

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Ünlü Yatırım Holding A.Ş.'nin fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Ünlü Yatırım Holding A.Ş. ve Bağlı Ortaklıkları Halka Arz Bilgileri

Ünlü Yatırım Holding A.Ş. Halka Arz Bilgileri	
Borsa Kodu	UNLU
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak satış
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Tahsisatlar	%50 Yurt İçi Bireysel %40 Yurt İçi Kurumsal %10 Yurt Dışı Kurumsal
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	31 Mayıs - 01 Haziran 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	137.730.842 TL
Sermaye Artırımı	37.269.158 TL
Ortak Satışı	8.263.851 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	175.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	26,02%
Talep Toplama Fiyatı	6,90 TL
Halka Arz Büyüklüğü	314.177.762 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	950.342.810 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.207.500.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	15,50
FD/FAVÖK 2020	18,27
PD/DD 2020	3,88

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	19,70
FD/FAVÖK 2020	18,27
PD/DD 2020	2,41

Özet Bilgi

Ünlü Yatırım Holding A.Ş. ("Ünlü Yatırım" ve/veya "Şirket"), 1996 yılında bağımsız bir kurumsal finansman danışmanlık şirketi olarak kurulmuş olup, yerli ve yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılara finans sektöründe hizmet ve çözümler sunmaktadır. 31.12.2020 tarihi itibarıyla yurt içi ve yurt dışı toplam 467 çalışanı ve yerli ve yabancı iştirakleri bulunmaktadır. Yurt dışında New York (Amerika Birleşik Devletleri) ve Londra'da (İngiltere) hizmet vermektedir

Ünlü Yatırım; kurumsal finansman danışmanlığı, kurumsal satış ve araştırma, bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi, tahsili gecikmiş alacak yönetimi de dahil olmak üzere birçok branşta finansal danışmanlık ve aracılık hizmeti sunmaktadır. Şirket, bu hizmetlerin yanı sıra kurumsal satış ve araştırma hizmetleri kapsamında; satış, sermaye piyasası işlemlerinde aracılık ve hazine işlemleri gerçekleştirirken; bireysel ve kurumsal yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi başlığı altında bireysel ve kurumsal müşterilerine yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi hizmetleri sağlamaktadır. Şirket ayrıca tahsili gecikmiş alacak yönetimi başlığı altında, Türkiye'de yerleşik bankaların bireysel, KOBİ ve kurumsal tahsili gecikmiş alacak portföylerini devralmak suretiyle alacak yönetimi alanında faaliyet göstermektedir.

Ortaklık Yapısı

Ünlü Yatırım Holding A.Ş. Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Mahmut Levent Ünlü	A	55.092.337	40,00%	55.092.337	31,48%
	B	61.012.109	44,30%	52.748.258	30,14%
The Wellcome Trust Limited as Trustee of the Wellcome Trust	B	13.498.188	9,80%	13.498.188	7,71%
Standard Bank Gorup Limited	B	6.078.838	4,41%	6.078.838	3,47%
Ünlü Yatırım Holding A.Ş.	B	717.843	0,52%	717.843	0,41%
Diğer	B	1.331.527	0,97%	1.331.527	0,76%
Halka Açık				45.533.009	26,02%
Toplam		137.730.842	100,0%	175.000.000	100,0%

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

- Şirket, sermaye artırımını suretiyle elde edeceği halka arz gelirini aşağıdaki tabloda özetlendiği şekilde değerlendirmeyi hedeflemektedir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanları

Bilgi teknolojileri donanım ve yazılım tedariki	10%
Müşterilere sermaye ürünleri bazlı kredilendirme yapılması	25%
Tahsili geçmiş portföy alımları	20%
Şirket'in hazine bölümünde değerlendirilecek	45%

Mali Tablolar

Ünlü Yatırım Holding A.Ş. Bilanço, Bin TL		
VARLIKLAR	2019	2020
Dönen Varlıklar	232.075.051	399.989.943
Nakit ve Nakit Benzerleri	82.130.660	113.013.033
Finansal Yatırımlar	23.658.361	58.636.647
Ticari Alacaklar	81.756.169	170.870.381
Diğer Alacaklar	26.423.849	45.432.365
Türev Araçlar	3.209.997	4.948.509
Peşin Ödenmiş Giderler	11.938.032	4.780.626
Cari Donem Vergisi ile ilgili Varlıklar	2.070.320	-
Diğer Dönen Varlıklar	887.663	2.308.382
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	44.721.057	122.099
Duran Varlıklar	206.126.366	202.513.002
Finansal yatırımlar	1.517.254	1.517.254
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	23.002.892	17.066.712
Ticari Alacaklar	136.529.774	134.210.117
Diğer Alacaklar	142.729	157.094
Maddi Duran Varlıklar	6.973.563	6.275.044
Kullanım Hakkı Varlıkları	3.950.932	10.325.185
Maddi olmayan duran varlıklar	30.385.348	32.792.887
Diğer duran varlıklar	-	11.869
Ertelenmiş Vergi Varlığı	3.623.874	156.840
Toplam Varlıklar	482.922.474	602.625.044

KAYNAKLAR		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	183.000.039	277.731.540
Kısa Vadeli Borçlanmalar	60.245.720	170.261.805
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	90.000.473	51.376.773
Finansal kiralama işlemlerinden borçlar	2.162.067	4.282.870
Diğer finansal yükümlülükler	6.638.246	4.326.194
Türev Araçlar	1.685.043	4.505.403
Ticari Borçlar	3.108.235	6.799.730
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçla	9.604.363	14.410.433
Diğer Borçlar	4.968.212	9.189.662
Ertelenmiş gelirler	36.940	208.325
Donem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	952.797
Kısa Vadeli Karşılıklar	4.537.963	11.167.461
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.777	250.087
Uzun Vadeli Yükümlülükler	91.889.677	80.229.763
Uzun Vadeli Borçlanmalar	66.390.597	43.451.398
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.689.382	7.439.214
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	21.449.981	27.068.105
Uzun vadeli karşılıklar	1.359.717	2.271.046
ÖZKAYNAKLAR	208.018.271	244.644.747
Ödenmiş Sermaye	137.730.842	137.730.842
Geri alınmış paylar	-4.020.977	-4.020.977
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelir ve giderler	331.168	-311.779
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler	41.388.605	17.385.302
Geçmiş yıllar kârları/zararları	19.878.140	32.588.633
Net dönem karı veya zararı	12.710.493	61.272.726
TOPLAM KAYNAKLAR	482.922.474	602.625.044

Ünlü Yatırım Holding A.Ş. Gelir Tablosu, bin TL		
TL	2019	2020
Finansal sektörü faaliyetleri hasılatı	2.013.924.324	2.577.432.828
<i>Yıllık Değişim</i>		28,0%
Finansal sektörü faaliyetleri maliyeti (-)	-1.840.039.765	-2.335.676.218
<i>Yıllık Değişim</i>		26,9%
Brüt Kar	173.884.559	241.756.610
<i>Yıllık Değişim</i>		39,0%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	8,6%	9,4%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-134.728.572	-178.802.900
Pazarlama Giderleri (-)	-7.291.573	-9.282.428
Faaliyet Karı	31.864.414	53.671.282
<i>Yıllık Değişim</i>		68,4%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	1,6%	2,1%
Amortisman	5.342.815	7.560.087
FAVÖK1	37.207.229	61.231.369
<i>Yıllık Değişim</i>		64,6%
<i>FAVÖK1 Marjı</i>	1,8%	2,4%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.620.996	2.925.911
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-134.452	-1.095.846
Esas Faaliyet Karı/Zararı	33.350.958	55.501.347
<i>Yıllık Değişim</i>		66,4%
FAVÖK2	38.693.773	63.061.434
<i>Yıllık Değişim</i>		63,0%
<i>FAVÖK2 Marjı</i>	1,9%	2,4%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	12.293.554	32.740.545
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-4.931.718	-
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan elde edilen gelirler/(giderler)	4.456.829	5.714.352
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	45.169.623	93.956.244
Finansman Gelirleri	54.223.218	98.463.172
Finansman Giderleri (-)	-80.723.702	-115.496.801
Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Karı/Zararı	18.669.139	76.922.615
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	-5.863.044	-15.624.093
Dönem Vergi Gideri	-1.157.383	-3.506.346
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	-4.705.661	-12.117.747
DÖNEM KARI/Zararı	12.806.095	61.298.522

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Ünlü Yatırım'ın halka arz pay fiyatı belirlenirken "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpan Analizi" yöntemleri kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Piyasa çarpanları yönteminde Fiyat/Kazanç (F/K) ve Fiyat/Defter Değeri (F/DD) çarpanları kullanılmıştır. Aşağıdaki tabloda karşılaştırmada kullanılan yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ve detayları ve buna göre bulunan özsermaye değeri bulunmaktadır

- **Yurt İçi Benzer Şirketler:**

Yurt içi benzer şirketler değerlendirilirken aynı sektörde faaliyet gösteren ve ana faaliyet konusu aynı şirketler göz önünde bulundurulmuştur.

- **Yurt Dışı Benzer Şirketler:**

Yurt dışındaki benzer şirketler değerlendirilirken çalışmada yer alacak şirketlerin ana faaliyet konusunun şirket ile aynı olması göz önünde bulundurulmuştur.

Benzer Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (milyon TL)	Fiyat/Kazanç (F/K)	Fiyat/Defter Değeri (F/DD)
Lazard	ABD	4.810	12,5	5,2
Evercore	ABD	5.707	14,7	4,5
Moelis & Co	ABD	3.986	19,7	7,5
Banco BTG Pactual	Brezilya	15.436	16,3	3,2
PJT Partners	ABD	2.764	16,9	10,7
Houlihan Lokey	ABD	4.732	17,3	3,5
Gedik Yatırım	Türkiye	306	16,6	7,4
İş Yatırım	Türkiye	755	6,5	3,2
Info Yatırım	Türkiye	97	10,1	5,2
Osmanlı Yatırım	Türkiye	90	13,2	7,5
Global Menkul	Türkiye	36	13,9	4,2
Ortalama			14,3	5,6
Medyan			14,7	5,2

F/K Çarpanlarına Göre Değerinin Belirlenmesi

Net Kar (31.12.2020)	61.298.522
F/K Medyan	14,7x
Hesaplanan Özsermaye Değeri	899.175.651

F/DD Çarpanlarına Göre Değerinin Belirlenmesi

Özkaynaklar (31.12.2020)	244644747
F/DD Medyan	5,2x
Piyasa Değeri (Milyon TL)	1.262.902.495

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2028 yılları için projekte edilmiştir

Satışlar: 2021-2028 yılları arası Şirket'in satış gelirleri projeksiyonları oluşturulurken ilk önce net satış rakamları tahmin edilmiştir. Bunun için Şirket'in 5 faaliyet alanı için ayrı bir tahmin çalışması yapılmıştır. Kurumsal finansman, Kurumsal satış, Bireysel ve Kurumsal Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yönetimi, Tahsili Gecikmiş Alacaklar (TGA) Yönetimi ve Diğer başlığı altında gelirleri oluşmaktadır.

Giderler: Şirket'in hizmet sektöründe faaliyette olması sebebi ile giderlerinin önemli bir kısmını personel giderleri oluşturmaktadır. Gider projeksiyonu artan danışman sayısı ve gelirlere paralel olarak dağıtılan primlerdeki artışa bağlı olarak projekte edilmiştir.

Yatırım Harcamaları: İş birimlerinin faaliyetlerine devam edebilmesi için gereken teknoloji ve altyapı yatırımlarından ileri gelmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti: İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir. Şirket tarafından faaliyette olduğu finans sektöründe hissedarlara olan nakit akışının daha önemli görülmesi sebebiyle iş modelini, sermaye yapısından arındırılmış, kaldıraç sonrası nakit akışına odaklanan özsermayeye serbest nakit akımları metoduyla değerlemek daha uygun bulunmuştur. Bu nedenle Şirket'i değerlerken indirgeme oranı olarak özsermaye maliyeti kullanılmıştır.

Risksiz Getiri Oranı: Risksiz faiz oranı hesaplanırken, sabit bir faiz oranı kullanılmış, projeksiyon dönemi için 10 yıllık devlet tahvili faiz oranlarının Ocak – Nisan 2021 arasındaki ortalaması olan %14,4 göz önünde bulundurularak %15 alınmıştır. Türkiye devlet tahvili faizlerinde Mart ayından sonra görülen yükselişin göz önünde bulundurularak %15 yerine son dönem oranlarına daha uygun olması açısından %18 veya daha yüksek bir risksiz getiri oranı kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.

Piyasa risk primi: %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.

Beta: 1,0 kullanılmış olup makuldür.

Özsermaye Maliyeti : %20,5 olarak hesaplanmıştır.

Uç değer büyüme oranı: %7 olarak varsayılmış olup tarafımızca makuldür.

Ünlü Yatırım Holding A.Ş.	Hesaplanan özsermaye değeri (TL)	Ağırlık (%)	Şirket Değeri
İndirgenmiş nakit akımları	1.332.569.706	60%	799.541.824
Piyasa çarpanları			
F/K	899.175.651	20%	179.835.130
F/DD	1.262.902.495	20%	252.580.499
Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri			1.231.957.453
Halka Arz iskontosu sonrası			
Ünlü Yatırım Holding A.Ş. Halka Arz Iskontosu Öncesi Öz sermaye Değeri (Milyon TL)			1.231.957.453
Halka Arz Iskontosu (%)			22,9%
HaLka Arz Iskontosu Sonrası Öz sermaye Değeri (Milyon TL)			950.342.810
Sermaye			137.730.842
Halka Arz Iskontosu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)			6,90

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Ünlü Yatırım fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Ünlü yatırım özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- İNA'dan değer tespiti yapılırken firma değeri yerine özkaynağa nakit akışları kullanılmıştır. TGA segmentinden gelirler kaleminde 2021-2028 arasında gelir kaydedileceği varsayılarak 2021'de 128,3 milyon TL ve 2028 yılında 355 milyon TL nakit girdisi öngörülmüştür. Nakit akımlarında da ilave olarak Portföy değer düşüklüğü adı altında 2021'de 26,3 ve 2028'de 72,7 milyon TL nakit girdisi öngörülmüştür. Portföy değer düşüklüğü açıklaması olarak 2 dönem arasındaki gayrinakdi farklar olduğu ifade edilmiştir. bu sebeple portföy değer düşüklüğünün nakit akımlarına eklenmemesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Özkaynağa nakit akımı üzerinden değerlendirilmesine rağmen Şirket'in 2028 yılında 128,4 milyon TL kredi kullanarak nakit akımına eklenmiştir. Uç değere giderken nakit akımına bu rakamın eklenmesi şirkete her yıl sonsuza kadar bu tutarda naktin ekleneceği anlamına gelmektedir. Bu varsayımın makul olmadığı kanaatindeyiz. Özkaynak yerine firma değerine nakit akımları hesaplanarak finansal gelir ve gideri elimine ettiğimizde elde ettiğimiz nakit akımlarını %19 AOSM varsayımıyla indirgeyerek İNA'dan 839 milyon TL Firma Değeri elde ediyoruz. Bu rakamdan 168 milyon TL net finansal borcu düştüğümüzde Şirketin piyasa değerini 671 milyon TL hesaplıyoruz.
- Şirket'in çarpan analizi çalışması için Şirket'in finansal hizmetler veren bir şirket olması sebebiyle Piyasa Çarpanları yönteminde F/K ve F/DD çarpanlarının kullanılmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Yurtdışı benzer şirketlerin çarpan değerlendirilmesine dahil edilmesini makul bulmak ile birlikte yurtdışından seçilen şirketlerin değerlendirilme yapılan şirket ile ölçeklerinin ve ülke piyasa yapılarının farklı olduğu kanaatindeyiz.
- F/K çarpanından değer hesaplarken 2020 yılında Şirket'in faaliyetlerini durdurduğu SICAR fonundan elde edilen ve yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirler altında sınıflanan 32,4 milyon TL'lik gelirin net kardan elimine edilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Böylelikle 14,7x çarpanla normalize edilmiş 34,4 milyon TL dönem karının çarpılmasıyla F/K çarpanından Şirket için 506,6 milyon TL değer hesaplıyoruz.
- Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" ve "Piyasa Çarpanları" yöntemleri kullanılmıştır. Bu iki yöntem sırasıyla %60 ve %40 ağırlıklandırılarak halka arz öncesi özsermaye değeri 1.231.957.453 olmuştur. Bulunan özsermaye değerine %22,90 halka arz iskontosu uygulanarak 6,90 TL halka arz pay değerine ulaşılmıştır.
- BMD olarak firma değerine nakit akımı ve F/K'da yapılan düzeltme sonrasında Şirket için aynı ağırlıklar kullanarak 756,5 milyon TL değer tespit ediyoruz. Pay başı 5,49 TL'ye denk gelen bu değerle halka arz fiyatının %25,6 primli olduğunu hesaplıyoruz. Şirket'in bir holding olması ve iştirakleri üzerinden faaliyetlerini yürütmesi nedeniyle de ilave bir holding (Net Aktif Değer) iskontosu uygulanması gerektiğini de düşünüyoruz. Bu sebeple 6,90 TL olan pay başı talep toplama fiyatının makul olmadığı kanaatindeyiz.

BMD Değerleme	Hesaplanan değer (TL)	Ağırlık (%)	Şirket Değeri
İndirgenmiş nakit akımları	671.027.819	60%	402.616.691
F/K	506.591.615	20%	101.318.323
F/DD	1.262.902.495	20%	252.580.499
Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri			756.515.513
Pay Başı Değer			5,49
Halka Arz Fiyatı			6,90
Halka Arz Primi			25,6%