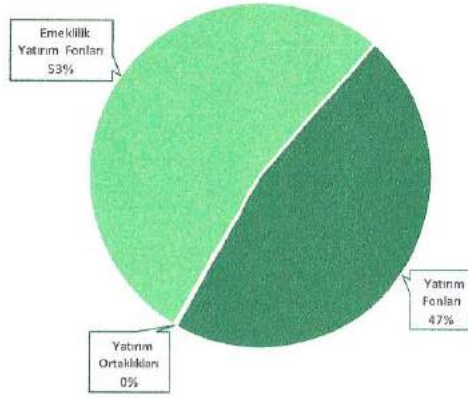
Yönetilen Portföy Büyüklüğü*(mn TL)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	20/19 Değ.
<b>Kolektif Portföy Yönetimi</b>	<b>88.736</b>	<b>108.034</b>	<b>139.338</b>	<b>150.641</b>	<b>255.513</b>	<b>323.603</b>	<b>26,6%</b>
Emeklilik Yatırım Fonları	48.022	60.510	79.543	93.206	127.577	171.015	34,0%
Yatırım Fonları	40.714	47.109	59.287	56.920	127.292	151.853	19,3%
Menkul Kıymet Yatırım Fonu	0	43.613	49.769	44.276	98.635	99.688	1,1%
Gayrimenkul Yatırım Fonu	0	87	2.535	3.994	6.842	9.085	32,8%
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	0	73	690	1.255	1.516	3.058	101,8%
Borsa Yatırım Fonu	0	139	152	182	292	3.925	1244,6%
Serbest Yatırım Fonu	0	3.197	6.142	7.213	20.007	36.098	80,4%
Yatırım Ortaklıkları	0	415	508	515	644	735	14,2%
<b>Bireysel Portföy Yönetimi*</b>	<b>12.259</b>	<b>14.047</b>	<b>19.297</b>	<b>22.776</b>	<b>28.713</b>	<b>41.012</b>	<b>42,8%</b>
Gerçek Kişi	3.238	3.939	4.614	5.334	8.007	13.694	71,0%
Tüzel Kişi	9.021	10.107	14.683	17.442	20.705	27.318	31,9%
<b>Toplam</b>	<b>100.995</b>	<b>122.081</b>	<b>158.635</b>	<b>173.416</b>	<b>284.225</b>	<b>364.616</b>	<b>28,3%</b>

Kaynak: TSPB

\*Bazı kurumlar bireysel portföy yönetimi altında kendi fonlarına yer verdiklerinden toplam rakamda çifte sayım olabilir.

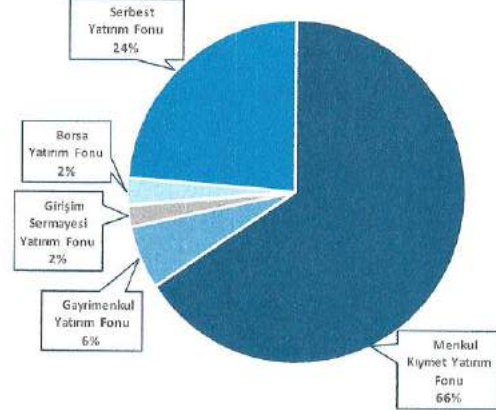
Şirketlerce yönetilen portföylerin büyüklüğü 2020 yılında bir önceki yıla göre %28 artarak 364,6 milyar TL'ye yükselmiştir. 2021 yılı Mart ayı sonu itibariyle ise bu şirketlerce yönetilen portföy büyüklüğü 401,3 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2020 yılında emeklilik fonlarının portföy büyüklüğü 2019 yılına göre %34 oranında artarak 171 milyar TL'ye ulaşırken toplam portföydeki payı 2 puan artarak %47'ye yükselmiştir. Yatırım fonları portföyündeki büyüme %19 olurken toplam portföydeki payı 3 puan azalarak %42'ye gerilemiştir.

## Kolektif Portföy Yönetimi



Kolektif portföy yönetimi portföy büyüklüğünün %53'ünü emeklilik yatırım emeklilik yatırım fonları ve %47'sini yatırım fonları oluşturmaktadır.

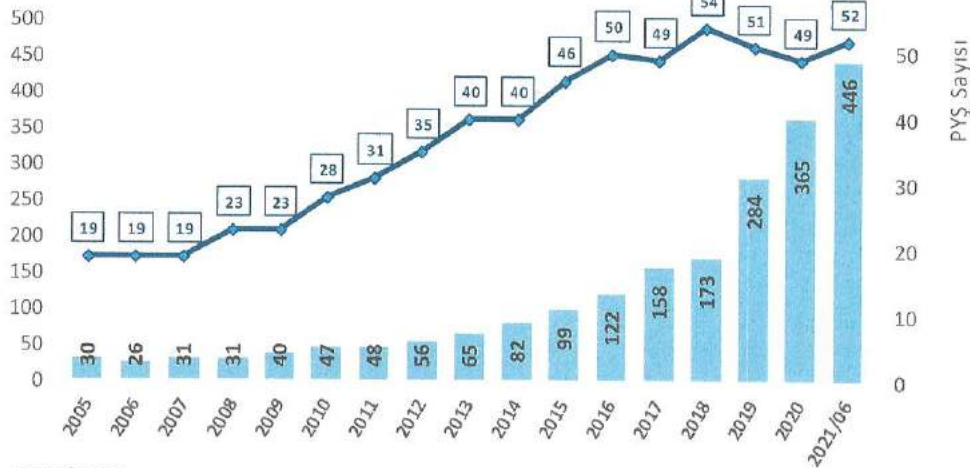
## Yatırım Fonları



Yatırım fonları büyüklüğünün ise %66'sını menkul kıymet yatırım fonları, %24'ünü serbest yatırım fonları, %6'sını gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları ve borsa yatırım fonları da %2'sini oluşturmaktadır.

2005 yılından itibaren Portföy Yönetim Şirketleri'nin sahip oldukları portföy büyüklükleri incelendiğinde; 2005 yılında 30 milyar TL'lik portföy büyüklüğüne sahip Portföy Yönetim Şirketleri'nin yıllar itibarıyla portföylerini hızla büyütürken 2018 yılında 173 milyar TL'ye ulaştığı görülmektedir. Portföy Yönetim Şirketleri'nin, 2019 yılında bir önceki yıla göre %64,2 oranında artarak 284 milyar TL'ye çıkan portföy büyüklükleri, 2020 yılında 365 milyar TL oldu.

## Şirket Sayısı &amp; Portföy Büyüklüğü (Milyar TL)



Kaynak: SPK

Portföy yönetim şirketlerinin 2021 yılı Ağustos ayı itibarıyla sahip oldukları toplam portföy büyüklükleri incelendiğinde, 78 milyar TL ile Ziraat Portföy'ün en büyük portföye sahip olduğu görülmektedir. Onu sırasıyla 71 milyar TL ile İş Portföy, 70 milyar TL ile Ak Portföy, 54 milyar TL ile Yapı Kredi Portföy ve 44 milyar TL ile Garanti Portföy izlemektedir. Hedef Portföy ise Ağustos ayı itibarıyla Temmuz ayına göre bir basamak yükselerek 19. Sıraya çıktı. 2,5 milyar TL portföy büyüklüğü ile %0,54 Pazar payına ulaştı.

  
  
 Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Yönetilen Toplam Portföy Büyüklüğü (Mn TL)					
Şirket	Ağu.21	Şirket	Ağu.21	Şirket	Ağu.21
ZİRAAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	78.364	RE-PIE PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	3.820	MAXİS GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	451
İŞ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	70.977	QINVEST PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	2.923	AKFEN GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	405
AK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	70.001	<b>HEDEF PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.</b>	<b>2.526</b>	MARMARA CAPITAL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	347
YAPI KREDİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	54.282	MÜKAFAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	2.520	METRO PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	342
GARANTİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	43.951	ATLAS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1.933	24 GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	325
AZİMUT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	34.697	NOE PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1.619	STRATEJİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	322
TEB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	16.790	ATA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1.366	GLOBAL MD PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	290
İSTANBUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	10.925	ARZ GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY	1.158	KIZILAY GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORT	192
HSBC PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	10.864	OSMANLI PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1.035	TERA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	168
DENİZ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	10.566	INVEO PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	974	MEKSA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	111
QNB FİNANS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	9.755	ÜNLÜ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	675	NURUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	76
FİBA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	6.616	AURA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	532	LOGOS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	61
KT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	6.458	KARE PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	523	INVESTRADE PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	52
TACİRLER PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	5.215	PERFORM PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	517	KALKINMA GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ	0,3
OYAK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	4.830	OMURGA GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ POR	496	LETVEN CAPITAL GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNİ	0,2
ALBARAKA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	4.348	ICBC TURKEY PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	460	ORAGON GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	0,0

Kaynak: SPK

Portföy yönetim şirketlerinin esas faaliyet gelirleri portföy yönetim komisyonları, yatırım danışmanlık gelirleri ve yatırım fon satış gelirleri olmak üzere üç ana kaleme takip edilmektedir. Bununla beraber sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (mn TL)	2019	2020	Değişim
<b>Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri</b>	<b>640,7</b>	<b>1.137,2</b>	<b>77,5%</b>
<b>Kolektif Portföy Yönetimi</b>	<b>601,1</b>	<b>1.055,2</b>	<b>75,6%</b>
Emeklilik Yatırım Fonları	108,2	156,8	45,0%
Yatırım Fonları	488,0	891,2	82,6%
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	367,3	642,5	74,9%
Gayrimenkul Yatırım Fonları	52,6	62,8	19,3%
Girişim Sermayesi Yatırım Fonları	15,7	24,4	55,8%
Borsa Yatırım Fonları	1,1	7,1	539,0%
Serbest Yatırım Fonları	51,3	154,4	201,0%
Yatırım Ortaklıkları	4,9	7,2	46,7%
<b>Bireysel Portföy Yönetimi</b>	<b>39,6</b>	<b>82,0</b>	<b>107,1%</b>
Gerçek Kişi	16,3	55,4	240,8%
Tüzel Kişi	23,4	26,6	13,8%
<b>Yatırım Danışmanlığı Gelirleri</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>12,9%</b>
<b>Fon Pazar. ve Satış Aracılık Gelirleri</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-</b>
<b>TOPLAM</b>	<b>644,6</b>	<b>1.141,6</b>	<b>77,1%</b>

Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketlerinin emeklilik yatırım fonu gelirleri bir önceki yıla göre %45 artarak 156,8 milyon TL'ye ulaşmıştır. Yatırım fonlarındaki portföy büyüklüğü yıllık bazda %19 büyürken, yıllık ortalama portföy değerindeki büyüme %46 olmuş, bu fonların yönetiminden elde edilen gelir ise çok daha fazla %83 oranında yükselerek 891,2 milyon TL olmuştur. 2020 yılında yatırım fonlarından elde edilen gelirler toplam gelirlerin %78'ini oluşturmuştur. 2020 yılında portföy yönetim şirketlerinin faaliyetlerinden elde ettikleri gelirler geçen yılın aynı dönemine göre %77 artarak 1.141,6 milyon TL'ye ulaşmıştır.

PYŞ Özet Bilanço (mn TL)	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	20/19 Değ.
Dönen Varlıklar	321	373	472	571	698	863	1.034	1.697	64,1%
Duran Varlıklar	27	37	34	38	41	55	105	90	-14,6%
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>348</b>	<b>410</b>	<b>507</b>	<b>609</b>	<b>740</b>	<b>918</b>	<b>1.139</b>	<b>1.787</b>	<b>56,8%</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	32	40	45	49	66	87	110	216	96,8%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4	6	6	8	10	22	47	65	38,1%
<b>Özkaynaklar</b>	<b>311</b>	<b>365</b>	<b>456</b>	<b>552</b>	<b>664</b>	<b>809</b>	<b>982</b>	<b>1.505</b>	<b>53,3%</b>

Kaynak: TSPB

2020 yılsonu itibarıyla Portföy Yönetim Şirketlerinin aktif büyüklüğü, bir önceki yıla göre %56,8 oranında artarak 1,8 milyar TL'ye ulaşmıştır. Toplam aktifin %95'ini ise 1,7 milyar TL ile dönen varlıklardan oluşmaktadır. 2020 yılsonu itibarıyla Portföy Yönetim Şirketlerinin 216 milyon TL kısa ve 65 milyon TL uzun vadeli yükümlülükleri bulunmaktadır. 2019 yılında 982 milyon TL özkaynağa sahip olan Portföy Yönetim Şirketleri, 2020 yılsonu itibarıyla 1,5 milyar TL özkaynağa sahiptir.

PYŞ Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
Net Satışlar	281	317	427	916	712	606	723	1.498
Yıllık Değişim		12,7%	34,8%	114,2%	-22,3%	-14,8%	19,2%	107,3%
Satışların Maliyeti	-76	-87	-131	-569	-273	-82	-57	-267
Yıllık Değişim		14,4%	50,7%	332,5%	-52,1%	-69,8%	-31,1%	371,7%
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	<b>205</b>	<b>230</b>	<b>296</b>	<b>347</b>	<b>439</b>	<b>524</b>	<b>666</b>	<b>1.231</b>
Yıllık Değişim		12,1%	28,7%	17,2%	26,6%	19,3%	27,1%	84,8%
Brüt Kar Marjı	72,9%	72,5%	69,2%	37,9%	61,7%	86,4%	92,2%	82,2%
Faaliyet Giderleri	-149	-173	-220	-260	-296	-348	-394	-535
Yıllık Değişim		16,0%	27,3%	17,9%	13,9%	17,5%	13,1%	35,9%
<b>Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>76</b>	<b>87</b>	<b>143</b>	<b>176</b>	<b>273</b>	<b>697</b>
Yıllık Değişim		1,4%	32,9%	15,3%	64,3%	23,1%	54,8%	155,5%
Faaliyet Kar Marjı	19,9%	17,9%	17,7%	9,5%	20,1%	29,0%	37,7%	46,5%
Vergi Öncesi Kar/Zarar	76	90	117	143	209	302	403	844
Vergiler	-16	-20	-27	-32	-44	-70	-85	-189
<b>Net Kar/Zarar</b>	<b>59</b>	<b>70</b>	<b>91</b>	<b>111</b>	<b>165</b>	<b>232</b>	<b>318</b>	<b>655</b>

Kaynak: TSPB, BMD Araştırma

### 1.3.3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'na Genel Bakış

GSYO olarak adlandırılan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yönelen ortaklıklardır. GSYO girişim sermayesi yatırımlarının gerçekleştirilmesinde kullanılan araçlardan biridir.

GSYO bir kurumsal yatırımcı ve bir sermaye piyasası kurumudur. GSYO'ların faaliyetlerinde sermaye piyasası mevzuatına uyum sağlaması gerekmektedir.

Portföyündeki girişim sermayesi yatırımlarından kar sağlayan girişim sermayesi yatırım ortaklığı, yılsonunda bu karı ortaklarına temettü olarak dağıtabilmekte ve böylece girişim sermayesi gelirini ortaklarına aktarabilmektedir.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları girişim sermayesi yatırımlarına portföy değerlerinin en az %50'si oranında yatırım yapmak zorundadırlar.

#### Girişim sermayesi yatırımı;

Girişim sermayesi yatırımlarını temel olarak girişim şirketlerine doğrudan ve dolaylı olarak ortak olunması ve girişim şirketlerinin borçlanma araçlarının satın alınması diğer bir ifadeyle girişim şirketlerine kreditor olunması olarak iki başlık altında toplanabilir. Girişim şirketlerine doğrudan ortak olunması bu şirketlerin hisse senetlerinin satın alınması anlamındadır. GSYO'lar dolaylı olarak da girişim şirketlerine ortak olabilirler, bu dolaylı ortaklığı yurtiçinde kurulu özel amaçlı şirketler (holdingler) ve girişim sermayesi fonları ile yurtdışında kurulu girişim sermayesi fonları üzerinden gerçekleştirebilirler.

#### Girişim şirketi;

Sermaye piyasası mevzuatına göre Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketleri ifade etmektedir. Girişim şirketlerinin, sınai, zirai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesini amaçlamaları ya da yönetim, teknik veya sermaye desteği ile bu amaçları gerçekleştirebilecek durumda olmaları gereklidir. Borsada işlem gören diğer bir deyişle halka açık şirketler de girişim şirketi niteliğini taşıyabilir. Ancak GSYO'lar bu kapsamdaki şirketlerin sadece borsada işlem görmeyen paylarına diğer bir deyişle halka açık olmayan paylarına yatırım yapabilirler.

#### Girişim sermayesi yatırım ortaklığının yan faaliyetleri;

GSYO'lar;

- Girişim şirketlerinin yönetimine katılabilir, bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir,
- Portföylerini çeşitlendirmek amacıyla ikinci el piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçları ile para piyasası araçlarına (mevduat vs.) yatırım yapabilir,
- Türkiye'deki girişim sermayesi faaliyetlerine yönelik olarak danışmanlık hizmeti vermek üzere yurtiçinde ve yurtdışında kurulu danışmanlık şirketlerine ortak olabilir,
- Yurtiçinde kurulu portföy yönetim şirketleri ile yurtdışında kurulmakla birlikte faaliyet kapsamı sadece yurtiçinde kurulu girişim şirketleri olan portföy yönetim şirketlerine ortak olabilir.
- Belirli şartları sağlayarak girişim sermayesi portföyüne yönelik portföy yöneticiliği hizmeti verebilir,

- Borsa İstanbul Gelişen İşletmeler Piyasasında piyasa danışmanlığı hizmeti verebilirler.

GSYO'lar ayrıca bir yıldan kısa vadeli olanlar için en son bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında yer alan özsermayelerinin yarısını, bir yıl ve daha uzun vadeli olanlar için özsermayelerinin iki katını aşmamak kaydıyla borçlanabilirler.

#### Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının paylarının halka arzı;

Portföy işletmeciliği faaliyet yetki belgesinin ticaret siciline tescilini takip eden 3 yıl içinde yatırım portföyünü oluşturarak paylarının kayda alınması için SPK'na başvurulur.

Girişim sermayesi ortaklıkları esas sözleşmeleri ile halka arzı sadece nitelikli yatırımcılarla sınırlandırabilirler. Bu nitelikteki ortaklıkların payları borsada işlem görmez.

Çıkarılmış sermayeleri 20 milyon TL'den az olan ortaklıkların çıkarılmış sermayelerinin asgari % 20'sini temsil eden paylarının, çıkarılmış sermayeleri 20 milyon TL ve daha fazla olan ortaklıkların ise çıkarılmış sermayelerinin asgari % 10'unu temsil eden paylarının halka arz edilmesi ve tüm payların kayda alınması talebiyle Kurula başvurmaları zorunludur.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, paylarının satış süresinin bitimi sonrasında çıkardıkları payların Borsa kotuna alınması için gerekli belgenin verilmesi istemiyle Kurula başvurmak zorundadırlar.

#### Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının vergi avantajı;

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5'inci maddesinin 1 no'lu fıkrasının (d) bendi uyarınca, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kazançları kurumlar vergisinden istisnadır. KVK'nun 15'inci maddesinin 3 numaralı fıkrasında girişim sermayesi yatırım ortaklığı kazançlarından, dağıtılsın veya dağıtılmasın, kurum bünyesinde % 15 oranında vergi kesintisi yapılacağı hükme bağlanmış olmakla birlikte, 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile bu kazançlar üzerinden yapılacak olan (bu kazançlar dağıtılsın dağıtılmasın ) stopajın oranı da % 0 olarak belirlenmiştir.

#### Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları için halka açılma avantajları;

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları halka açılmak suretiyle yatırımlarının finansmanında sermaye piyasalarından yararlanma imkânı elde etmektedirler. Özkaynak yoluyla gerçekleşen söz konusu finansman imkânı, ortaklıkların daha büyük yatırımlara ulaşmalarına imkân sağlayarak büyümelerine önemli boyutta destek olmaktadır.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına yatırım yapanlar paylarının Borsada işlem görmesi sayesinde girişim sermayesi yatırımlarını likidite etme imkânı elde ederler.

Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine uyum sayesinde daha kurumsal, şeffaf ve hesap verebilir bir yönetim anlayışına geçiş yapar ve finansal raporlama üretiminde uluslararası bir standarda ulaşırlar.

#### Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları için halka açılma sonrasında temel yükümlülükleri;

Başlıca yükümlülükler mali tabloların Kurul düzenlemelerine göre hazırlanarak bağımsız denetimden geçirilmesi, periyodik portföy tablolarının hazırlanması ve özel durum açıklamaları yapılmasıdır.

Kaynak: www.spk.gov.tr

Türkiye'de Haziran 2021 itibariyle halka açık 6 GSYO bulunmaktadır. Bu işletmeler aşağıda listelenmiştir.

Borsa Kodu	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	Toplam Portföy, TL
GOZDE	Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	4.791.229.685
HDFGS	Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	522.397.312
HUBVC	Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	49.370.000
ISGSY	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	197.208.181
RHEAG	Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	-
VERTU	Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	715.086.908

Kaynak: Şirketlerin Bağımsız Denetim Raporları

Halka açık GSYO'ların girişim sermayesi portföyleri KAP'ta açıklanan mali tablo dipnotlarına göre aşağıdaki gibidir:



Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	31 Mart 2021
Seyitler Kimya	188.094.500
İdealist Danışmanlık	181.490.047
Hedef Projelendirme ve GM Geliştirme A.Ş.	124.497.452
Eko hesap	61.924
Qua Granite	27.432.000
Ftech	678.332
Fintables	143.057
<b>Toplam</b>	<b>522.397.312</b>

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	31 Mart 2021
Pamukova Elektrik Üretim A.Ş.	554.638.102
Core Engage Yazılım A.Ş.	2.500.000
Golive Yazılım Hizmetleri A.Ş.	23.628.063
Mavi Hospital Sağlık Hizmetleri A.Ş.	24.000.000
Kahve Diyarı Pazarlama San. ve Tic. A.Ş.	15.500.000
Probel Bilgisayar Yaz. Don. San. Tic. A.Ş.	9.000.000
Vektora Yazılım Teknolojileri A.Ş.	85.820.743
<b>Toplam</b>	<b>715.086.908</b>

Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	31 Mart 2021
Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş.	346.696.000
Flo Mağazacılık ve Paz. A.Ş.	510.830.000
Penta Teknolojik Ürünleri Dağ. Tic. A.Ş.	419.814.022
İsmet Ambalaj Yatırımlar A.Ş.	1.401.000.000
Azmüsebat Çelik San. Ve Tic. A.Ş.	243.206.052
Makina Takım Endüstrisi A.Ş.	26.730.631
Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.	414.336
Şok Marketler Tic. A.Ş.	1.648.299.842
Makina Takım Endüstrisi A.Ş.	194.238.802
<b>Toplam</b>	<b>4.791.229.685</b>

İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	31 Mart 2021
Nevotek Bil. Ses ve İle. Sis. San. Tic. A.Ş.	11.385.778
Ortopro Tıbbi Aletler San. ve Tic. A.Ş.	52.628.389
Toksöz Spor Malzemeleri Ticaret A.Ş.	71.137.941
Mikla Yiyecek ve İçecek A.Ş.	16.046.506
Radore Veri Merkezi Hizmetleri A.Ş.	26.515.977
Tatilbudur Seyahat Acenteliği ve Tur. A.Ş.	19.493.590
<b>Toplam</b>	<b>197.208.181</b>

Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	31 Mart 2021
Zeplin, Inc.	41.363.000
Monument Labs Inc.	2.657.000
Cana Bilişim Hizmetleri Ticaret A.Ş.	274.000
Paymes Elek. Tic. Ve Bil. Teknolojileri	941.000
Teleporter Realities Inc.	79.000
Smartmimic Inc.	79.000
Optiyol Inc.	638.000
Wisboo Holding LLC.	707.000
Kimola Veri Teknolojileri A.Ş.	117.000
Enko Teknoloji A.Ş.	516.000
Sensfix Inc.	617.000
Code2 Software, Inc.	79.000
Publicfast Inc.	79.000
Metawing Technologies, Inc.	79.000
Flixier SRL(1)	220.000
Knowt Inc.	184.000
Pinticks Yazılım A.Ş.	227.000
Learnup IO, Inc	294.000
Asya	220.000
<b>Toplam</b>	<b>49.370.000</b>

Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	31 Mart 2021
Seta Tıbbi Cihazlar İthalat İhracat	
Pazarlama Ticaret ve Sanayi A.Ş.	-
NetSafe Bilgi Teknolojileri Güvenliği A.Ş.	-
Tasfiye Halinde Rhea Dijital Yat. Tic. A.Ş.	-
RML International Shipping Enterprises	
Single Membered Limited Liability	-
RML Lojistik ve Denizcilik Hizmetleri	
Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-
<b>Toplam</b>	<b>-</b>

## 2.1. Gelir Tablosu

## 2.1.1. Hedef Holding

Hedef Holding A.Ş. Bağımsız Denetimden Geçmiş TFRS Bazlı Gelir Tabloları					
TL	2018/12	2019/12	2020/12	2020/06	2021/06
Hasılat	-10.775.938	75.568.514	283.281.282	-1.310.678	40.204.417
<b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>	<b>-10.775.938</b>	<b>75.568.514</b>	<b>283.281.282</b>	<b>-1.310.678</b>	<b>40.204.417</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	-882.922	-993.577	-874.307	-472.655	-583.092
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	90.133	18.971	317.927	6.184	30.523
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-134.307	-197.094	-316.662	-143.046	-1.564.931
<b>ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>-11.703.034</b>	<b>74.396.814</b>	<b>282.408.240</b>	<b>-1.920.195</b>	<b>38.086.917</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler				--	138.614
<b>FİNANSMAN GELİRİ ÖNCESİ FAALİYET KARI</b>	<b>-11.703.034</b>	<b>74.396.814</b>	<b>282.408.240</b>	<b>-1.920.195</b>	<b>38.225.531</b>
Finansal Gelirler	432.117	36.905	1.276.461	468.223	938.663
Finansal Giderler (-)	--	-48.070	-59.952	-35.592	-34.506
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI</b>	<b>-11.270.917</b>	<b>74.385.649</b>	<b>283.624.749</b>	<b>-1.487.564</b>	<b>39.129.688</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri</b>	<b>2.259.401</b>	<b>-14.888.914</b>	<b>-56.792.564</b>	<b>252.432</b>	<b>-7.838.613</b>
-Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-124.085	-119.175	-702.989	-418.681	-41.044
-Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	2.383.486	-14.769.739	-56.089.575	671.113	-7.797.569
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI</b>	<b>-9.011.516</b>	<b>59.496.735</b>	<b>226.832.185</b>	<b>-1.235.132</b>	<b>31.291.075</b>

Hedef Holding'in hasılatı, satışların maliyetleri ile birlikte netleştirilerek verilmekte olup, 30.06.2021 dönemi itibarıyla Şirketin net hasılatı temel olarak finansal yatırımlar değer artış gelirleri ve hisse senetleri gerçeğe uygun değerlendirme gelirlerinden oluşmaktadır.

Şirketin net hasılatı 2018 yılında -10,8 milyon TL iken, 2019 yılında 75,6 milyon TL olarak gerçekleşmiş olup, 2020 yılında da 2019 yılında göre %275 artışla 283,3 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.06.2020 döneminde -1,3 milyon TL olan net hasılat 30.06.2021 döneminde 40,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

## Hedef Holding A.Ş. Hasılat Kalemleri

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
Finansal yatırımlar değer artış geliri	-3.950.512	46.677.686	213.455.672	4.477.923	37.435.963
Hisse senetleri gerçeğe uygun değerlendirme geliri	-2.390.751	13.313.520	53.124.035	2.111.571	2.482.171
Hisse senetleri satış karı/zararı (net)	1.640.595	1.547.965	-1.859.922	-8.563.412	0
Yatırım fonları satış karı/zararı (net)	-1.350.343	35.926	2.224.448	-169.533	137.762
Yatırım fonları gerçeğe uygun değerlendirme geliri	-6.108.952	2.183.084	460.089	832.773	34.093
Bağlı ortaklık temettü gelirleri	59.598	0	--		
Özel kesim ve devlet tahvili gerçeğe uygun değerlendirme geliri	552.546	11.789.531	15.872.600	0	114.428
Diğer	771.882	20.802	4.360	0	0
<b>Toplam Hasılat</b>	<b>-10.775.938</b>	<b>75.568.514</b>	<b>283.281.282</b>	<b>-1.310.678</b>	<b>40.204.417</b>

## 2.1.2. İfo Yatırım

## İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Bağımsız Denetimden Geçmiş TFRS Bazlı Gelir Tabloları

TL	2018/12	2019/12	2020/12	2020/06	2021/06
Hasılat	30.852.148	88.236.558	6.852.426.650	58.349.944	6.982.557.800
Satışların Maliyeti (-)	-15.305.393	-50.732.089	-6.701.201.283	-10.495.615	-6.832.883.819
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar / (Zarar)	15.546.755	37.504.469	151.225.367	47.854.329	149.673.981
<b>BRÜT KAR / (ZARAR)</b>	<b>15.546.755</b>	<b>37.504.469</b>	<b>151.225.367</b>	<b>47.854.329</b>	<b>149.673.981</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-2.449.627	-4.557.176	-16.452.413	-6.797.026	-10.511.498
Genel Yönetim Giderleri (-)	-13.295.988	-24.899.435	-61.839.222	-21.338.313	-58.618.193
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	16.450.557	9.013.825	11.024.828	4.325.955	8.873.827
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-14.465.811	-9.016.499	-10.204.631	-3.863.162	-8.169.842
<b>ESAS FAALİYET KAR / (ZARARI)</b>	<b>1.785.886</b>	<b>8.045.184</b>	<b>73.753.929</b>	<b>20.181.783</b>	<b>81.248.275</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	486.914	228.683	215.607	20.718	79.067
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)			-504.459	532.029	-45.145
<b>FİNANSMAN GELİRİ ÖNCESİ FAALİYET KAR/ZARARI</b>	<b>2.272.800</b>	<b>8.273.867</b>	<b>73.465.077</b>	<b>19.670.472</b>	<b>81.282.197</b>
Finansal Gelirler	2.092.689	1.952.463	3.239.938	3.291.091	7.901.175
Finansal Giderler (-)	-1.831.191	-3.969.764	-13.990.348	-6.246.019	-28.435.207
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)</b>	<b>2.534.298</b>	<b>6.256.566</b>	<b>62.714.667</b>	<b>16.715.544</b>	<b>60.748.165</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)</b>	<b>-928.707</b>	<b>-1.584.509</b>	<b>-13.900.724</b>	<b>-3.724.467</b>	<b>-15.406.723</b>
- Dönem Vergi Gelir / (Gideri)	-766.110	-1.627.882	-13.351.767	-3.945.649	-15.472.715
- Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	-162.597	43.373	-548.957	221.182	65.992
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)</b>	<b>1.605.591</b>	<b>4.672.057</b>	<b>48.813.943</b>	<b>12.991.077</b>	<b>45.341.442</b>

Aracı kurumların ana gelir kaynağını aracılık faaliyetlerinden elde ettiği komisyon gelirleri oluşturmaktadır. Kurum portföyü gelirleri, kurumsal finansman gelirleri, varlık yönetimi gelirleri, müşteri faiz gelirleri ve diğer gelirler, aracı kurumların aracılık faaliyetleri kaynaklı gelirleri ardından toplam gelirlerini oluşturan ana gelir kaynaklarıdır. İfo Yatırım'ın 30.06.2021 itibarı ile 6.982.557.800 TL hasılat bakiyesi bulunmaktadır. Bu dönem sonunda hasılat için 6.832.883.819 TL satışların maliyeti hesabı oluşmuş ve 149.673.981 TL brüt kar elde edilmiştir.

Aracı kurumların en önemli faaliyet gideri kalemi olan genel yönetim giderlerinin yarısına yakını personel giderleri oluşturmaktadır. 2021/06 itibarı ile genel yönetim gideri içinde 28,1 milyon TL Personel Ücret ve Giderleri, 8,7 milyon TL tutarında Abone Giderleri bakiyesi bulunmaktadır.

Pazarlama giderleri, ViOP işlemleri için borsa ile takas ve saklama kuruluşlarına ödenen giderlerden oluşturmaktadır. 2021/06 itibarı pazarlama giderleri içinde 5,3 milyon TL tutarında ViOP borsa payı, 3,3 milyon TL tutarında takas ve saklama giderleri bakiyesi bulunmaktadır.

2021/06 itibarı ile Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler içinde 8,5 milyon TL tutarında kur farkı, Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler içinde 6,3 milyon TL kur farkı giderleri bakiyesi bulunmaktadır.

### 2.1.3. Hedef PYS

Şirket ana faaliyeti olan fon yönetimi ve bireysel portföy yönetiminden komisyon geliri elde etmesinin yanısıra hisse senedi ve tahvil alım satımı da yapmaktadır. Yapılan satışların tamamı hasılat altında kaydedilmesi nedeniyle hasılat rakamı piyasa koşullarına ve şirketin hisse senedi ve tahvil alım satım hacmine göre dalgalanmaktadır. Brüt kar rakamı bu anlamda daha doğru yorumlanacak bir kalem olarak görülmektedir. 2020 yılında şirket %457 artışla 40,6 milyon TL brüt kar elde ederken 2,8 milyon TL faaliyet gideri sonrası 37,7 milyon TL net esas faaliyet karına ulaşmıştır. 2021'in ilk yarısında brüt kar tutarı 2020'nin aynı dönemine göre %279 artışla 28,2 milyon TL olurken FAVÖK rakamı %277 artışla 25,2 milyon TL kaydedilmiştir. Kalem bazında gelir ve maliyet kalemleri yıllara sari şekilde alttaki tablolarda gösterilmiştir.

Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. Gelir Tablosu

TL	2018/12	2019/12	2020/12	2020/06	2021/06	Son 4Ç
<b>Hasılat</b>	<b>31.247.310</b>	<b>15.334.243</b>	<b>230.034.817</b>	<b>8.396.635</b>	<b>242.153.359</b>	<b>463.791.541</b>
Satışların Maliyeti	30.351.091	8.054.107	189.474.803	963.730	213.961.653	402.472.726
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	896.219	7.280.136	40.560.014	7.432.905	28.191.706	61.318.815
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>896.219</b>	<b>7.280.136</b>	<b>40.560.014</b>	<b>7.432.905</b>	<b>28.191.706</b>	<b>61.318.815</b>
<b>Yıllık Değişim</b>	<b>-65,8%</b>	<b>712,3%</b>	<b>457,1%</b>		<b>279,3%</b>	
Faaliyet Giderleri (-)	699.870	997.528	2.836.775	837.561	3.096.285	5.095.499
Genel Yönetim Giderleri	699.870	997.528	2.836.775	837.561	3.096.285	5.095.499
<b>Net Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>196.349</b>	<b>6.282.608</b>	<b>37.723.239</b>	<b>6.595.344</b>	<b>25.095.421</b>	<b>56.223.316</b>
<b>Yıllık Değişim</b>	<b>-89,6%</b>	<b>3099,7%</b>	<b>500,4%</b>		<b>280,5%</b>	
Amortisman	26.480	27.270	120.352	82.770	70.100	107.682
<b>Favök</b>	<b>222.829</b>	<b>6.309.878</b>	<b>37.843.591</b>	<b>6.678.114</b>	<b>25.165.521</b>	<b>56.330.998</b>
<b>Yıllık Değişim</b>	<b>-88,3%</b>	<b>2731,7%</b>	<b>499,8%</b>		<b>276,8%</b>	
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	243.937	262.059	155.364	45.144	1.535.229	1.645.449
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	75.702	114.019	242.248	57.029	461.639	646.858
<b>Esas Faaliyet Karı (Zararı)</b>	<b>364.584</b>	<b>6.430.648</b>	<b>37.636.355</b>	<b>6.583.459</b>	<b>26.169.011</b>	<b>57.221.907</b>
<b>Yıllık Değişim</b>	<b>-82,0%</b>	<b>1663,8%</b>	<b>485,3%</b>		<b>297,5%</b>	
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	57.426	0	0	1	0	-1
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	422.010	6.430.648	37.636.355	6.583.460	26.169.011	57.221.906
Finansman Giderleri	0	67.762	77.798	29.729	-46	48.023
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)</b>	<b>422.010</b>	<b>6.362.886</b>	<b>37.558.557</b>	<b>6.553.731</b>	<b>26.169.057</b>	<b>57.173.883</b>
<b>Yıllık Değişim</b>	<b>-79,2%</b>	<b>1407,8%</b>	<b>490,3%</b>		<b>299,3%</b>	
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	93.323	-779.145	10.448.845	3.623.394	5.212.074	12.037.525
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	361.695	97.355	2.000.014	449.906	5.466.227	7.016.335
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-268.372	-876.500	8.448.831	3.173.488	-254.153	5.021.190
<b>Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)</b>	<b>328.687</b>	<b>7.142.031</b>	<b>27.109.712</b>	<b>2.930.337</b>	<b>20.956.983</b>	<b>45.136.358</b>
<b>Yıllık Değişim</b>	<b>-79,7%</b>	<b>2072,9%</b>	<b>279,6%</b>		<b>615,2%</b>	

  
BMD  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.



Satışların Detayı	2018/12	2019/12	2020/12	2020/06	2021/06	Son 4Ç
Portföy Yönetiminden Elde Edilen Komisyon Geliri	1.832.794	2.298.196	7.188.124	3.844.614	14.097.728	17.441.238
Portföy Yönetiminden Elde Edilen Performans Primi				0	12.195.176	12.195.176
Hisse Senetleri Satış Gelirleri	25.037.693	400.000	176.188.803	-963.730	-2.266.122	174.886.411
Hisse Senetleri Gerçeğe Uygun Değerleme Farkları	-241.928			0	-311.771	-311.771
Alman Temettüleri				0	2.096.874	2.096.874
Fon Satış Gelirleri	5.568.256	6.672.730	7.674.438			7.674.438
Fon Gerçeğe Uygun Değerleme Farkları	-949.505	5.963.317	30.292.885	4.552.021	2.239.528	27.980.392
Devlet Tahvili Satış Gelirleri			8.690.567	0	140.294	8.830.861
Devlet Tahvili Gerçeğe Uygun Değerleme Farkları						0
Özel Sektör Tahvil Satış Geliri	0	0	0			0
<b>Net satışlar</b>	<b>31.247.310</b>	<b>15.334.243</b>	<b>230.034.817</b>	<b>7.432.905</b>	<b>28.191.707</b>	<b>250.793.619</b>
<b>Yıllık Değişim</b>	<b>-76,7%</b>	<b>-50,9%</b>	<b>1400,1%</b>		<b>279,3%</b>	

Maliyetlerin Detayı	2018/12	2019/12	2020/12	2020/06	2021/06	Son 4Ç
Satılan Hisse Senet Maliyetleri (-)	-24.712.888	-431.500	-175.977.467	0	0	-175.977.467
Satılan Fon Maliyetleri (-)	-5.638.203	-7.622.607	-4.929.230	0	0	-4.929.230
Satılan Devlet Tahvili Maliyetleri (-)			-8.568.106	0	0	-8.568.106
Satılan Özel SEKTÖR Tahvili Maliyetleri (-)		0	0	0	0	0
<b>Toplam Maliyetler</b>	<b>-30.351.091</b>	<b>-8.054.107</b>	<b>-189.474.803</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-189.474.803</b>
<b>Yıllık Değişim</b>	<b>-77,0%</b>	<b>-73,5%</b>	<b>2252,5%</b>			

Brüt Karın Detayı	2018/12	2019/12	2020/12	2020/06	2021/06	Son 4Ç
Portföy Yönetimi	1.832.794	2.298.196	7.188.124	3.844.614	26.292.904	29.636.414
Hisse Senedi	82.877	-31.500	211.336	-963.730	-481.019	694.047
Fon	-1.019.452	5.013.440	33.038.093	4.552.021	2.239.528	30.725.600
Devlet Tahvili	0	0	122.461	0	140.294	262.755
Özel Sektör Tahvili	0	0	0	0	0	0
<b>Brüt Kar</b>	<b>896.219</b>	<b>7.280.136</b>	<b>40.560.014</b>	<b>7.432.905</b>	<b>28.191.707</b>	<b>61.318.816</b>
<b>Yıllık Değişim</b>	<b>-65,8%</b>	<b>712,3%</b>	<b>457,1%</b>		<b>279,3%</b>	

#### 2.1.4. Hedef Girişim

Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Bağımsız Denetimden Geçmiş TFRS Bazlı Gelir Tabloları					
TL	2018/12	2019/12	2020/12	2020/06	2021/06
Hasılat	25.063.533	30.117.344	263.115.970	27.585.726	104.638.760
Satışların Maliyeti (-)	-22.358.786				
<b>TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR (ZARAR)</b>	<b>2.704.747</b>	<b>30.117.344</b>	<b>263.115.970</b>	<b>27.585.726</b>	<b>104.638.760</b>
<b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>	<b>2.704.747</b>	<b>30.117.344</b>	<b>263.115.970</b>	<b>27.585.726</b>	<b>104.638.760</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.357.397	-3.548.250	-6.526.281	-2.007.831	-3.061.184
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.340.624	4.026.841	3.048.522	1.541.396	4.915.697
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-15.951	--	-217	-839.404	-9.366.716
<b>ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>1.672.023</b>	<b>30.595.935</b>	<b>259.637.994</b>	<b>26.279.887</b>	<b>97.126.557</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	23.872	108.744	--	--	--
<b>FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>1.695.895</b>	<b>30.704.679</b>	<b>259.637.994</b>	<b>26.279.887</b>	<b>97.126.557</b>
Finansal Giderler (-)	--	-131.493	-88.647	-45.703	-39.298
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)</b>	<b>1.695.895</b>	<b>30.573.186</b>	<b>259.549.347</b>	<b>26.234.184</b>	<b>97.087.259</b>
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>1.695.895</b>	<b>30.573.186</b>	<b>259.549.347</b>	<b>26.234.184</b>	<b>97.087.259</b>
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>1.695.895</b>	<b>30.573.186</b>	<b>259.549.347</b>	<b>26.234.184</b>	<b>97.087.259</b>

Şirket yatırım işletmesi olduğu için, iştirak ettiği şirketlerin, satın aldığı hisse senetlerin, tahvillerin ve fonların gerçeğe uygun değer farkları, satış gelir/gideri hasılat altında gösterilir. 30.06.2021 itibari ile Şirket'in 104.638.760 TL hasılat bakiyesi bulunmaktadır. Bu bakiyenin 97.003.256 TL'si hisse senetleri gerçeğe uygun değerleme geliri/(gideri) bakiyesinden, 3.597.969 TL'si Hisse senetleri satış karı/zararı bakiyesinden 3.637.851 TL'si özel kesim ve devlet tahvili faiz geliri bakiyesinden oluşmaktadır.

30.06.2021 itibari ile Şirket'in 3.061.184 TL tutarında genel yönetim gideri bakiyesi bulunmaktadır. Bu bakiyenin 1.628.605 TL'lik kısmı personel giderleri bakiyesinden oluşmaktadır.

30.06.2021 itibari ile esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabı içinde 4.657.280 TL tutarında faiz gelirleri bakiyesi bulunmaktadır.

## 2.2. Bilanço

### 2.2.1. Hedef Holding

Hedef Holding A.Ş. Bağımsız Denetimden Geçmiş TFRS Bazlı Bilançolar				
VARLIKLAR				
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>16.348.842</b>	<b>29.352.244</b>	<b>46.183.765</b>	<b>59.847.826</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	100.431	1.300.929	1.470.867	12.767.478
Finansal Yatırımlar	16.108.851	23.007.236	44.377.808	46.665.059
Diğer Alacaklar	--	4.811.154	83.010	35.949
Peşin Ödenmiş Giderler	--	9.000	1.904	4.923
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	13.412	--	--	112.729
Diğer Dönen Varlıklar	126.148	223.925	250.176	261.688
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>16.348.842</b>	<b>29.352.244</b>	<b>46.183.765</b>	<b>59.847.826</b>
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>56.988.503</b>	<b>117.380.311</b>	<b>383.913.851</b>	<b>628.878.208</b>
Finansal Yatırımlar	56.250.662	116.191.411	382.771.117	627.657.094
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	--	--	--	700.000
Maddi Duran Varlıklar	726.720	727.820	724.367	28.113
Kullanım Hakkı Varlıkları	11.121	461.080	418.367	493.001
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>56.988.503</b>	<b>117.380.311</b>	<b>383.913.851</b>	<b>628.878.208</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>73.337.345</b>	<b>146.732.555</b>	<b>430.097.616</b>	<b>688.726.034</b>
KAYNAKLAR				
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.486.500</b>	<b>266.454</b>	<b>301.102</b>	<b>451.215</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.275	--	2.269	--
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	--	110.198	155.168	191.637
Ticari Borçlar	11.786	20.131	56.068	252.716
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	6.075	1.208	1.450	1.788
Diğer Borçlar	1.467.364	20.015	5.803	5.074
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	--	114.902	80.344	--
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.486.500</b>	<b>266.454</b>	<b>301.102</b>	<b>451.215</b>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>8.751.293</b>	<b>23.870.335</b>	<b>79.912.105</b>	<b>87.769.335</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	--	348.256	290.137	339.887
Uzun Vadeli Karşılıklar	19.384	20.562	30.865	40.776
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	8.731.909	23.501.517	79.591.103	87.388.672
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>8.751.293</b>	<b>23.870.335</b>	<b>79.912.105</b>	<b>87.769.335</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>63.099.552</b>	<b>122.595.766</b>	<b>349.884.409</b>	<b>600.505.484</b>
Ödenmiş Sermaye	27.000.000	27.000.000	27.000.000	250.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak	492	-29	17	17
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	619.957	646.212	694.209	819.120
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	44.490.619	35.452.848	95.357.998	318.395.272
Dönem Net Kârı/Zararı	-9.011.516	59.496.735	226.832.185	31.291.075
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>63.099.552</b>	<b>122.595.766</b>	<b>349.884.409</b>	<b>600.505.484</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>73.337.345</b>	<b>146.732.555</b>	<b>430.097.616</b>	<b>688.726.034</b>

Bilanço tarihleri itibariyle nakit ve nakit benzeri değerler aşağıdaki gibidir:

<b>Nakit ve Nakit Benzeleri</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>30.06.2021</b>
Kasa	14.252	8.724
Bankalar	1.456.615	12.758.754
- Vadesiz mevduat	10.439	95.158
- Vadeli mevduat	1.445.943	12.663.596
- Yatırım hesapları	233	-
<b>Toplam</b>	<b>1.470.867</b>	<b>12.767.478</b>

Şirket'in, 31.12.2020 itibariyle 1.470.867 TL olan nakit ve nakit benzerleri tutarı 30.06.2021 tarihinde 12.767.478 TL olarak gerçekleşmiştir. Nakit ve nakit benzeri kaleminin ağırlıklı olarak bankalarda tutulan vadeli mevduatlardan oluştuğu görülmektedir. 30.06.2021 itibari ile vadeli mevduatların faiz oranı 16,75%'tir.

Şirket'in, kısa vadeli finansal yatırımların detayı aşağıdaki gibidir:

<b>Kısa Vadeli Finansal Yatırımları</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>30.06.2021</b>
Gerçeğe uygun değer farkı kar/(zarara) yansıtılan		
- Hisse senetleri (HDFGS (Hedef G.S.Y.O))	30.898.958	46.268.923
- Özel kesim tahvili	11.402.795	--
- Serbest Fon	2.076.055	396.136
<b>Toplam</b>	<b>44.377.808</b>	<b>46.665.059</b>

Şirket'in, 31.12.2020 itibariyle 30.898.958 TL olan HDFGS kodlu hisse senetleri tutarı 30.06.2021 tarihinde 46.268.923 TL olarak gerçekleşmiştir. Hisse senetleri yatırımlarının rayiç değeri, bu hisselerin Borsa İstanbul tarafından açıklanan, finansal durum tablosu tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatı dikkate alınarak hesaplanmıştır. 30.06.2021 itibariyle 396.136 TL olan serbest fon tutarının içerisinde 17.638 TL tutarında Hedef Portföy Serbest Fon, 378.498 TL tutarında Hedef Portföy Para Piyasası Fonu bulunmaktadır.

Şirket'in, uzun vadeli finansal yatırımların detayı aşağıdaki gibidir:

<b>Hisse Senetleri</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>30.06.2021</b>
Borsada işlem gören hisse senetleri		
- INFO (İnfo Yatırım)	--	166.838.610
- HDFGS (Hedef G.S.Y.O)	84.099.278	111.278.321
Borsada işlem görmeyen hisse senetleri		
- Hedef Portföy Yönetimi A.Ş.	298.671.839	349.540.163
<b>Toplam</b>	<b>382.771.117</b>	<b>627.657.094</b>

Şirket'in, 31.12.2020 itibariyle 382.771.117 TL olan uzun vadeli finansal yatırımları tutarı 30.06.2021 tarihinde 627.657.094 TL olarak gerçekleşmiştir. INFO ve HDFGS hisse senetleri yatırımlarının rayiç değeri, bu hisselerin Borsa İstanbul tarafından açıklanan, finansal durum tablosu tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatı dikkate alınarak hesaplanmıştır. Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. için Bizim Menkul Değerler tarafından değerlendirme raporu hazırlanmış ve bu raporda tespit edilen değerden Hedef Holding'in payına düşen kısım bilançoda gösterilmiştir.

  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Şirket'in, ertelenmiş vergi detayı aşağıdaki gibidir:

	31.12.2020		30.06.2021	
	Ertelenen vergi		Ertelenen vergi	
	Toplam	varlığı/ geçici farklar	Toplam	varlığı/ geçici farklar
	(yükümlülüğü)		(yükümlülüğü)	
<b>Ertelenen vergi varlıkları:</b>				
Kullanım hakkı varlıkları	56.978	11.396	68.563	13.713
Kıdem tazminatı karşılıkları	30.865	6.173	--	--
<b>Ertelenen vergi varlıkları</b>	<b>87.843</b>	<b>17.569</b>	<b>68.563</b>	<b>13.713</b>
<b>Ertelenen vergi yükümlülüğü:</b>				
Kıdem tazminatı karşılıkları	--	--	-14	-3
Maddi ve maddi olmayan duran varlıklar	-17.558	-3.512	-20.090	-4.018
Finansal yatırımlara ilişkin düzenlemeler	-398.025.801	-79.605.160	-436.991.819	-87.398.364
<b>Ertelenen vergi yükümlülükleri</b>	<b>-398.043.359</b>	<b>-79.608.672</b>	<b>-437.011.923</b>	<b>-87.402.385</b>

Şirket, vergiye esas yasal finansal tabloları ile TMS'ye göre hazırlanmış finansal tabloları arasındaki farklılıklardan kaynaklanan geçici zamanlama farkları için ertelenmiş vergi varlığı ve yükümlülüğü muhasebeleştirmektedir. Buna göre 31.12.2020 itibari ile 79.608.672 TL, 30.06.2021 itibari ile 87.402.385 TL tutarında ertelenmiş vergi yükümlülüğü kayıtlara alınmıştır.

Bilanço tarihleri itibariyle Toplam Özkaynaklar hesabının detayı aşağıdaki gibidir;

	31.12.2020	30.06.2021
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>349.884.409</b>	<b>600.505.484</b>
Ödenmiş Sermaye	27.000.000	250.000.000
Kar veya Zararda Yeni den Sınıflandırılmayacak Birikmi	17	17
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	17	17
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm	17	17
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	694.209	819.120
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	95.357.998	318.395.272
Dönem Karı	226.832.185	31.291.075
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>349.884.409</b>	<b>600.505.484</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>430.097.616</b>	<b>688.726.034</b>

30.06.2021 itibariyle Şirket'in sermayesi 250.000.000 TL olup sermayenin 25.000.000 TL'lik kısmını temsil eden 25.000.000 adet pay A Grubu nama yazılı, imtiyazlı ve Sibel Gökalp'e ait, kalan 225.000.000 TL'lik sermayeyi temsil eden 225.000.000 adet pay B Grubu hamiline yazılı ve imtiyazsızdır.

Şirket esas sözleşmesinin 8. maddesine göre 6 kişiden oluşacak Yönetim Kurulu üyelerinin yarısı A Grubu pay sahiplerinin çoğunluğunun önereceği adaylar arasından Genel Kurul tarafından seçilir. Esas Sözleşme'nin 10. maddesine göre ise yapılacak olağan ve olağanüstü genel kurul toplantılarında A grubu pay sahiplerinin 5 oy hakkı vardır.

  
  
**Bizim Menkul Değerler A.Ş.**

## 2.2.2. İno Yatırım

## İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Bağımsız Denetimden Geçmiş TFRS Bazlı Bilançolar

VARLIKLAR	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>50.791.273</b>	<b>241.556.177</b>	<b>1.068.236.450</b>	<b>1.247.917.370</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	19.353.398	92.260.894	398.691.363	398.428.209
Finansal Yatırımlar	720.502	446.480	1.549.813	10.681.032
Ticari Alacaklar	25.244.682	143.335.766	585.493.919	800.816.770
Diğer Alacaklar	5.151.786	4.931.478	76.602.973	31.253.784
<i>İlişkili Olmayan Tarafardan Diğer Alacaklar</i>	<i>5.142.591</i>	<i>4.931.478</i>	<i>76.602.973</i>	<i>31.253.784</i>
<i>İlişkili Tarafardan Diğer Alacaklar</i>	<i>9.195</i>	<i>--</i>	<i>--</i>	<i>--</i>
Peşin Ödenmiş Giderler	311.676	244.015	630.116	903.548
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	79	--	--	--
Diğer Dönen Varlıklar	9.150	337.544	5.268.266	5.834.027
<b>Toplam</b>	<b>50.791.273</b>	<b>241.556.177</b>	<b>1.068.236.450</b>	<b>1.247.917.370</b>
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>2.804.113</b>	<b>14.171.316</b>	<b>19.778.248</b>	<b>24.989.845</b>
Diğer Alacaklar	606.662	6.277.551	4.686.917	2.724.306
Finansal Yatırımlar	476.030	476.030	476.030	476.030
Maddi Duran Varlıklar	1.055.625	4.357.530	10.744.995	16.954.453
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	2.284.995	2.705.357	3.271.035
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	664.883	731.414	995.920	1.419.589
Peşin Ödenmiş Giderler	913	43.796	169.029	144.432
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>53.595.386</b>	<b>255.727.493</b>	<b>1.088.014.698</b>	<b>1.272.907.215</b>
<b>KAYNAKLAR</b>				
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>21.586.300</b>	<b>217.617.276</b>	<b>933.918.620</b>	<b>1.071.758.042</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	54.698.959	222.319.476	289.904.402
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	849.377	1.540.340	1.505.155
Ticari Borçlar	20.892.340	159.593.893	699.208.804	766.400.059
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	332.114	1.650.794	5.411.210	5.436.810
Diğer Borçlar	221.254	145.320	166.635	386.783
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	968	538.457	4.915.369	6.256.370
Kısa Vadeli Karşılıklar	139.624	140.476	356.786	1.868.463
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>50.208</i>	<i>73.088</i>	<i>981.679</i>	<i>981.679</i>
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>139.624</i>	<i>90.268</i>	<i>283.698</i>	<i>886.784</i>
<b>Toplam</b>	<b>21.586.300</b>	<b>217.617.276</b>	<b>933.918.620</b>	<b>1.071.758.042</b>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>643.492</b>	<b>1.941.530</b>	<b>2.155.115</b>	<b>2.568.768</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	1.647.769	1.341.280	1.821.718
Diğer Borçlar	182.015	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	303.840	164.561	549.852	549.059
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>303.840</i>	<i>164.561</i>	<i>549.852</i>	<i>549.059</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	157.637	129.200	263.983	197.991
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>31.365.594</b>	<b>36.168.687</b>	<b>151.940.963</b>	<b>198.580.405</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>31.365.594</b>	<b>36.168.687</b>	<b>151.940.963</b>	<b>198.580.405</b>
Ödenmiş Sermaye	18.467.325	18.467.325	100.000.000	138.100.000
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	-	-	368.761	368.761
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-113.936	-60.983	-80.173	-80.173
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	850.775	928.858	425.000	425.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.334.933	1.840.670	1.461.021	9.770.531
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	9.220.906	10.320.760	952.411	4.654.844
Net Dönem Karı / Zararı	1.605.591	4.672.057	48.813.943	45.341.442
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>53.595.386</b>	<b>255.727.493</b>	<b>1.088.014.698</b>	<b>1.272.907.215</b>

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 30.06.2021 tarihi itibari ile 398.428.209 TL nakit ve nakit benzerleri bakiyesi bulunmaktadır. Bu bakiyenin 353.774.292 TL'si müşterilere ait varlıklardan oluşmaktadır.

31.12.2020 itibari ile 398.691.363 TL nakit ve nakit benzerleri bakiyesi bulunmaktadır. Bu bakiyenin 383.183.370 TL'si müşterilere ait varlıklardan oluşmaktadır.

30.06.2021 itibari ile toplam varlıkların %31'i nakit ve nakit benzerlerinden, %63'ü ticari alacaklardan, %2'si diğer alacaklardan oluşmaktadır. Ticari Alacakların içinde 356.412.224 TL tutarında kredili müşterilerden alacaklar, 364.967.464 TL tutarında vadeli opsiyon borsası sözleşmeleri takas merkezi müşteri alacakları bakiyesinden oluşmaktadır. Diğer alacaklar içinde 31.253.784 TL verilen depozito ve teminatlar bakiyesi bulunmaktadır.

31.12.2020 itibari ile toplam varlıkların %37'si nakit ve nakit benzerlerinden, %54'ü'si ticari alacaklardan, %7'si diğer alacaklardan oluşmaktadır. Ticari Alacakların içinde 261.026.277 TL tutarında kredili müşterilerden alacaklar, 271.916.351 TL tutarında vadeli opsiyon borsası sözleşmeleri takas merkezi müşteri alacakları bakiyesi bulunmaktadır. Diğer alacaklar içinde 76.602.973 TL verilen depozito ve teminatlar bakiyesi bulunmaktadır.

30.06.2021 itibari ile toplam yükümlülüklerin %23'ü kısa vadeli borçlanmalardan, %60'ı ticari borçlardan, %16'sı ana ortaklığa ait özkaynaklardan oluşmaktadır. Kısa vadeli borçlanmalar içinde 181.040.262 TL tutarında ihraç edilmiş finansman bono borcu bulunmaktadır. Ticari borçlar içinde 364.621.186 TL tutarında müşterilere borçlar, 364.967.464 TL tutarında VOB Borçlar (Aracı Kurumlar için) bakiyesi bulunmaktadır.

31.12.2020 itibari ile toplam yükümlülüklerin %20'si kısa vadeli borçlanmalardan, %64'ü ticari borçlardan, %14'ü ana ortaklığa ait özkaynaklardan oluşmaktadır. Kısa vadeli borçlanmalar içinde 134.042.553 TL tutarında ihraç edilmiş finansman bono borcu bulunmaktadır. Ticari borçlar içinde 388.088.336 TL tutarında müşterilere borçlar, 271.916.351 TL tutarında VOB Borçlar (Aracı Kurumlar için) bakiyesi bulunmaktadır.

30.06.2021 itibari ile 45.341.442 TL dönem karı, 31.12.2020 itibari ile 48.813.943 TL dönem karı elde edilmiştir.

### 2.2.3. Hedef PYS

Şirket'in 30.06.2021 bilançosuna baktığımızda 70,9 milyon TL'lik aktif toplamının %98'i dönen varlıklardan oluşmaktadır. Dönen varlıklar içindeki en yüksek bakiyeyi 48,6 milyon TL ile finansal yatırımlar oluşturmaktadır. 18,0 milyon TL hazır değerleri ve 2,9 milyon TL ticari alacakları bulunmaktadır.

Duran varlık kalemleri içinde maddi duran varlık bakiyesi 394 bin TL iken kullanım hakkı varlıkları 719 bin TL'dir.

Şirketin 183 bin TL kısa vadeli ve 531 bin TL uzun vadeli finansal borcu bulunurken en yüksek yükümlük tutarı 7,1 milyon TL ile ertelenmiş vergi borcudur.

5 milyon TL ödenmiş sermayesi bulunan şirketin özkaynak büyüklüğü 60,6 milyon TL'dir.

  
  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Hedef PYS Bilanço, TL				
VARLIKLAR	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>5.161.351</b>	<b>11.354.665</b>	<b>47.266.788</b>	<b>69.743.107</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.161.399	215.558	1.847.209	17.984.818
Finansal Yatırımlar	3.782.734	10.879.969	43.845.978	48.565.502
Teminata Verilen Finansal Varlıklar	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	216.348	259.138	1.549.601	2.882.363
Diğer Alacaklar	0	0	0	48.810
Peşin Ödenmiş Giderler	870	0	24.000	261.614
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>286.055</b>	<b>1.789.905</b>	<b>1.053.196</b>	<b>1.112.787</b>
Maddi Duran Varlıklar	58.050	218.409	564.256	393.935
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	465.724	488.940	718.852
Ertelenmiş Vergi Varlığı	228.005	1.105.772	0	0
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>5.447.406</b>	<b>13.144.570</b>	<b>48.319.984</b>	<b>70.855.894</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>44.688</b>	<b>231.025</b>	<b>947.665</b>	<b>2.619.767</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0	137.963	208.750	182.709
Ticari Borçlar	0	0	765	11.037
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	10.174	12.430	95.144	41.558
Diğer Borçlar	19.870	22.548	138.740	304.438
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	14.644	58.084	504.266	2.080.025
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0	0	0	0
<b>TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>28.447</b>	<b>401.733</b>	<b>7.747.016</b>	<b>8.700.738</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0	372.270	374.862	530.990
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	0	0	0	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	28.447	29.463	28.029	32.879
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	7.344.125	7.089.972
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>73.135</b>	<b>632.758</b>	<b>8.694.681</b>	<b>11.320.505</b>
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>5.374.271</b>	<b>12.511.812</b>	<b>39.625.303</b>	<b>60.582.286</b>
Ödenmiş Sermaye	2.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikr	15.380	10.890	14.669	14.669
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	152.308	215.552	232.970	586.086
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.877.896	143.339	7.267.952	34.024.548
Net Dönem Karı veya Zararı	328.687	7.142.031	27.109.712	20.956.983
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>5.447.406</b>	<b>13.144.570</b>	<b>48.319.984</b>	<b>70.855.894</b>

### 2.2.3. Hedef Girişim

Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 30.06.2021 tarihi itibari ile 66.029.187 TL nakit ve nakit benzerleri bakiyesi bulunmaktadır. Bu bakiyenin 65.135.000 TL'si Takasbank para piyasası bakiyesinden oluşmaktadır. Bu bakiyeye %19,15 oranında faiz uygulanmaktadır.

31.12.2020 itibari ile 24.944.289 TL nakit ve nakit benzerleri bakiyesi bulunmaktadır. Bu bakiyenin 24.158.000 TL'si takasbank para piyasası bakiyesinde oluşmaktadır. Bu bakiyelere %5-%18 arasında faiz uygulanmaktadır.

30.06.2021 itibari ile toplam varlıkların %10'u nakit ve nakit benzerlerinden, %26'sı kısa vadeli finansal yatırımlardan, %63'ü uzun vadeli finansal yatırımdan oluşmaktadır. Kısa vadeli finansal yatırımlar içinde 80.802.926 TL Hisse senetleri bakiyesi, 28.540.911 TL tutarında Özel kesim tahvil hesabı bulunmaktadır.

Uzun vadeli yatırımlar içinde 266.228.580 TL tutarında Borsada işlem gören hisse senetleri bakiyesi, 129.289.239 TL tutarında Borsada işlem görmeyen hisse senetleri bakiyesinden oluşmaktadır.

31.12.2020 itibarı ile toplam varlıkların %6'sı nakit ve nakit benzerlerinden, %28'i kısa vadeli finansal yatırımlardan, %64'ü uzun vadeli finansal yatırımdan oluşmaktadır. Kısa vadeli finansal yatırımlar içinde 65.369.923 TL Hisse senetleri bakiyesi, 15.887.986 TL tutarında Özel kesim tahvili hesabı bulunmaktadır.

Uzun vadeli yatırımlar içinde 173.668.651 TL tutarında Borsada işlem gören hisse senetleri bakiyesi, 80.293.464 TL tutarında Borsada işlem görmeyen hisse senetleri bakiyesidne oluşmaktadır.

Toplam kaynakların %99,'sı özkaynaklardan oluşmaktadır.

<b>Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Bağımsız Denetimden Geçmiş TFRS Bazlı Bilançolar</b>				
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>32.326.407</b>	<b>55.057.755</b>	<b>139.792.849</b>	<b>222.408.418</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	26.458.988	21.441.192	24.944.289	66.029.187
Finansal Yatırımlar	5.085.103	32.862.461	110.610.666	162.005.505
Ticari Alacaklar	495.990	17.932	3.322.266	4.248
Diğer Alacaklar	200	8.500	223.086	5.315.410
Peşin Ödenmiş Giderler	18.383	13.280	95.604	40.900
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	145.126	572.201	337.258	268.124
Diğer Dönen Varlıklar	122.617	142.189	259.680	288.527
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>32.326.407</b>	<b>55.057.755</b>	<b>139.792.849</b>	<b>233.951.901</b>
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>71.432.166</b>	<b>80.484.141</b>	<b>255.418.885</b>	<b>396.877.804</b>
Finansal Yatırımlar	71.024.619	79.186.124	253.962.115	395.517.819
Maddi Duran Varlıklar	407.547	263.818	511.599	462.245
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	1.034.199	945.171	897.740
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>71.432.166</b>	<b>80.484.141</b>	<b>255.418.885</b>	<b>396.877.804</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>103.758.573</b>	<b>135.541.896</b>	<b>395.211.734</b>	<b>630.829.705</b>
<b>KAYNAKLAR</b>	<b>103.758.573</b>	<b>135.541.896</b>	<b>395.211.734</b>	<b>630.829.705</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>139.172</b>	<b>464.703</b>	<b>656.188</b>	<b>659.277</b>
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	--	--	336.783	236.697
Ticari Borçlar	82.111	109.303	214.718	329.629
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	14.757	16.500	26.839	31.546
Diğer Borçlar	42.304	40.736	77.848	61.405
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>139.172</b>	<b>464.703</b>	<b>656.188</b>	<b>659.277</b>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>96.420</b>	<b>987.250</b>	<b>906.844</b>	<b>889.871</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	--	832.439	738.726	765.614
Uzun Vadeli Karşılıklar	96.420	154.811	168.118	124.257
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>96.420</b>	<b>987.250</b>	<b>906.844</b>	<b>889.871</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>103.522.981</b>	<b>134.089.943</b>	<b>393.648.702</b>	<b>629.280.557</b>
Ödenmiş Sermaye	64.000.000	64.000.000	70.000.000	285.000.000
Geri Alınmış Paylar (-)	--	--	--	-1.576.000
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	23.846	23.846	23.846	144.442
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş	-10.566	-16.790	-7.378	-7.378
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-10.566	-16.790	-7.378	-7.378
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm K	-10.566	-16.790	-7.378	-7.378
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.080.368	1.080.368	1.691.016	5.639.963
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	36.733.438	38.429.333	62.391.871	242.992.271
Dönem Net Kârı/Zararı	1.695.895	30.573.186	259.549.347	97.087.259
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>103.522.981</b>	<b>134.089.943</b>	<b>395.211.734</b>	<b>630.829.705</b>



### 3. Değerleme

#### 3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;

##### Değerlemeyi gerçekleştirenin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında BMD tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır.

Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

BMD tarafından değerlemeye konu Şirket ve/veya iştirak/bağlı ortaklık/finansal yatırımlar ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Dolayısıyla BMD, değerlendirme çalışması kapsamında, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değerler, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

BMD değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşmamıştır; bununla birlikte BMD elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde BMD ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

##### Değerlemeyi gerçekleştirenin dayanak olarak kullandığı bilgilerin nitelikleri ve kaynakları:

Raporda kullanılan veriler değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, TMS/TFRS kapsamında hazırlanan Bağımsız Denetim Raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

BMD olarak, fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde BMD ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

##### Önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımlar:

Değerleme kapsamında Maliyet Yaklaşımını temsilen Net Aktif Değer Yöntemi, Pazar Yaklaşımını temsilen Borsa'da İşlem Gören Şirketler için Borsa Değeri ve Borsa'da İşlem Görmeyen Şirketler için Benzer Şirketler Değerleme Çarpanı Yöntemi, Gelir Yaklaşımını temsilen ise indirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılmıştır. Belirtilen yöntemler özelinde yapılan varsayımlar raporun ilerleyen bölümlerinde verilmiştir.

Raporda şirketlerin ve varlıkların hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir.

##### Genel Varsayımlar

Bu çalışma Şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilmiş ve bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına Şirket yetkililerinin tarafımıza ilettiği veriler dışında BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporun hazırlanma tarihinden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

**Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:**

Şirket'in ve/veya bağlı ortaklık/iştirak/finansal yatırımlarının, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,

Şirket'in ve/veya bağlı ortaklık/iştirak/finansal yatırımlarının yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,

Türkiye ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gelişmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır.

Bu faktörler;

- İşletmenin geçmişi,
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görünümü,
- İşletmenin mali yapısı,
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi,
- İşletmenin sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri,
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri.

**Sınırlayıcı Şartlar**

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Hedef Holding'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.06.2021 dönemi için hazırlanan bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere; Hedef PYS'nin 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.06.2021 dönemi için hazırlanan bağımsız denetim raporu ve Hedef PYS yönetiminin 5 yıllık iş planı ve BMD'nin analizlerine; İfo Yatırım ve Hedef GSYO'nun rapor tarihi itibarıyla Borsa İstanbul'da gerçekleşmiş olan fiyatlarına dayanmaktadır.
- BMD, Değerleme Çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, BMD elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.
- Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya BMD tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) BMD değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekte birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Şirket'in ve/veya bağlı ortaklık/iştirak/finansal yatırımlarının rekabet ettiği pazar ve ürüne ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari incelemesi raporu bulunmamaktadır.
- Dolayısıyla, verilen tahminleri bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. BMD olarak, Şirket'in ve/veya bağlı ortaklık/iştirak/finansal yatırımlarının geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.
- Raporda kullanılan bilgiler, kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır. Rapor içerisinde yer alan finansal bilgiler, halka açılma amacıyla hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda yer alan bilgileri içermektedir.

- Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere BMD'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik Herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu bilgi ve belgelerin güvenilirliği ve doğruluğu denetlenmemiştir. BMD bu konuda herhangi bir taahhütte bulunmamaktadır.
- Değerlemesi yapılan Şirket aktifleri için herhangi bir hukuki çalışma icra edilmemiştir. Değerleme çalışması esnasında Şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca İncelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.
- Değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı durum olmadığı varsayılmıştır.
- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin Şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Bu raporda ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarı ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından BMD'ye sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.
- İşbu Rapor, iktisadi, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve rapor tarihi itibarı ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu raporda tahmin edilen Şirket değeri üzerinde etkili olabilecektir.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.

### 3.2. Değerleme Yöntemleri

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerimde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

#### Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde nadiren uygulanmaktadır.

#### Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde yaygın şekilde kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin

miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

#### Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ana amaç belirli durumlara istinaden en uygun değerlendirme metodunun bulunması ve uygulanmasıdır. Bu çerçevede Şirket değerlendirme çalışmasında aşağıdaki hususlar göz önünde bulundurularak Pazar Yaklaşımı kullanılmıştır;

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken bilginin mevcudiyeti,

Şirketin Pazar Yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmaların pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi,

Pazar Yaklaşımı'nın halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir değerlendirme yaklaşımı olması,

Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceği olması,

#### Değerlemede Kullanılan Yöntemler

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımı (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı) dikkate alınmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır.

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer
2. Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Hedef Holding'in faaliyet konusunun doğrudan sınai veya ticari faaliyetler olmaması, şirketlere ve finansal enstrümanlara yatırım yaparak bu yatırımlarından gelir elde etmesi olduğu göz önünde bulundurularak Şirket'in değer hesabında Gelir Yaklaşımı kullanılmamıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 60.1 uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar Madde 70.1 'de de belirtildiği üzere Maliyet Yaklaşımı işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde nadiren uygulanmaktadır. Hedef Holding'in piyasa değeri hesaplanırken maliyet yaklaşımı olarak Net Aktif Değer (NAD) yöntemi kullanılmıştır.

Bununla birlikte Borsa İstanbul'da işlem gören holding şirketlerinin en güncel mali verileri ve 29 Eylül 2021 tarihli piyasa değerleri kullanılarak hesaplanan Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanları ile Hedef Holding için piyasa değeri tespit edilmiştir.

Şirketin finansal yatırımlarda takip ettiği İfo Yatırım INFO koduyla, Hedef GSYO HDFGS koduyla Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır. Aktif bir piyasada serbestçe alım/satımı yapılabilen varlıklar için Pazar değeri alıcılar/satıcılar tarafından ilgili varlıkla alakalı sahip olunan bütün bilgiler göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. Bu sebeple Hedef Holding'in NAD hesabında INFO ve HDFGS'nin değerleri 30-60-90-180 günlük ortalamaları da göz önünde bulundurularak 29 Eylül 2021 tarihli Borsa İstanbul'daki kapanış fiyatları baz alınarak dahil edilmiştir. 29 Eylül 2021 tarihli kapanış fiyatları 30-60-90-180 günlük ortalama fiyatların arasında yer almaktadır.

Şirketin finansal yatırımlarda takip ettiği bir diğer şirket olan Hedef PYS BİST'te işlem görmemekle beraber bu şirket için BMD tarafından 4 Ağustos 2021 tarihli değerlendirme raporu hazırlanmıştır. İlgili değerlendirme raporunda Hedef PYS'nin piyasa değerini tespit etmek için aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi
2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

Zaman uyumsuzluğunun önüne geçmek adına Hedef PYS'nin 29 Eylül 2021 tarihi itibarıyla piyasa değeri güncel finansal koşullar ve Hedef PYS'nin Temmuz-Ağustos 2021 finansal gerçekleştirmeleri göz önünde bulundurularak tekrar hesaplanmıştır. Hedef PYS'nin gelecekte elde edeceği gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcuttur. Ek olarak Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin yatırımcının gözünde değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması dolayısıyla, değerlemenin amacına uygun olduğu düşünülerek, Gelir Yaklaşımı ve Şirket'e önemli ölçüde benzerlik taşıyan şirketlerin aktif olarak teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesinden dolayı Pazar Yaklaşımı ve yakın dönemde PYS sektöründe yaşanan İstanbul Portföy'ün 3 Eylül 2021 tarihinde KAP'ta açıklanan pay devrinde oluşan satın alma çarpanları değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

#### Piyasa Yaklaşımı

Şirket (varlık) değerlemesinde benzer büyüklüğe ve operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının medyanları ve / veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan çarpanlar / rasyolar dikkate alınarak değerin tespit edildiği bu yöntem, genel olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir.

#### Benzer İşlem Gören Şirket Analizi

Benzer İşlem Gören Şirket Metodu'nda, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, bire-bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır.

Bir şirketin hisselerinin piyasa değeri ("PD"), birim hisse fiyatı ile hisse adedinin çarpımı olarak tanımlanabilir. Firma Değeri ("FD") ise şirketin toplam operasyonlarının piyasa değerini vermektedir. Bir şirketin Firma Değeri şirketin hisselerinin piyasa değeri ile net finansal borçlarının piyasa değerinin toplamına eşittir.

#### Benzer İşlem Çarpanları Analizi

İkinci temel yöntem olan Benzer İşlem Çarpanları Analizi çalışmasında ise benzer şirketlerin dünyada gerçekleşmiş satın alma ve birleşme işlemleri araştırılmaktadır.

Bu işlemlerde oluşan finansal rasyolar analiz edilmekte ve analiz sonuçları hedef şirketin büyüklükleri ile karşılaştırılmaktadır. Benzer işlemler seçilirken işleme tabi olan şirketin coğrafyası ve büyüklüğü dikkate alınmaktadır. Bu hesaplamalarda açıklanmamış işlemlerin sonuca etkisine dikkat edilmesi gerekmektedir.

Piyasa yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

- Piyasa yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların/değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş uygun değerlere uygulanarak şirket değer tespiti.

Uygun değerler normal bazda değerlendirme yapılan şirketin gelecekte büyümesi beklenen gelirleri olarak tanımlanır. Uygun değerlerin tespitinde değerlendirme yapılan şirketin geçmiş mali verilerinden, tahminlerden ve piyasa şartlarından faydalanılır.

**Avantajları:** Şirket değeri piyasada işlem gören güncel şirket değerlerine göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların şirketler için öngördüğü değerler ön plandadır. Şirket satın alınırken kullanılan en uygun metodlardan biridir.

**Dezavantajları:** Şirketlerin geleceğine ilişkin beklentiler bu değerlendirme içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayılmamaktadır.

Piyasa çarpanları metodu, değerlendirme yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metod etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. Şirket değerlemelerinde en yaygın çarpan analizi yöntemleri aşağıda yer almaktadır.

**Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan son finansal tablolarında yer alan toplam ana ortaklık özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

**Fiyat/Kazanç (F/K):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

**Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVOK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

**Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satışlar):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

#### Değerlemede Kullanılana Genel Kabul Görmüş Çarpanlar

Çarpan Yönetimi	Sembol	Hesaplanması	Şirket Değeri
Fiyat / Kazanç Oranı	F/K	(Pay Fiyatı * ödenmiş Sermaye) / Net Kar	F/K Çarpanı * Net Kar
Piyasa Değeri / Defter Değeri	PD/DD	(Pay Fiyatı * Ödenmiş Sermaye) / Özsermaye	PD/DD Çarpanı * özkaynaklar
Firma Değeri / Esas Faaliyet Karı	FD/FVÖK	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç]/FVÖK	FD/FVÖK Çarpanı * FVÖK - Net Borç
Firma Değeri / FAVÖK	FD/FAVÖK	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç]/FAVÖK	FD/FAVÖK Çarpanı * FAVÖK - Net Borç
Firma Değeri / Net Satışlar	FD/Ciro	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç] / Satışlar	FD/Ciro Çarpanı * Net Satışlar - Net Borç

**F/K:** Şirketin hisse senedi fiyatının hisse başı karma bölünmesiyle hesaplanan bir göstergedir.

**PD/DD:** Piyasa değerinin defter değerine oranını ifade eder. Bir hissenin piyasa değerinin muhasebe değerine oranını yansıtır.

**FD/FVÖK:** Şirket'in firma değerinin faiz ve vergi öncesi kara bölünmesiyle elde edilir

**FD/FAVÖK:** Şirket'in firma değerinin faiz-amortisman-vergi öncesi kara bölünmesiyle elde edilir. Şirket'in gelecekte kar yaratma kapasitesini en iyi gösteren çarpan yaklaşımıdır.

**FD/Ciro:** Şirket'in firma değerinin net satış gelirlerine bölünmesiyle elde edilir.

#### İndirgenmiş Nakit Akışları

Bu yaklaşım bir varlığın varlık sahipleri için yarattığı gelir üzerine odaklanmaktadır. Bu gelir, varlığın kullanılabilir ömrü boyunca yaratması beklenen nakit akışı ile değerlendirilir. Varlığın değeri gelecekte öngörülen nakit akışının bugünkü değere çekilmesi ("İndirgenmiş Nakit Akımları" veya "İNA") ile bulunur.

Bugünkü değere çekerken kullanılan iskonto oranı varlığın beklenen nakit akışlarını yaratma riski ile birlikte paranın zaman değerini içermektedir.

#### İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemde Şirket'in mevcut yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akışlarının analizi yapılır.

Bu analiz sonucunda Şirket'in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirilme tarihine indirgenmesi gerçekleştirilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu iskonto oranı hesaplanırken Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modeli (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır.

Bu yöntemde Firma değeri (FD), indirgenmiş nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır. Özsermaye değeri hesaplanırken aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan finansal borçlarının, hazır değerlerinin ve nakit akımlarında dikkate alınmayan faaliyet dışı varlıklarının piyasa değeri de göz önüne alınmaktadır.

Bu yöntem ile Şirket'in hisse değerleri hesaplanırken, iştirakleri için ayrı değerlemeler de yapılabilir veya bilançodaki kayıtlı değeri dikkate alınabilir.

İNA yönteminin uygulanması sırasında Şirket'e ait gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilir. Bu finansal modele baz olan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket'in yönetimi tarafından temin edilen bilgiler esas alınarak hazırlanır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi bir şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışını dikkate alır. Bu yöntem, şirketin büyüme ve karlılık varsayımlarına çok bağımlıdır. Firma değerlemelerinde en çok kullanılan ve en bilimsel metod olduğu kabul edilen İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'nin temeli, Şirket'e olan tüm operasyonel

serbest nakit akışlarının "net bugünkü değer" yöntemiyle bugüne indirgenmesidir. Net bugünkü değer yöntemi, gelecekte gerçekleşmesi beklenen bir nakit akımının bugünkü değerini hesaplama metodudur.

**Net Bugünkü Değer:**

(Gelecekteki Nakit Akışı)/(1 + İndirgenme Oranı)^(Nakit Akışının Yılı-Mevcut Yıl)

"Gelecekteki Nakit Akışı" olarak "şirkete" olan toplam operasyonel serbest nakit akışı kullanılır. Şirkete olan toplam operasyonel serbest nakit akışı ise aşağıdaki gibi hesaplanır:

Şirkete Olan Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı:

Faaliyet Kan\*(1- Vergi Oranı) + Amortisman Gideri - İşletme Sermayesindeki Değişim - Yatırım Harcamaları

Nakit akışının bir kısmı sermayedarların getiri beklentilerini bir kısmı da borç verenlerin getiri beklentilerini karşılamak üzere kullanılacaktır. Bu nedenle şirket değerlemesinde, net bugünkü değer formülündeki "indirgenme oranı" olarak şirketi fonlayan hissedar ve borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalamasını ifade eden "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)" kullanılır.

AOSM hesaplamasının ayrıntıları aşağıdaki gibidir.

AOSM borç verenlerin ve sermayedarların sermayenin finansmanına yaptıkları katkılara göre ağırlıklandırılan getiri taleplerini yansıtır. AOSM'nin hesaplanması ve değişkenlerin tanımları aşağıdaki gibidir:

$$r = E / (D+E) \times re + D / (D+E) \times rd \times (1 - t)$$

r = AOSM

re = Özsermaye Maliyeti

rd = Borçlanma Maliyeti

E = Özsermaye Değeri

D = Finansal Borç Değeri

t = Kurumlar Vergisi Oranı

E/(D+E) = Sermaye yapısındaki özkaynak oranı

D/(D+E) = Sermaye yapısındaki finansal borç oranı

Sermaye maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$re = rf + b \times (rm - rf)$$

rf= Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)

rm = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

rm - rf=Piyasa Risk Primi

b = Beta = ilgili hissenin (veya sektörün) piyasa hareketleri ile olan ilişkisi - hisse senedi piyasa endeksi ile ilgili endeks / enstrüman getirisinin regresyon analizi ile bulunur.

Beta Katsayısı B: Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan orandır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi (aynı zamanda riski), bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

Beta = 0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.

Beta > 1 ise; beklenen getiri piyasa getirisinden daha yüksek ve daha risklidir.

Beta < 1 ise; beklenen getiri piyasa getirisinden daha düşük ve daha az risklidir.

Borsa İstanbul'da yapılan ilk halka arzlarında ve halka açık olmayan şirketlerin değerlemelerinde Beta değeri genel olarak 1 alınmaktadır. Hedef PYS'nin değerlemesi için de Beta katsayısı "1" olarak hesaplamalara dahil edilmiştir. İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi yönteminde şirketin ömrü sonsuz olarak kabul edilmekte (şirketin ömrünün sonlu olduğu bilinmediği sürece) ve serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

**Projeksiyon Döneminden Gelen Değer:** "Projeksiyon Dönemi" olarak adlandırılan dönemde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla projekte edilerek, şirkete olan toplam serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir.

**Projeksiyon Dönemi Sonrasından Gelen Değer ("Artık veya Uç Değer"):** Projeksiyon döneminin bitişinden itibaren sonsuza kadar olan dönemde serbest nakit akışlarının sabit bir oranla (sonsuz büyüme oranı) büyüyeceği varsayılır ve projeksiyon dönemi sonundan sonsuza kadar gerçekleşecek olan serbest nakit akışlarının toplam değeri hesaplanır. Bu değer; net bugünkü değer formülü kullanılarak tekrar bugüne indirgenir ve "Artık Değer veya Uç Değer" olarak isimlendirilir.

**Toplam Firma Değeri:** Projeksiyon Dönemi Net Bugünkü Değeri + Artık Değer

Toplam Firma Değeri hem hissedarlara hem de borç verenlere aittir. Hisse değerinin hesaplanabilmesi için şirketin net borcu toplam firma değerinden çıkarılır varsa iştirak hisselerin değeri eklenir.

**Toplam Hisse Değeri:** Toplam Firma Değeri - Net Borç + İştirak Hisse Değerleri

### 3.3. Hedef PYS Değerlemesi

#### İNA Genel Varsayımlar

- Hedef PYS'nin 29.09.2021 tarihi itibarıyla piyasa değeri şirketin önümüzdeki dönemde elde etmeyi hedeflediği operasyonel nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" (İNA) kullanılarak değerlendirilmesine indirgenerek toplanması ve bu toplamdan net borç rakamının düşülmesiyle hesaplanmıştır.
- Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 1 Temmuz 2021 ve 31.12.2025 ile sınırlı tutulmuş 2025 yılındaki serbest nakit akımları ve %5 büyüme oranıyla uç değer hesabı yapılmıştır.
- Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, şirket yönetimi tarafından verilen finansal ve operasyonel bilgiler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu ve üzerlerindeki ipotek, irtifak v.b. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemez değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2021 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- Ekonomik şartlarda kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
- Bu değerlendirme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.
- Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.
- Nakit akımları analizi şirket tarafından sağlanan TMS/TFRS bazlı mali veriler ve projeksiyonlar üzerinden yapılmış olup VUK rakamlarıyla farklılık arz edebilir.

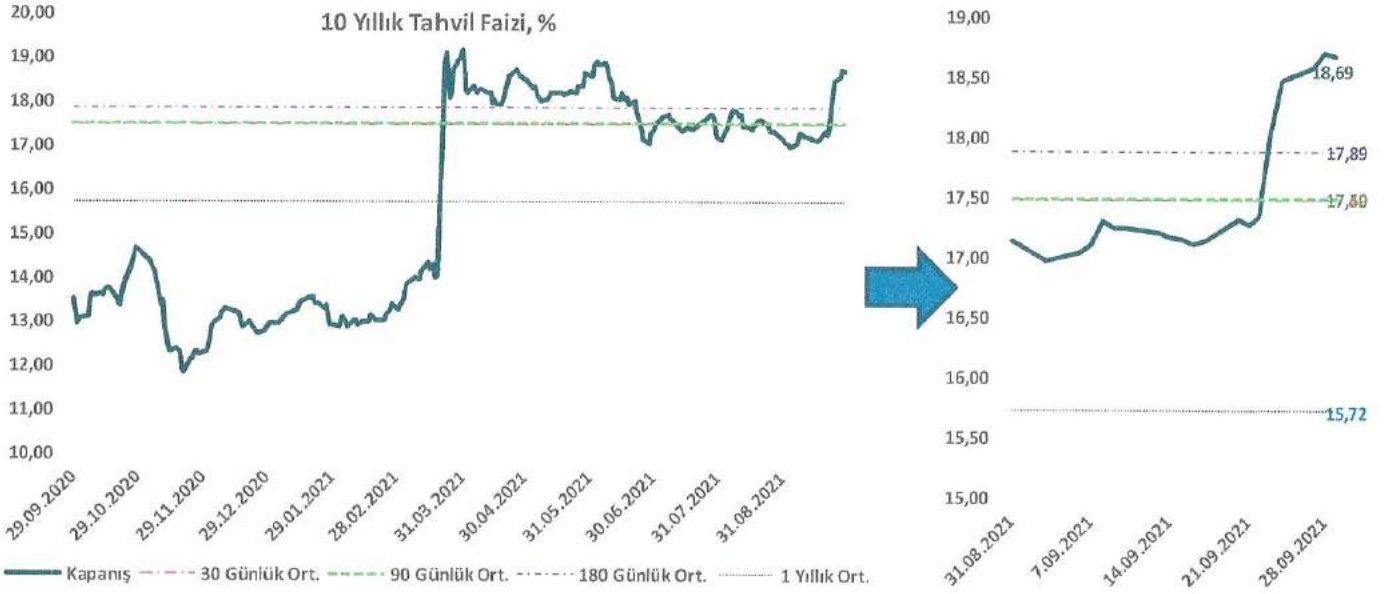
#### İndirgeme Oranı Tespiti

Şirketin faaliyetlerinden üretmesi beklenen nakit akımları projeksiyon dönemi boyunca tespit edilerek Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (Capital Asset Pricing Model – CAPM) göre hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgenmiştir.

Özsermaye maliyeti hesaplanırken risksiz getiri oranı varsayımında değerlendirme para cinsi olan TL bazında uzun vadeli devlet tahvillerinin getirileri kullanılmaktadır. 10 yıllık Türkiye Cumhuriyeti devlet tahvillerinin son 1 yıllık kapanışları, son 30-90-180-365 günlük ortalamaları aşağıda gösterilmiştir. 2021 Mart ayına kadar %12-%15 bandında seyreden tahvil faizleri Mart ayında keskin bir şekilde %19 sınırına yükselmiştir. Mart ayından sonra Haziran'a kadar %18-%19 bandında salınırken Haziran'dan itibaren %18'in altına sarkmış, 23 Eylül 2021 tarihine kadar %17-18 bandında salınmışken 23 Eylül 2021'den itibaren %18'in üzerine yükselmiştir. 29 Eylül 2021 itibarıyla 10 yıllık tahvilin kapanışı %18,79 iken 30-90-180-365 günlük ortalamaları sırasıyla %17,49-%17,50-%17,89-%15,72 seviyesindedir. 10 yıllık tahvil faizlerinde hareket göz önünde bulundurularak risksiz getiri oranı %17,50 kabul edilmiştir. 30 ve 90 günlük ortalama tahvil faizine yakın olan %17,50 seviyesi ve 365 günlük ortalamasının üzerinde ve 180 günlük ortalamasının altındadır.

  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.





Kaynak: Foreks FX Plus

Uzun vadeli risksiz getiri ve hisse senedi getirilerinin farkı olan sermaye piyasası risk primi olarak %6 öngörülmüştür.

Özsermaye maliyeti için kaldıraçlı beta hesabı yapılmış olmakla birlikte AOSM hesabında 1'den daha düşük bir beta kullanılmamıştır. Örneklem olarak seçilen şirketlerin 29 Eylül 2021 itibarıyla son 5 yıllık BİST100 Endeksine göre hesaplanan günlük beta değerleri aşağıdaki tabloda özetlenmiş olup ortalaması 0,48 seviyesindedir. Hedef PYS'nin AOSM hesabında beta 0,48 değeri yerine ihtiyaten 1 olarak dikkate alınmış olup son dönem yapılan halka arzların çoğunluğunda bu yaklaşım benimsenmiştir.

Hedef PYS Benzer Şirketler 5 Yıllık Kaldıraçlı Beta, Günlük, BİST100	
GEDİK	0,50
GLBMD	0,73
INFO	0,59
ISMEN	0,59
OSMEN	0,51
OYAYO	-0,06
<b>Ortalama</b>	<b>0,48</b>

Kaynak: Finnet; 29.09.2021

Aktif olarak faaliyetine devam eden Şirket için için özsermaye maliyeti hesabında kaldıraçlı beta X sermaye piyasası risk priminin üzerine %2 ilave risk primi eklenmiştir. Halka açılan şirketlerin özsermaye maliyeti hesabında ilave risk primi uygulaması bulunmamasıyla birlikte Hedef PYS için ihtiyaten %2 kullanılmış olup projeksiyon döneminde öngörülen nakit akımlarına ulaşılama riskinin bir miktar AOSM yükseltilecek dengelenmesi amaçlanmıştır.

Özsermaye maliyeti = Risksiz Getiri Oranı + (Kaldıraçlı Beta X Sermaye Piyasası Risk Primi) + Şirket Risk Primi

Formülüne göre özsermaye maliyeti %17,50 + (1 X %6) + %2 = %25,50 hesaplanmaktadır.

Borçlanma maliyet risksiz getiri üzerine %2 prim eklenerek projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilmiştir.

Şirket için Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

AOSM= (Özsermaye maliyeti X Özsermaye oranı) + ((1- Kurumlar Vergisi) X Borçlanma Maliyeti X Borç Oranı)

Formülüne göre AOSM = (%25,50 X %98,84) + ((1-0,2) X %19,50 X %1,16) = %25,38 hesaplanmaktadır.

Kurumlar Vergisi oranının 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %25, %23 ve %20 olması nedeniyle bu yıllar için hesaplanan AOSM'lerde küçük farklılıklar mevcuttur.

Hedef PYS Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Risksiz Getiri Oranı	17,50%	17,50%	17,50%
CAPM'e Göre Sermaye Piyasası Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%
Kaldıraçlı Beta	1,00	1,00	1,00
Şirket Risk Primi	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>25,50%</b>	<b>25,50%</b>	<b>25,50%</b>
<b>Finansman Maliyeti</b>	<b>19,50%</b>	<b>19,50%</b>	<b>19,50%</b>
<b>Özkaynak Oranı</b>	<b>98,84%</b>	<b>98,84%</b>	<b>98,84%</b>
<b>Borç Oranı</b>	<b>1,16%</b>	<b>1,16%</b>	<b>1,16%</b>
<b>AOSM</b>	<b>25,37%</b>	<b>25,38%</b>	<b>25,38%</b>

### Net Borç

30.06.2021 itibariyle Şirket'in 56,3 milyon TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Detayları alttaki tabloda gösterilmiştir.

Hedef PYS Net Borç Hesabı, TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0	137.963	208.750	182.709
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0	372.270	374.862	530.990
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	10.174	12.430	95.144	41.558
Diğer Borçlar	19.870	22.548	138.740	304.438
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	14.644	58.084	504.266	2.080.025
Uzun Vadeli Karşılıklar	28.447	29.463	28.029	32.879
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	7.344.125	7.089.972
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.161.399	215.558	1.847.209	17.984.818
Finansal Yatırımlar	3.782.734	10.879.969	43.845.978	48.565.502
Teminata Verilen Finansal Varlıklar	0	0	0	0
Diğer Alacaklar	0	0	0	48.810
Ertelenmiş Vergi Varlığı	228.005	1.105.772	0	0
<b>Net Borç (Nakit)</b>	<b>-5.099.003</b>	<b>-11.568.541</b>	<b>-36.999.271</b>	<b>-56.336.559</b>

### Gelir & Maliyet & Brüt Kar

Şirketin bireysel portföy yönetiminden 2021'in ilk 6 ayında elde edilen komisyon gelirinin ortalama bireysel portföy büyüklüğüne oranı %1,25 seviyesindedir. 1 Temmuz 2021 itibariyle HPF, HDH ve HMK fonlarının yönetim komisyon oranlarının %1,20'den %3,00'e yükseltilmesi sonrası bireysel portföy müşterilerinden elde edilen komisyon oranlarının 2021'in ilk 6 ayındaki %1,25 seviyesinden Temmuz ayında %0,68'e ve Ağustos ayında %0,63'e düşmüştür. Bu sebeple bireysel portföy yönetiminden elde edilen gelir projeksiyonunda 1 Temmuz 2021'den itibaren %0,63 yönetim komisyonu dikkate alınmıştır. 1 Ocak 2021 itibariyle 786 milyon TL olan bireysel portföy büyüklüğü 30 Haziran 2021 itibariyle 1.271 milyon TL ve 31 Ağustos 2021 itibariyle 1.310 milyon TL'ye yükselmiştir. 2021 yıl sonunda Şirketin beklentisi bireysel portföy büyüklüğünün 1.461 milyon TL'ye ulaşması, 2022'de %25, 2023'te %20, 2024'te %15 ve 2025'te %10 artması yönündedir. 2015 yılında 99 milyon TL olan bireysel portföy büyüklüğü 30 Haziran 2021 itibariyle yıllık ortalama %59 büyüme oranıyla (BYBO) 1.271 milyon TL'ye yükselmiştir. 30 Haziran 2021-31 Aralık 2025 arasını kapsayan gelecek 4,5 yılda bireysel portföy büyüklüğünün yıllık ortalama %19 seviyesinde artacağı öngörülmekte olup geçmişte görülen %59'luk BYBO'nun altında tahmin edilmiştir.

2021 yılının ilk 2 ayında 2020 yılındaki portföy getirilerine istinaden 12.804.935 TL başarı primi elde eden şirketin sonraki yıllarda böyle bir başarı priminin garantisi bulunmadığı için gelir projeksiyonunda dikkate alınmamıştır.

Hedef PYS Bireysel Portföy Büyüklüğü, TL	2015	2016	2017	2018	2019	2020	30.06.2021
Bireysel Portföy Büyüklüğü, TL	95.911.266	42.308.503	49.645.763	160.420.979	299.418.881	782.805.321	1.270.866.540
<b>Yıllık Değişim</b>		<b>-55,89%</b>	<b>17,34%</b>	<b>223,13%</b>	<b>86,65%</b>	<b>161,44%</b>	<b>62,35%</b>
Bireysel Komisyon Geliri, TL	640.659	760.913	1.076.987	663.330	1.238.891	3.700.142	7.241.746
Bireysel Komisyon Oranı	0,6680%	1,7985%	2,1474%	0,4135%	0,4138%	0,4727%	1,2542%



Hedef PYS Bireysel Portföy Büyüklüğü, TL	30.06.2021	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
Bireysel Portföy Büyüklüğü	1.270.866.540	1.154.777.144	1.461.496.487	1.826.870.609	2.192.244.731	2.521.081.440	2.773.189.584
Yıllık Değişim	62,35%		86,70%	25,00%	20,00%	15,00%	10,00%
Bireysel Komisyonlar	7.241.746	7.241.746	11.545.218	10.358.356	12.660.213	14.846.977	16.676.954
Bireysel Komisyon Oranı	1,2542%	1,2542%	0,6300%	0,6300%	0,6300%	0,6300%	0,6300%

Şirketin kurucusu olduğu fonların toplam büyüklüğü 2017 yılında 13,6 milyon TL iken 2018 yılında %571 artışla 91,3 milyon TL'ye, 2019 yılında %33 artışla 121,2 milyon TL'ye, 2020 yılında %531 artışla 764,8 milyon TL'ye yükselmiş olup 30 Haziran 2021 itibariyle 2020 yılsonuna göre %27,71 artışla 976,7 milyon TL'ye ulaşmıştır. 31 Ağustos 2021'de ise toplam fon büyüklüğü 1.216 milyon TL'ye ulaşmış olup 2021 yıl sonu beklentisi olan 1.123 milyon TL'nin üzerine çıkmıştır.

Şirket kurmuş olduğu Birikim Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun (HBG) 2021 yılsonuna kadar 1 milyar TL'nin üzerinde büyüklüğe ulaşmasını hedeflemekte olup bu bağlamda yapılan çalışmalar sona gelme aşamasındadır. HBG'nin 2021 yılsonunda 1 milyar TL'nin üzerinde bir büyüklüğe ulaşacağı tahmin edilmekle birlikte olası yasal süreçler nedeniyle yaşanabilecek gecikmeler göz önünde bulundurulmuş ve 2021 için herhangi bir komisyon geliri öngörülmemiştir. 2022 yılında HBG'nin 950 milyon TL büyüklükte olacağı öngörülmüştür. Bu tutarın üstünde bir fon büyüklüğüne ulaşılması elde edilecek fon yönetim komisyon gelirini artırabileceği gibi bu tutarların altında kalınması fon yönetim gelirini düşürecektir.

İkinci Hisse Senedi Yoğun Fon kuruluş aşamasında, Birinci Değişken Fon ise fon toplama aşamasındadır. Şirket yönetimi bu fonların 2021 sonuna kadar işlem görme ihtimali olduğunu düşünmekle beraber 2021 yılında herhangi bir fon yönetim geliri ihtiyaten öngörülmemiş olup 2022 yılından itibaren Şirket yetkililerinin bu fonların ulaşmasını öngördükleri büyüklük üzerinden fon yönetim komisyon geliri hesaplanarak nakit akımlarına dahil edilmiştir. Hedef PYS, hedef müşteri kesimi olarak 2020 yılına kadar büyük ölçüde yüksek gelir grubu bireysel yatırımcılara ve şirketler kesimine odaklanmış ve bu doğrultuda bir büyüme stratejisi hedeflemiştir. 2020 yılı ile birlikte orta ve küçük ölçekli yatırımcılar da hedeflenmiş ve bu doğrultuda TEFAS'ta satışı yapılabilecek fonların kurulmasına karar verilmiştir. Bu stratejinin ilk yatırım ürünü olan NNF-Hedef Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) kurulduğu ilk yılda 388 milyon TL büyüklüğe ulaşarak büyük bir başarı yakalamış, 2021 yılında 630 milyon TL büyüklüğe ulaşarak başarısını sürdürmüştür. Son dönemde piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmeler sonucunda 31.08.2021 itibariyle 405m TL büyüklüğe gerilemiştir. NNF'nin gördüğü ilgi ve yatırımcılardan gelen yoğun talepler üzerine NNF ile aynı stratejiyle yönetilecek bir "Katılım Hisse Senedi Yoğun Fon"un ikinci hisse senedi fon olarak kurulmasına karar verilmiş ve bu doğrultuda çalışmalara başlanmıştır. NNF'nin gösterdiği başarı ve kısa süredeki büyüme performansı göz önüne alındığında TEFAS'ta dağıtımı yapılacak bu fonların da öngörülen büyüklüğe ulaşabileceği düşünülmektedir.

HMR-Hedef Portföy Kısa Vadeli Yatırım Araçları Fonu'nun halka arz edilmesinden vazgeçilmiş ve onun yerine benzer bir yatırım stratejisine sahip HYV-Hedef Portföy Para Piyasası Fonu'na odaklanılmasına karar verilmiştir. Bu nedenle HMR değerlemeye dahil edilmemiştir. Bu yaklaşımın başarı ile uygulanması sonucu HYV Fonu tahmin edilenden daha hızlı büyümüş ve Ağustos 2021 itibariyle 150 milyon TL büyüklüğün üzerine ulaşmıştır.

Şirketin daha geniş yatırımcı kitlesine açılma stratejisinin ikinci unsuru olarak yine TEFAS'ta satışa sunulacak HJB-Hedef Portföy Birinci Değişken Fon'un halka arzı piyasada yaşanan olumsuz gelişmeler nedeniyle 2021 yılının son çeyreğine ertelenmiş olup 2022 yılından itibaren komisyon geliri elde edilmesi öngörülmektedir.

Fon Büyüklükleri	2017	2018	2019	2020	30.06.2021
HDS	13.617.291	59.396.492	81.260.976	162.909.232	177.443.263
HPF		31.932.810	34.371.316	40.525.194	118.354.416
HDH			5.556.111	57.756.123	23.013.017
HMK				103.373.422	124.761.416
HYK				11.659.661	12.718.381
NNF				388.566.008	408.788.228
HYV					68.335.527
HDG					161.683
HBG					0
HPZ					21.023.354
HPI					22.135.729
Hedef Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon )					0
HJB					0
<b>Toplam Fon Büyüklüğü</b>	<b>13.617.291</b>	<b>91.329.303</b>	<b>121.188.403</b>	<b>764.789.640</b>	<b>976.735.015</b>
<b>Yıllık Değişim</b>		<b>570,69%</b>	<b>32,69%</b>	<b>531,07%</b>	<b>27,71%</b>

Projeksiyon dönemi için fon yönetim gelirleri ilgili yılın başı ve sonundaki büyüklüklerin ortalaması alınarak ilgili fonun yönetim komisyonuyla çarpılması suretiyle hesaplanmıştır.

Kom. Eski	Kom. Yeni	Fon Yönetim Komisyonları	2017	2018	2019	2020	30.06.2021
1,20%	1,20%	HDS	156.161	746.211	733.153	1.298.553	995.543
1,20%	3,00%	HPF	0	416.647	287.033	260.428	311.978
1,20%	3,00%	HDH	0	0	33.337	184.706	330.608
1,20%	3,00%	HMK	0	0	0	185.047	759.861
2,00%	2,00%	HYK	0	0	0	30.327	51.641
1,75%	1,75%	NNF	0	0	0	1.440.477	4.318.792
1,20%	1,20%	HYV	0	0	0	0	100.380
1,20%	1,20%	HDG	0	0	0	0	178.005
1,20%	1,20%	HBG	0	0	0	0	0
3,00%	3,00%	HPZ	0	0	0	0	39.446
3,00%	3,00%	HPI	0	0	0	0	78.259
1,75%	1,75%	Hedef Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	0	0	0	0	0
1,75%	1,75%	HJB	0	0	0	0	0
<b>Toplam Fon Komisyonu</b>			<b>156.161</b>	<b>1.162.857</b>	<b>1.053.523</b>	<b>3.399.537</b>	<b>7.164.512</b>
<b>Yıllık Değişim</b>				<b>644,65%</b>	<b>-9,40%</b>	<b>222,68%</b>	

Kom. Eski	Kom. Yeni	Fon Büyüklükleri	30.06.2021	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
1,20%	1,20%	HDS	177.443.263	178.740.559	204.059.752	255.074.691	318.843.363	398.554.204	498.192.755
1,20%	3,00%	HPF	118.354.416	57.322.203	136.107.578	170.134.473	212.668.091	265.835.114	332.293.893
1,20%	3,00%	HDH	23.013.017	58.359.350	26.464.970	33.081.212	41.351.515	51.689.394	64.611.743
1,20%	3,00%	HMK	124.761.416	135.868.356	143.475.629	179.344.536	224.180.670	280.225.837	350.282.296
2,00%	2,00%	HYK	12.718.381	11.052.408	14.626.139	18.282.673	22.853.342	28.566.677	35.708.346
1,75%	1,75%	NNF	408.788.228	537.086.299	470.106.462	587.633.078	734.541.347	918.176.684	1.147.720.855
1,20%	1,20%	HYV	68.335.527	41.665.510	78.585.857	98.232.321	122.790.401	153.488.001	191.860.001
1,20%	1,20%	HDG	161.683	45.821.647	185.935	232.419	290.523	363.154	453.943
1,20%	1,20%	HBG	0	0	0	950.000.000	1.187.500.000	1.484.375.000	1.855.468.750
3,00%	3,00%	HPZ	21.023.354	6.575.804	24.176.857	30.221.071	37.776.339	47.220.423	59.025.529
3,00%	3,00%	HPI	22.135.729	11.655.199	25.456.088	31.820.110	39.775.138	49.718.923	62.148.653
1,75%	1,75%	İkinci Hisse Senedi Fonu	0	0	0	250.000.000	312.500.000	390.625.000	488.281.250
1,75%	1,75%	HJB	0	0	0	200.000.000	250.000.000	312.500.000	390.625.000
<b>Toplam Fon Büyüklüğü</b>			<b>976.735.015</b>	<b>1.084.147.335</b>	<b>1.123.245.267</b>	<b>2.804.056.584</b>	<b>3.505.070.729</b>	<b>4.381.338.411</b>	<b>5.476.673.014</b>
<b>Yıllık Değişim</b>			<b>27,71%</b>		<b>46,87%</b>	<b>149,64%</b>	<b>25,00%</b>	<b>25,00%</b>	<b>25,00%</b>

Kom. Eski	Kom. Yeni	Fon Yönetim Komisyonları	30.06.2021	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
1,20%	1,20%	HDS	995.543	995.543	2.140.052	2.754.807	3.443.508	4.304.385	5.380.482
1,20%	3,00%	HPF	311.978	311.978	2.220.443	4.593.631	5.742.038	7.177.548	8.971.935
1,20%	3,00%	HDH	330.608	330.608	701.693	893.193	1.116.491	1.395.614	1.744.517
1,20%	3,00%	HMK	759.861	759.861	2.771.639	4.842.302	6.052.878	7.566.098	9.457.622
2,00%	2,00%	HYK	51.641	51.641	188.364	329.088	411.360	514.200	642.750
1,75%	1,75%	NNF	4.318.792	4.318.792	8.163.957	9.255.221	11.569.026	14.461.283	18.076.603
1,20%	1,20%	HYV	100.380	100.380	541.144	1.060.909	1.326.136	1.657.670	2.072.088
1,20%	1,20%	HDG	178.005	178.005	179.048	2.510	3.138	3.922	4.903
1,20%	1,20%	HBG	0	0	0	11.400.000	12.825.000	16.031.250	20.039.063
3,00%	3,00%	HPZ	39.446	39.446	378.447	815.969	1.019.961	1.274.951	1.593.689
3,00%	3,00%	HPI	78.259	78.259	435.198	859.143	1.073.929	1.342.411	1.678.014
1,75%	1,75%	İkinci Hisse Senedi Fonu	0	0	0	2.187.500	4.921.875	6.152.344	7.690.430
1,75%	1,75%	HJB	0	0	0	1.750.000	3.937.500	4.921.875	6.152.344
<b>Toplam Fon Komisyonu</b>			<b>7.164.512</b>	<b>7.164.512</b>	<b>17.719.983</b>	<b>40.744.273</b>	<b>53.442.841</b>	<b>66.803.551</b>	<b>83.504.439</b>
<b>Yıllık Değişim</b>					<b>421,25%</b>	<b>129,93%</b>	<b>31,17%</b>	<b>25,00%</b>	<b>25,00%</b>

Şirketin ana faaliyeti bireysel portföy ve fon yönetiminden komisyon geliri elde etmek olsa da hisse senedi ve tahvil alım/satımı da gerçekleştirmektedir. Bu alım satımlardan kar elde edilebileceği gibi piyasa şartlarına göre zarar da edilebilmektedir. Bu bağlamda hisse senedi ve tahvil alım satımlarından herhangi bir kar/zarar elde edilmeyeceği varsayılarak gelir ve maliyet kalemleri projeksiyon dönemi boyunca 0 kabul edilmiştir. Böylelikle Şirket'in brüt karı bireysel portföy yönetim komisyonu ve fon yönetim komisyonlarının toplamına eşit olmaktadır.

Hasılat Detayı	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
Portföy Yönetiminden Elde Edilen Komisyon Geliri	14.406.259	29.265.201	51.102.629	66.103.054	81.650.529	100.181.393
Portföy Yönetiminden Elde Edilen Performans Primi	12.195.176	12.195.176				
Hisse Senetleri Satış Gelirleri	-2.266.122	-2.266.122	0	0	0	0
Hisse Senetleri Gerçeğe Uygun Değerleme Farkları	-311.771	-311.771	0	0	0	0
Alınan Temettüleri	2.096.874	2.096.874	0	0	0	0
Fon Satış Gelirleri	0	0	0	0	0	0
Fon Gerçeğe Uygun Değerleme Farkları	2.239.528	2.239.528	0	0	0	0
Devlet Tahvili Satış Gelirleri	140.294	140.294	0	0	0	0
Devlet Tahvili Gerçeğe Uygun Değerleme Farkları	0	0	0	0	0	0
Özel Sektör Tahvil Satış Geliri	0	0	0	0	0	0
<b>Net satışlar</b>	<b>28.500.238</b>	<b>43.359.181</b>	<b>51.102.629</b>	<b>66.103.054</b>	<b>81.650.529</b>	<b>100.181.393</b>
<b>Yıllık Değişim</b>	<b>283,43%</b>	<b>-81,15%</b>	<b>17,86%</b>	<b>29,35%</b>	<b>23,52%</b>	<b>22,70%</b>

Maliyet Detayı	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
Satılan Hisse Senet Maliyetleri (-)	0	0	0	0	0	0
Satılan Fon Maliyetleri (-)	0	0	0	0	0	0
Satılan Devlet Tahvili Maliyetleri (-)	0	0	0	0	0	0
Satılan Özel Tahvili Maliyetleri (-)	0	0	0	0	0	0
<b>Toplam Maliyetler</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Yıllık Değişim</b>						

Brüt Kar Detayı	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
Portföy Yönetimi	26.601.435	41.460.378	51.102.629	66.103.054	81.650.529	100.181.393
Hisse Senedi	-481.019	-481.019	0	0	0	0
Fon	2.239.528	2.239.528	0	0	0	0
Devlet Tahvili	140.294	140.294	0	0	0	0
Özel Sektör Tahvili	0	0	0	0	0	0
<b>Brüt Kar</b>	<b>28.191.706</b>	<b>43.359.181</b>	<b>51.102.629</b>	<b>66.103.054</b>	<b>81.650.529</b>	<b>100.181.393</b>
<b>Yıllık Değişim</b>		<b>6,90%</b>	<b>17,86%</b>	<b>29,35%</b>	<b>23,52%</b>	<b>22,70%</b>

### Faaliyet Giderleri

Şirket'in en büyük faaliyet gideri personel giderleri olup diğer kalemler alttaki tabloda detaylandırılmıştır. Artan operasyon hacmine bağlı olarak toplam genel yönetim giderlerinin 2021 yılında 6,0 milyon TL'ye, 2022 yılında 7 milyon TL'ye yükseleceği öngörülmüşken 2025 yılında 10,6 milyon TL olacağı varsayılmıştır.

Genel yönetim giderleri	2020	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025
Personel giderleri	1.164.688	1.277.578	3.113.008	4.405.020	5.286.024	6.078.928	6.686.820
Vergi, resim ve harçlar	487.376	216.666	433.332	519.998	623.998	717.598	789.358
Muhasebe ve denetim giderleri	196.326	244.861	489.722	587.666	705.200	810.980	892.078
Yazılım giderleri		0	0	0	0	0	0
Taahhüt giderleri	30.404	50.027	100.054	112.554	135.065	155.325	170.857
Kiralama giderleri		0	0	0	0	0	0
Amortisman ve itfa giderleri	120.352	58.744	117.488	117.488	117.488	117.488	117.488
Ortak gider katılım payı		0	0	0	0	0	0
Sigorta giderleri	11.912	0	0	0	0	0	0
Hisse senedi BSMV		0	0	0	0	0	0
Danışmanlık giderleri	160.025	946.192	1.179.844	531.430	637.716	733.373	806.711
Kıdem tazminatı karşılığı	2.357	10.717	32.151	38.581	46.297	53.242	58.566
Diğer	235.367	105.893	211.786	254.143	304.972	350.718	385.789
Bakım onarım giderleri	427.967	185.607	371.214	426.896	512.275	589.117	648.028
<b>Toplam Genel Yön. Giderleri</b>	<b>2.836.775</b>	<b>3.096.285</b>	<b>6.048.594</b>	<b>6.993.777</b>	<b>8.369.035</b>	<b>9.606.767</b>	<b>10.555.695</b>
<b>Yıllık Değişim</b>	<b>184,38%</b>		<b>114,22%</b>	<b>15,63%</b>	<b>19,66%</b>	<b>14,79%</b>	<b>9,88%</b>

**Faaliyet Karı**

Gelir ve gider varsayımları sonrası Şirketin 2021 yılında 37,4 milyon TL FAVÖK elde edeceği hesaplanırken 2025 yılına kadar 89,7 milyon TL'ye yükseleceği öngörülmektedir.

**Kurumlar Vergisi**

Faaliyet karından 2021 için %25, 2022 için %23 ve sonrası için %20 kurumlar vergisi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

**Sabit Kıymet Yatırımları**

Şirketin 2021 yılından itibaren brüt karının son 4 yıldaki ortalaması olan %1,63'ü kadar sabit kıymet yatırımı yapacağı varsayılmıştır.

**İşletme Sermayesi**

Şirketin brüt karının %3,72'si kadar işletme sermayesine ihtiyaç duyacağı varsayılarak ilave işletme sermayesi nakit akımlarından düşülmüştür.

**İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri**

Önceki maddelerdeki varsayımlar sonrası İNA'da, 1 Temmuz 2021'den 2025 yılısonuna kadar şirketin üretmeyi öngördüğü FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, Sabit Kıymet Yatırımı ve her yıl için gereken ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır. 1 Temmuz 2021 – 31 Aralık 2021 arasındaki serbest nakit akımı 2021 tüm yıl için hesaplanan serbest nakit akımından 1 Ocak 2021-30 Haziran 2021 arasında hesaplanan nakit akımlarının farkı alınarak hesaplanmıştır. 2025 yılında hesaplanan nakit akımları %5 uç değer büyüme oranı kullanılarak uç değer hesabı yapılmıştır. Serbest nakit akımları %25,37 AOSM ile 29.09.2021 tarihine indirgenmiştir. Bu sebeple 1 Temmuz – 31 Aralık 2021 arasındaki nakit akımlarının indirgeme dönemi 29 Eylül 2021 ile 31 Aralık 2021 arasındaki gün farkı olan 93 günün 365'e oranlanmasıyla 0,25 yıl hesaplanmıştır. Sonraki yıllar için 0,25'in üzerine 1 ilave edilerek indirgeme faktörü hesaplanmıştır. Nakit akımlarının dönem sonunda oluşacağı varsayımıyla Hedef PYŞ için net borç (nakit) öncesi 253.011.522 TL firma değeri hesaplanırken 56.336.559 TL net nakit eklenerek **309.348.081 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Hedef Portföy İNA Değeri, TL	29.09.2021
Uç Değer Oranı	5,00%
AOSM	25,37%
Firma Değeri, TL	253.011.522
Net Borç (Nakit), TL	-56.336.559
Piyasa Değeri, TL	309.348.081

  
**BMD**  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Hedef PYS İNA Değerlemesi, TL	2021 Oca-Haz Ortalama	2021	2022	2023	2024	2025 Uç Değer
Bireysel Portföy Büyüklüğü, TL	1.154.777.144	1.461.496.487	1.826.870.609	2.192.244.731	2.521.081.440	2.773.189.584
Yıllık Değişim		86,70%	25,00%	20,00%	15,00%	10,00%
Bireysel Komisyon Geliri, TL	7.241.746	11.545.218	10.358.356	12.660.213	14.846.977	16.676.954
Bireysel Komisyon Oranı	1,2542%	0,6300%	0,6300%	0,6300%	0,6300%	0,6300%
Toplam Fon Büyüklüğü	1.084.147.335	1.123.245.267	2.804.056.584	3.505.070.729	4.381.338.411	5.476.673.014
Yıllık Değişim		46,87%	149,64%	25,00%	25,00%	25,00%
Toplam Fon Komisyonu	7.164.512	17.719.983	40.744.273	53.442.841	66.803.551	83.504.439
Yıllık Değişim		421,25%	129,93%	31,17%	25,00%	25,00%
Net satışlar	28.500.238	43.359.181	51.102.629	66.103.054	81.650.529	100.181.393
Yıllık Değişim	283,43%	-81,15%	17,86%	29,35%	23,52%	22,70%
Toplam Maliyetler	0	0	0	0	0	0
Yıllık Değişim						
Brüt Kar	28.191.706	43.359.181	51.102.629	66.103.054	81.650.529	100.181.393
Yıllık Değişim		6,90%	17,86%	29,35%	23,52%	22,70%
Toplam Genel Yön. Giderleri	3.096.285	6.048.594	6.993.777	8.369.035	9.606.767	10.555.695
Yıllık Değişim		113,22%	15,63%	19,66%	14,79%	9,88%
Faaliyet Karı	25.095.421	37.310.587	44.108.852	57.734.019	72.043.761	89.625.698
FAVÖK	25.154.165	37.428.075	44.226.340	57.851.507	72.161.249	89.743.186
Yıllık Değişim		-1,10%	18,16%	30,81%	24,74%	24,36%
İşletme Sermayesi	3.132.940	1.612.381	1.900.333	2.458.148	3.036.306	3.725.406
İşletme Sermayesi/Brüt Kar	11,11%	3,72%	3,72%	3,72%	3,72%	3,72%
İşletme Sermayesi Değişimi	1.560.104	-1.520.559	287.953	557.815	578.158	689.100
Sabit Kıymet Yatırımı	460.436	708.156	834.625	1.079.616	1.333.543	1.636.195
Sabit Kıymet Yatırımı/Ciro	1,63%	1,63%	1,63%	1,63%	1,63%	1,63%
Vergi Oranı	25%	25%	23%	20%	20%	20%
Kurumlar Vergisi	6.273.855	9.327.647	10.145.036	11.546.804	14.408.752	17.925.140
Serbest Nakit Akımı	16.859.770	28.912.831	32.958.727	44.667.272	55.840.797	69.492.751
İndirgenmiş Nakit Akımı		11.378.243	24.815.509	26.820.566	26.741.482	26.541.699
AOSM		25,37%	25,38%	25,38%	25,38%	25,38%

## Yurtiçi Çarpan Analizi

Hedef PYS'nin yurtiçi çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken şirketle birebir aynı işi yapan borsa şirketi olmadığı için Şirket'le benzer iş yaptığı düşünülen aracı kurumların 29.09.2021 tarihindeki piyasa değerleri ve değerlendirme tarihi itibarıyla en güncel mali tablo verileri kullanılmıştır. 29.09.2021 tarihli FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının medyanına göre her bir çarpan için piyasa değeri hesaplanmıştır. Medyan metodu örneklemedeki çarpanları küçükten büyüğe sıralayarak ortadaki rakamı dikkate aldığı için aşağı ve yukarı yöndeki uç değerleri elimine etmektedir. Bu sebeple ortalama yerine medyan tercih edilmiştir.

FD/Ciro çarpanından, muhasebe politikalarına göre şirketlerin hasılat rakamının oldukça farklılık arz etmesi nedeniyle, herhangi bir değer hesaplanmamıştır. Şirket değerlemelerinde ve halka arz fiyat tespit raporlarında faaliyetlerine aktif olarak devam eden şirketler için genellikle PD/DD çarpanından değer hesaplanmamakta, sadece FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından hesaplanan değerler çarpan değerinde dikkate alınmaktadır. Hedef PYS'nin çarpan değerlemesinde diğer çarpanlardan daha düşük değer hesaplanan PD/DD çarpanından hesaplanan değer de şirket değerinin hesaplanmasında dikkate alınmıştır. FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarından hesaplanan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilerek Hedef PYS için 296.175.049 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

## Hedef PYS Çarpan Analizinde kullanılan mali veriler, TL

2021/06 Kaydırılmış Ciro	463.791.541
2021/06 Kaydırılmış FAVÖK	56.223.316
2021/06 Kaydırılmış Net Kar	45.136.358
2021/06 Net Nakit	-56.336.559
2021/06 Özkaynak	60.582.286

Seçilmiş BİST Çarpanları, TL			29.09.2021
Çarpan	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	PD/DD
GEDİK	6,37	8,16	4,34
GLBMD	5,63	8,30	2,87
INFO	3,19	6,86	2,80
ISMEN	2,46	3,80	2,13
OSMEN	4,99	6,75	3,55
OYYAT	7,11	10,32	4,07
<b>Medyan</b>	<b>5,31</b>	<b>7,51</b>	<b>3,21</b>
<b>Hedef PYS Çarpan Değeri</b>	<b>354.946.660</b>	<b>338.927.186</b>	<b>194.651.300</b>
<b>Ağırlık</b>	<b>33,3%</b>	<b>33,3%</b>	<b>33,3%</b>
<b>Ortalama Çarpan Değeri</b>	<b>296.175.049</b>		

Kaynak: Fınnet

## Benzer Şirket Satış Çarpan Analizi

Borsa İstanbul'da işlem gören Global Yatırım Holding 3 Eylül 2021 tarihinde yapmış olduğu ve "<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/961784>" linkinde yer alan açıklamasıyla İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş.'nin %40'lık payını mevcut ortaklardan 77.352.322 TL bedelle satın aldığı bildirmiştir. İstanbul Portföy'ün %100 sermayesi için hesaplanan değer 193.380.805 TL'dir. 30 Haziran 2021 bilançosunda yer alan net nakit tutarı 15,1 milyon TL olup firma değeri 178.302.775 TL hesaplanmaktadır.

İstanbul Portföy'ün 31.12.2020, 30.06.2020 ve 30.06.2021 gelir tablosu ve bilanço verileri aşağıda gösterilmektedir. 30 Haziran 2021 özkaynak tutarı 23,7 milyon TL olup PD/DD çarpanı 8,16x, FAVÖK tutarı 8,3 milyon TL olup FD/FAVÖK çarpanı 21,51x, net kar tutarı 8,6 milyon TL olup F/K çarpanı 22,49x ve yönetilen portföy büyüklüğü 9,5 milyar TL olup FD/Yönetilen Portföy büyüklüğü 0,02x hesaplanmaktadır.

İstanbul Portföy'ün her bir satış çarpanıyla Hedef PYS'nin 30.06.2021 mali verileri kullanılarak Hedef PYS için piyasa değeri hesaplanmıştır. Hesaplanan çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılarak Hedef PYS için 718,5 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

İstanbul Portföy Satış Değeri, TL		3.09.2021
Global Yat. Holding Satın Alma Bedeli		77.352.322
Global Yat. Holding Satın Alınan Sermaye Oranı		40,0%
İstanbul Portföy %100 Hisse Değeri		193.380.805
İstanbul Portföy %100 Firma Değeri		178.302.775
İstanbul Portföy Yönetilen Portföy Büyüklüğü		9.533.489.780

İstanbul Portföy Satın Alma Çarpanları & Hedef PYS Değeri				
Çarpan	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	PD/DD	FD/Yön. Portföy
Satın Alma Çarpanı	21,51	22,49	8,16	0,02
Hedef PYS Çarpan Değeri	1.265.746.459	1.015.254.838	494.560.602	98.372.959
Ağırlık	25,0%	25,0%	25,0%	25%
<b>Hedef PYS Ortalama Satın Alma Çarpan Değeri</b>	<b>718.483.715</b>			



<b>İstanbul PYŞ Bilanço, TL</b>	<b>2020/12</b>	<b>2020/06</b>	<b>2021/06</b>
<b>VARLIKLAR</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>30.06.2020</b>	<b>30.06.2021</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>43.397.513</b>	<b>10.833.649</b>	<b>25.223.123</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	17.518.101	1.559.536	1.051.370
Finansal Yatırımlar	10.908.462	5.170.396	8.570.955
Ticari Alacaklar	9.891.936	1.435.706	5.036.066
Diğer Alacaklar	3.705.296	1.409.113	9.746.957
Peşin Ödenmiş Giderler	952.737	1.150.944	542.726
Diğer Dönen Varlıklar	420.981	90.561	275.049
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>3.077.226</b>	<b>1.234.271</b>	<b>4.345.725</b>
Maddi Duran Varlıklar	1.190.418	1.154.527	1.325.178
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.617.841	0	2.051.943
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>46.474.739</b>	<b>12.067.920</b>	<b>29.568.848</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>25.234.837</b>	<b>2.106.710</b>	<b>3.299.922</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	640.069	472.179	450.107
Ticari Borçlar	3.686.690	141.125	892.682
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlu	17.634.679	1.112.557	270.961
Diğer Borçlar	1.722.334	138.804	519.078
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	894.501	0	470.786
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	656.564	242.045	696.308
<b>TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>2.034.860</b>	<b>611.670</b>	<b>2.580.320</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.259.905	92.212	1.566.121
Uzun Vadeli Karşılıklar	774.955	493.277	1.014.199
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	26.181	0
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>27.269.697</b>	<b>2.718.380</b>	<b>5.880.242</b>
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>19.205.042</b>	<b>9.349.540</b>	<b>23.688.606</b>
Odenmiş Sermaye	14.184.000	6.300.000	14.184.000
Birleşme Denkleştirme Hesabı	-1.998.674	0	-1.998.674
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Bi	-243.758	-43.877	-188.998
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	59.517	58.010	280.676
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.429.098	2.429.098	6.982.798
Net Dönem Karı veya Zararı	4.774.859	606.309	4.428.804
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>46.474.739</b>	<b>12.067.920</b>	<b>29.568.848</b>

**İstanbul PYŞ Net Borç Hesabı, TL**

Kısa Vadeli Borçlanmalar	640.069	472.179	450.107
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.259.905	92.212	1.566.121
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	17.634.679	1.112.557	270.961
Diğer Borçlar	1.722.334	138.804	519.078
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	894.501	0	470.786
Uzun Vadeli Karşılıklar	774.955	493.277	1.014.199
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	26.181	0
Nakit ve Nakit Benzerleri	17.518.101	1.559.536	1.051.370
Finansal Yatırımlar	10.908.462	5.170.396	8.570.955
Diğer Alacaklar	3.705.296	1.409.113	9.746.957
<b>Net Borç (Nakit)</b>	<b>-9.205.418</b>	<b>-5.803.835</b>	<b>-15.078.030</b>

  
BMD  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Istanbul Portföy Yönetimi A.Ş. Gelir Tablosu	ISY	ISY	ISY	ISY
TL	2020/12	2020/06	2021/06	Son 4Ç
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>46.746.151</b>	<b>7.599.719</b>	<b>23.935.007</b>	<b>63.081.439</b>
Faaliyet Giderleri (-)	43.610.199	7.865.094	21.204.230	56.949.335
Genel Yönetim Giderleri	37.302.445	7.594.964	20.765.150	50.472.631
Pazarlama Giderleri	6.307.754	270.130	439.080	6.476.704
<b>Net Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>3.135.952</b>	<b>-265.375</b>	<b>2.730.777</b>	<b>6.132.104</b>
Amortisman	1.556.442	765.091	1.365.524	2.156.875
<b>Favök</b>	<b>4.692.394</b>	<b>499.716</b>	<b>4.096.301</b>	<b>8.288.979</b>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	24.721	0	0	24.721
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	0	0	0	0
<b>Esas Faaliyet Karı (Zararı)</b>	<b>3.160.673</b>	<b>-265.375</b>	<b>2.730.777</b>	<b>6.156.825</b>
<b>Yıllık Değişim</b>				
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler				0
Finansman Geliri	2.758.214	1.173.829	2.130.944	3.715.329
Finansman Giderleri	248.388	152.690	168.851	264.549
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)</b>	<b>5.670.499</b>	<b>755.764</b>	<b>4.692.870</b>	<b>9.607.605</b>
<b>Yıllık Değişim</b>				
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	895.640	149.455	264.066	1.010.251
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	928.922	17.028	228.750	1.140.644
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-33.282	132.427	35.316	-130.393
<b>Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)</b>	<b>4.774.859</b>	<b>606.309</b>	<b>4.428.804</b>	<b>8.597.354</b>

### Yurtdışı Çarpan Analizi

Yurtdışında benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin çarpanından **447.024.988 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır. FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanından hesaplanan 1/3 oranında eşit ağırlık verilmiştir. Bu şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkelerin ekonomik ve finansal konjonktürü Türkiye'den farklı olabileceği, büyüklüklerin Hedef PYS'den farklı olması ve faaliyet alanında da farklılıkların olabileceği göz önünde bulundurularak Yurtdışı çarpan analizinden hesaplanan değer Hedef PYS'nin nihai değer hesabında dikkate alınmamıştır.

### Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları

Şirket	Kod	PD, m\$	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	PD/DD
BLACKROCK INC	BLK US	140.392	17,04	25,28	3,87
ABRDN PLC	ABDN LN	7.755		3,80	0,81
GAM HOLDING AG	GAM SW	291	0,36		0,53
T ROWE PRICE GROUP INC	TROW US	49.155	12,03	17,08	6,23
FRANKLIN RESOURCES INC	BEN US	15.749	9,11	9,39	1,45
INVESCO LTD	IVZ US	11.350	10,12	9,71	0,76
AFFILIATED MANAGERS GROUP	AMG US	6.614	13,81	16,00	3,60
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP	AB US	5.169		15,28	3,20
COHEN & STEERS INC	CNS US	4.181	18,34	24,96	18,51
ARTISAN PARTNERS ASSET MA -A	APAM US	3.969	8,29	11,48	12,78
FEDERATED HERMES INC	FHI US	3.080	7,91	10,78	2,65
SCULPTOR CAPITAL MANAGEMENT	SCU US	1.586	3,44	4,99	
WISDOMTREE INVESTMENTS INC	WETF US	875	13,50	18,85	2,38
PZENA INVESTMENT MANAGM-CL A	PZN US	727	9,65	17,74	20,26
GAMCO INVESTORS INC-A	GBL US	729	5,50	9,92	11,93
MANNING & NAPIER INC	MN US	196	4,12	9,53	2,18
AMUNDI SA	AMUN FP	18.625	16,54	12,73	1,59
DWS GROUP GMBH & CO KGAA	DWS GR	8.501	5,79	11,03	1,06
IGM FINANCIAL INC	IGM CN	8.833	10,37	13,30	1,84
MAGELLAN FINANCIAL GROUP LTD	MFG AU	5.315	21,49	27,20	7,32
JANUS HENDERSON GROUP PLC	JHG US	7.287	4,83	12,59	1,58
AZIMUT HOLDING SPA	AZM IM	3.975	6,98	6,99	3,85
VALUE PARTNERS GROUP LTD	806 HK	1.024	5,17	5,45	1,59
SPROTT INC	SII CN	993	20,92	40,92	3,24
AGF MANAGEMENT LTD-CLASS B	AGF/B CN	397	11,06	3,33	0,50
SCHRODERS PLC	SDR LN	13.873	11,49	18,68	2,69
<b>Medyan</b>		<b>4.675</b>	<b>9,88</b>	<b>12,59</b>	<b>2,65</b>
<b>Hedef PYS Çarpan Değeri, TL</b>			<b>612.035.426</b>	<b>568.440.368</b>	<b>160.599.170</b>
<b>Ağırlık</b>			<b>33,3%</b>	<b>33,3%</b>	<b>33,3%</b>
<b>Ortalama Çarpan Değeri, TL</b>		<b>447.024.988</b>			

Kaynak Bloomberg, 29.09.2021



**BMD**  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

**Hedef PYŞ Nihai Değer**

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizinden hesaplanan **309.348.081 TL** değere %60, yurtiçi aracı kurum çarpan analizinden hesaplanan **296.175.049 TL** değere %25, yurtdışı çarpan analizinden hesaplanan **447.024.988 TL** değere %0 ve İstanbul Portföy Satış Çarpanlarıyla hesaplanan 718.483.715 TL değere %15 ağırlık verilerek **Hedef PYŞ için 367.425.168 TL piyasa değeri** hesaplanmıştır.

İNA'dan hesaplanan değer Şirket'in iç dinamiklerini, beklentilerini daha iyi yansıttığı için ağırlığı %60 alınırken en yüksek değeri veren İstanbul Portföy satış çarpanlarıyla hesaplanan değere %15, yurtdışı çarpanlardan hesaplanan ikinci yüksek değere %0 verilerek ihtiyatlı bir yaklaşım sergilenmiştir.

Hedef PYŞ Piyasa Değeri, TL		Çarpan		
Metod	İNA	BİST Aracı Kurum	Yurtdışı Benzer Şirketler	İstanbul Portföy Satış Çarpanı
Hesaplanan Değer	309.348.081	296.175.049	447.024.988	718.483.715
Ağırlık	60,0%	25,0%	0,0%	15,0%
<b>Nihai Değer</b>	<b>367.425.168</b>			

**3.4. Hedef Holding NAD Değerlemesi**

Hedef Holding'in 30.06.2021 tarihli Bağımsız Denetimden geçmiş TFRS bazlı bilançosu baz alınarak sahip olduğu varlık ve borçların 29 Eylül 2021 tarihindeki gerçeğe uygun piyasa değerleri dikkate alınarak yapılan Net Aktif Değer çalışması aşağıdadır. Hesap bazında yapılan düzeltmeler bir sonraki sayfada açıklanmıştır.

  
**BMD**  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

## Hedef Holding A.Ş. Bağımsız Denetimden Geçmiş TFRS Bazlı Net Aktif Değer , TL

VARLIKLAR	30.06.2021	30.06.2021	29.09.2021
Dönen Varlıklar	Kayıtlı Değer Detay	Kayıtlı Değer	Düzeltilme Rayiç Değer
Nakit ve Nakit Benzerleri	12.767.478	Kasa 8.724 Vadesiz Mevduat 95.158	0 95.158
Finansal Yatırımlar	46.665.059	Vadeli Mevduat (1) 12.663.596 16.886.468 Lot HDFGS (2) 46.268.923 Serbest Fon 396.136	530.288 -1 46.268.922 0 396.136
Diğer Alacaklar	35.949	Diğer Alacaklar 35.949	0 35.949
Peşin Ödenmiş Giderler	4.923	Peşin Ödenmiş Giderler 4.923	-4.923 0
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	112.729	Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar 112.729	0 112.729
Diğer Dönen Varlıklar	261.688	Devreden KDV 261.688	-52.338 209.350
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>59.847.826</b>	<b>Dönen Varlıklar 59.847.826</b>	<b>473.027 60.320.853</b>
Duran Varlıklar	Kayıtlı Değer Detay	Kayıtlı Değer	Düzeltilme Rayiç Değer
Finansal Yatırımlar	627.657.094	41.430.000 lot INFO (3) 166.838.610 40.612.526 Lot HDFGS (2) 111.278.321 4.475.000 Lot Hedef PYŞ (4) 349.540.163	124.290 166.962.900 0 111.278.321 -20.694.638 328.845.525
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	700.000	Arsalar 700.000	0 700.000
Maddi Duran Varlıklar	28.113	Arsa ve Demirbaş 28.113	0 28.113
Kullanım Hakkı Varlıkları	493.001	Kiralama Borcu Varlıkları 493.001	0 493.001
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>628.878.208</b>	<b>628.878.208</b>	<b>-20.570.347 608.307.861</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>688.726.034</b>	<b>688.726.034</b>	<b>-20.097.321 668.628.713</b>

## KAYNAKLAR

KAYNAKLAR	30.06.2021	30.06.2021	29.09.2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler	Kayıtlı Değer Detay	Kayıtlı Değer	Düzeltilme Rayiç Değer
UV Borçlanmaların KV Kısımları	191.637	Kiralama Borçları 191.637	0 191.637
Ticari Borçlar	252.716	Ticari Borçlar 252.716	0 252.716
Çalışanlara Sağ. Fay. Kap. Borçlar	1.788	Çalışanlara Sağ. Fay. Kap. Borçlar 1.788	0 1.788
Diğer Borçlar	5.074	Diğer Borçlar 5.074	0 5.074
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	--	Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü --	0 --
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>451.215</b>	<b>451.215</b>	<b>0 451.215</b>

Uzun Vadeli Yükümlülükler	Kayıtlı Değer Detay	Kayıtlı Değer	Düzeltilme Rayiç Değer
Uzun Vadeli Borçlanmalar	339.887	339.887	0 339.887
Uzun Vadeli Karşılıklar	40.776	40.776	0 40.776
Ertilenmiş Vergi Yükümlülüğü	87.388.672	KV HDFGS Değer Düşüklüğü Vergi Etkisi (5) -- UV HDFGS Değer Düşüklüğü Vergi Etkisi (5) 0 UV INFO Değer Düşüklüğü Vergi Etkisi (5) 87.388.672 Hedef PYŞ Değer Düşüklüğü -4.138.928 Vadeli Mevduat Faiz Geliri Vergi Etkisi (5) 106.058	24.858 -4.138.928 106.058
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>87.769.335</b>	<b>87.769.335</b>	<b>-4.008.012 83.761.323</b>
<b>Toplam Kısa ve Uzun Vadeli Yük.</b>	<b>88.220.550</b>	<b>88.220.550</b>	<b>-4.008.012 84.212.538</b>

## NET AKTİF DEĞER

600.505.484

600.505.484

-16.089.309

584.416.175

Hedef Holding'in 30.06.2021 tarihli Bağımsız Denetimden geçmiş TFRS bazlı bilançosunda yer alan hesapların bazıları için 29 Eylül 2021 tarihli düzeltmeler yapılmıştır. Yapılan düzeltmeler aşağıda sıralanmıştır.

- (1) Şirketin 12.663.596 TL tutarındaki vadeli mevduatı %16,75 faiz oranı ile 3 aylık değerlemeye tabi tutulmuştur.



**BMD**  
Rizim Menkul Değerler A.Ş.

- (2) Şirketin kısa vadeli finansal yatırımlar hesabında takip ettiği 16.886.468 lot HDFGS pay senetlerinin 29 Eylül 2021 itibariyle Borsa İstanbul'daki kapanış fiyatı olan 2,74 TL ile çarpılması sonucu elde edilen 46.268.922 TL gerçeğe uygun değer kabul edilmiş olup 30.06.2021 bakiyesine göre değişmemiştir. Aynı şekilde uzun vadeli finansal yatırımlar hesabında takip edilen 40.612.526 lot HDFGS pay senetleri için de gerçeğe uygun değer 111.278.321 TL hesaplanmış ve 30.06.2021 bakiyesine göre değişmemiştir. HDFGS pay senetlerinin 30-60-90-180-365 günlük ortalamaları hesaplanmış ve 29 Eylül kapanış fiyatının bu ortalamalar arasında yer alması nedeniyle NAD hesabında 2 Eylül 2021 kapanış fiyatı baz alınmıştır.

**HDFGS Kapanış ve Ortalama Fiyatlar, TL**

29 Eylül Kapanış	2,74
30 Günlük Ortalama	2,79
60 Günlük Ortalama	2,74
90 Günlük Ortalama	2,76
180 Günlük Ortalama	2,96
365 Günlük Ortalama	2,71

Kaynak: Foreks FX Plus

- (3) Şirketin uzun vadeli finansal yatırımlar hesabında takip ettiği 41.430.000 lot INFO pay senetlerinin 29 Eylül 2021 itibariyle Borsa İstanbul'daki kapanış fiyatı olan 4,03 TL ile çarpılması sonucu elde edilen 166.962.900 TL gerçeğe uygun değer kabul edilmiş ve 124.290 TL değer artışı oluşmuştur. INFO pay senetlerinin 30-60-90-180-365 günlük ortalamaları hesaplanmış ve 29 Eylül kapanış fiyatının bu ortalamalar arasında yer alması nedeniyle NAD hesabında 29 Eylül 2021 kapanış fiyatı baz alınmıştır.

**INFO Kapanış ve Ortalama Fiyatlar, TL**

29 Eylül Kapanış	4,03
30 Günlük Ortalama	3,89
60 Günlük Ortalama	3,77
90 Günlük Ortalama	3,84
180 Günlük Ortalama	4,29
365 Günlük Ortalama	4,33

Kaynak: Foreks FX Plus

- (4) Şirket'in Hedef PYS'deki ortaklık oranı olan %89,5'lik kısmında düşen değer işbu raporun 3.3 numaralı başlığı altında hesaplanan Hedef PYS'nin 367.425.168 TL'lik piyasa değeri ile çarpılarak 347.946.819 TL hesaplanmış ve 20.694.638 TL değer düşüklüğü oluşmuştur.
- (5) Şirketin 30.06.2021 tarihli bilançosunda, varlıkların gerçeğe uygun değerleri ile kayıtlı değerleri arasındaki farktan hesaplanan ertelenmiş vergi yükümlülüğü 87.388.672 TL'dir. 29 Eylül 2021 tarihli değerler sonucu yapılan düzeltmelerin ertelenmiş vergi yükümlülüğüne etkileri şu şekildedir: Kısa ve uzun vadeli HDFGS paylarında herhangi bir değer değişikliği olmadığı için ertelenmiş vergi yükümlülüğüne etkisi 0 TL'dir. Uzun vadeli INFO paylarındaki 124.290 TL'lik değer artışının etkisi +24.858 TL'dir. 530.288 TL vadeli mevduat faiz gelirinin etkisi +106.058 TL'dir. Uzun vadeli Hedef PYS'deki -20.694.638 TL değer düşüklüğünün etkisi -4.138.928 TL'dir.

Böylelikle Şirket'in varlıklarının rayiç değerlerinde 20.097.321 TL'lik bir düşüş meydana gelirken yükümlülüklerinin rayiç değerlerinde 4.008.012 TL azalış gerçekleşmiş ve Net Aktif Değer 30.06.2021 tarihindeki özkaynaklara göre 16.089.309 TL azalarak **584.416.175 TL** hesaplanmıştır.

**3.5. Hedef Holding Çarpan Değerlemesi**

Hedef Holding A.Ş.'nin çarpan değerlendirilmesi için Borsa İstanbul'da işlem gören holding statüsündeki şirketlerin 29 Eylül 2021 tarihli piyasa değerleri ve 30 Haziran 2021 bilanço verileriyle hesaplanan çarpanları incelenmiştir. Holdinglerin portföy ve konsolidasyon yapıları standart olmadığı için gelir bazlı çarpanlar olan F/K, FD/FAVÖK ve



FD/Ciro çarpanları değerlemede kullanılmamış, sadece PD/DD çarpanı dikkate alınmıştır. İncelenen 43 adet holding statüsündeki şirketlerin PD/DD ortalaması 1,981x ve medyanı 1,353x hesaplanmıştır. Bu şirketler arasından kurumlar vergisi avantajı olan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları elimine edilmiş, PD/DD çarpanı 3'ten yüksek şirketler elimine edilmiş, kalan 29 şirketin PD/DD çarpanlarının ortalaması 1,213x ve medyanı 1,092x hesaplanmıştır. Hedef Holding'in değerlemesinde daha düşük olan medyan çarpanı kullanılmıştır. 1,092x PD/DD çarpanı ile 30.06.2021 tarihli bilançodaki özkaynak rakamı olan 600.505.484 TL çarpılarak Hedef Holding için 655.924.888 TL değer tespit edilmiştir.

Hedef Holding Çarpan Değerlemesi, TL		29.09.2021
Kullanılan PD/DD çarpanı		1,092
Hedef Holding 2021/06 Özkaynak		600.505.484
<b>Hesaplanan Değer</b>		<b>655.924.888</b>

#### BİST Holding Şirketleri 30.06.2021 Özkaynaklar & Piyasa Değerleri\*, Milyon TL

Kod	Ad	Özkaynak	PD	PD/DD
AKYHO	Akdeniz Yatırım Hold.	140	253	1,81
ALARK	Alarko Holding	2.392	3.750	1,57
AGHOL	Anadolu Grubu Holding	6.743	5.543	0,82
AWHOL	Avrupa Yatırım Holding	34	176	5,25
BERA	Bera Holding	2.512	3.689	1,47
BRYAT	Borusan Yat. Paz.	3.691	9.323	2,53
DAĞHL	Dağı Yatırım Holding	31	137	4,42
DERHL	Derlüks Yatırım Holding	68	139	2,05
DOHOL	Doğan Holding	9.658	6.621	0,69
ECILC	Eczacıbaşı İlaç	5.409	3.981	0,74
ECZYT	Eczacıbaşı Yatırım	2.902	3.927	1,35
EUHOL	Euro Yatırım Holding	65	114	1,76
GLYHO	Global Yat. Holding	966	1.326	1,37
GOZDE	Gözde Girişim	4.223	2.214	0,52
GSDHO	GSD Holding	1.942	1.112	0,57
GLRYH	Güler Yat. Holding	247	293	1,18
HDFGS	Hedef Girişim	629	781	1,24
HUBVG	HUB Girişim	88	302	3,45
INVEO	Inveo Yatırım Holding	874	3.135	3,59
IEYHO	Işıklar Enerji Yapı Hol.	449	544	1,21
IHLAS	İhlas Holding	1.183	840	0,71
IHYAY	İhlas Yayın Holding	370	351	0,95
ISGSY	İş Girişim	263	612	2,33
ITTFH	İttifak Holding	650	515	0,79
KCHOL	Koç Holding	51.142	56.551	1,11
MARKA	Marka Yatırım Holding	14	92	6,36
MZHL	Mazhar Zorlu Holding	117	349	2,97
METUR	Metemtur Yatırım	44	174	4,00
METRO	Metro Holding	921	402	0,44
NTHOL	Net Holding	3.726	2.735	0,73
OSTIM	Ostim Endüstriyel Yat	225	291	1,29
POLHO	Polisan Holding	1.833	2.002	1,09
RALYH	Rel Yatırım Holding	78	411	5,26
RHEAG	Rhea Girişim	20	79	3,99
SAHOL	Sabancı Holding	41.476	19.486	0,47
SISE	Şişe Cam	25.685	25.026	0,97
TAVHL	TAV Havalimanları	10.241	9.482	0,93
TKFEN	Tekfen Holding	6.829	5.091	0,75
TRCAS	Turcas Petrol	289	884	3,06
UNLU	Ünlü Yatırım Holding	522	1.006	1,93
VERUS	Verusa Holding	618	3.198	5,17
VERTU	Verusatürk Girişim	791	1.071	1,35
YESIL	Yeşil Yatırım Holding	477	452	0,95
<b>Bütün Şirketler Ortalama</b>		<b>4.432</b>	<b>4.150</b>	<b>1,981</b>
<b>Bütün Şirketler Medyan</b>		<b>650</b>	<b>884</b>	<b>1,353</b>
<b>PD/DD'si 3'ten Küçük ve GSYO'lar Hariç Ortalama</b>		<b>6.296</b>	<b>5.696</b>	<b>1,213</b>
<b>PD/DD'si 3'ten Küçük ve GSYO'lar Hariç Medyan</b>		<b>1.333</b>	<b>1.326</b>	<b>1,092</b>

Kaynak: Finnet, \*29 Eylül 2021 İtibariyle

**3.6. Hedef Holding Adil Değer & Halka Arz Değeri**

Hedef Holding için NAD metodundan hesaplanan **584.416.175 TL** ve çarpan metodundan hesaplanan **655.924.888 TL** değere eşit ağırlık verilerek **620.170.532 TL** adil piyasa değeri hesaplanmıştır. Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesi 250.000.000 TL olup **pay başı adil değer 2,48 TL**'ye denk gelmektedir. Adil değer üzerinden **%21,0 halka arz iskontosu** uygulanarak **1,96 TL** pay başı halka arz talep toplama fiyatı hesaplanmıştır.

Hedef Holding Halka Arz Değeri, TL		29.09.2021
Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Ağırlık
Net Aktif Değer	584.416.175	50%
Çarpan	655.924.888	50%
<b>Adil Piyasa Değeri</b>	<b>620.170.532</b>	
Ödenmiş Sermaye	250.000.000	
<b>Adil Pay Başı Değer</b>	<b>2,48</b>	
Halka Arz İskontosu	21,0%	
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>490.000.000</b>	
<b>Halka Arz Talep Toplama Fiyatı</b>	<b>1,96</b>	

  
  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

**4. Ekler****Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı**

İlker Şahin olarak, iş bu değerlendirme çalışmasını gerçekleştirebilmek için gerekli olan akademik eğitime, mesleki bilgi ve tecrübeye, teknik niteliğe ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na sahip olduğumu; değerlemeyi gerçekleştirirken bağımsızlık ilkelerine uyduğumu beyan ederim.

**Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı**



Sermaye Piyasası  
Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı

Tarih : 01.06.2016 No : 211071

**SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ  
DÜZEY 3 LİSANSI**


Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i (VII-128.7) uyarınca

**İlker ŞAHİN**

Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansını almaya hak kazanmıştır.



Levent HANLIOĞLU  
LİSANSLAMA VE SİCİL MÜDÜRÜ



Tuba ERTUGAY YILDIZ  
GENEL MÜDÜR



**Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri**

Şirket'in TMS/TFRS'ye göre hazırlanmış mali verileri üzerinden değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir. Şirketin mali verileri işbu raporun 2 numaralı bölümü altında gösterilmektedir.



**Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı**

Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak iş bu değerlendirme raporunu hazırlarken;

- Şirket değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu olarak beyan ederiz.
- Şirket değerlendirme çalışmasının Türkiye Sermaye Piyasaları Birliğinin 9 Ekim 2019 tarihli 42 no'lu "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemeleri İçin Hazırlanan Raporlarda Bulunması Gereken Asgari Hususlar" genelgesine uygun olduğunu olarak beyan ederiz.
- Değerleme Uzmanı'nın değerlendirme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kaldığını beyan ederiz.
- Raporun kapsamının hiçbir fayda şartına bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmış olduğunu beyan ederiz.
- Raporda sunulan bulgular ve kullanılan tüm bilgiler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılamamıştır. Söz konusu bilgilerin ve bulguların sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde tüm önemli yönleriyle gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özenin gösterildiğini beyan ederiz.
- Pazar Değeri'nin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulunun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen
  - Kurul'ca kısmi veya geniş yetkili olarak yetkilendirilen ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden aracı kurumlar
  - Aynı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne veya değerlendirme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olması,
  - Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunması,
  - Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olması,
  - Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunması,
  - Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olmasışartlarını haiz olduğumuzu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

  
**BMD**  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

**Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı karar 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.

**Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler'e Uyum Beyanı**

Şirket'in bu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Değerleme Çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) 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 aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Bizim Menkul, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Bizim Menkul, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içerisinde kişisel çıkarlar 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.

Bizim Menkul Değerler olarak Değerleme Çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmekteyiz.



Bizim Menkul Değerler A.Ş.  
Araştırma & Kurumsal Finansman  
Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe  
Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17  
34732 Kadıköy  
Tel: +90 (216) 547 13 00

