İşbu rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği' nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Halk Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin Birikim Varlık Yönetim A.Ş. ("Birikim Varlık" ve/veya "Şirket" ve/veya "İhraççı") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

Halka Arz Bilgileri				
Halka Arz Özeti	Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (TL)	50.000.000	Toplam Halka Arz Edilecek Pay (TL)	12.000.000
	Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye (TL)	56.000.000	Halka Açılacak Oran (%)	21,43%
	Sermaye Arttırımı (TL)	6.000.000	Halka Arz Satış Fiyatı (TL)	14,20 TL
	Mevcut Pay Satışı (TL)	6.000.000	Satış Yöntemi	Sabit fiyatla talep toplama - En iyi Gayret Aracılığı

1.Şirket Faaliyetleri Hakkında Önemli Bilgiler

Şirket, BDDK'nın 21.04.2016 tarihli ve 6858 sayılı kararı ile kuruluş izni verilmesini takiben, 03.10.2016 tarihinde 10.000.000 TL'lik ödenmiş sermaye ile kurulmuştur. BDDK'nın 13.03.2018 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 08.03.2018 tarihli ve 7753 sayılı kararı ile Bankacılık Kanunu'nun 143. Maddesi ve Mülga VYS Yönetmeliği'nin 6. maddesi çerçevesinde Şirket'e faaliyet izni verilmiştir. Faaliyet izninin alınmasını takiben, mevcut organizasyon yapısı güçlendirilerek ve personel sayısı artırılarak fiilen varlık yönetim şirketi olarak faaliyetlere başlanmıştır.

Şirket, 14.04.2011 tarihinde kurulmuş olan Final Varlık'ı 11.05.2018 tarihli ve 2018/9 sayılı yönetim kurulu kararı ile tüm hak, alacak ve borçları ile birlikte kolaylaştırılmış birleşme yoluyla devralmaya karar vermiştir. Bu doğrultuda, söz konusu birleşme işlemi için Şirket 11.05.2018 tarihli ve 51 sayılı yazısı ile BDDK'ya başvurmuş ve BDDK söz konusu birleşme işlemine 06.09.2018 tarihli ve 12509071-110.01.03-E.11240 sayılı yazısı ile onay vermiştir ve 21.09.2018 tarihinde Final Varlık tüm aktif ve pasifi ile kül halinde devir olarak Şirket ile birleşmiştir.

Bu çerçevede, birleşme işleminde aynı ortaklık yapısına sahip iki şirketin, mevzuattan faydalanılmasını teminen ve sektör uygulamasına paralel olarak, BDDK onay ile birleşmesi söz konusudur. Dolayısıyla Birikim Varlık, Final Varlık'ın devamı niteliğinde faaliyetlerini sürdürmek amacıyla kurulmuş ve birleşme işlemini gerçekleştirmiştir.

Güncel durumda varlık yönetim şirketlerinin yaptıkları işlemler çeşitli vergi ve harçlardan kuruluş tarihine bakılmaksızın istisna tutulmuştur. Bundan sonra sektördeki şirketlerin her 5 yılda yeni bir şirket kurması ve kurulan bu şirket ile birleşmesi söz konusu olmayacaktır.

Kuruluş ve Ortaklık Yapısı

Ortağın Ünvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	TL	%	TL	%
Altınhas Yatırım Holding A.Ş.	47.823.456	95,65%	41.823.456	74,68%
Ak Faktoring A.Ş.	2.176.544	4,35%	2.176.544	3,89%
Halka Açık	-	-	12.000.000	21,43%
Toplam	**50.000.000**	**100,00%**	**56.000.000**	**100,00%**

2.Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket'in halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, Şirket'e değer yaratacak yatırım fırsatlarının fonlanması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Şirket'in, sermaye artırımı dolayısıyla ihraç edilecek yeni payların halka arzı neticesinde elde edeceği 85.200.000 TL brüt halka arz gelirinden, 3.971.750 TL tutarındaki masraf ve maliyetler düşüldükten sonra toplamda 81.228.250 TL kaynak elde etmesi planlamaktadır. Kaynağın aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarla kullanılması planlanmaktadır.

- Yeni Portföy Alımları: Halka arzdan Şirket tarafından elde edilecek olan net gelirlerin %75'inin, Şirket tarafından portföy alımı amacıyla kullanılması planlanmaktadır. Söz konusu portföy alımlarının meblağları ve zamanlamaları TGA (tahsili geçmiş alacak) ihalelerinin zamanlarına ve bu ihalelerde belirlenecek fiyatlara göre belirlenecektir.
- Finansal Borç Ödemesi: Halka arzdan Şirket tarafından elde edilecek olan net gelirlerin %25'inin, Şirket'in Takasbank'a olan ve aşağıdaki tabloda detaylarına yer verilen Türk Lirası cinsinden vadeli kredileri tahtında ödemeler yapılarak finansal giderlerinin azaltılması amacıyla kullanılması ve bunun neticesinde, Şirket karlılığının ve dolayısıyla özkaynaklarının güçlendirilmesi planlanmaktadır.

Şirket, halka arzdan elde edilen net gelirleri, yukarıda yer alan alanlarda kullanmaya başlayana kadar Türk Lirası bazlı vadeli mevduat ve/veya Türk Lirası Yatırım Fonlarında nemalandırılacaktır. Anılan süre boyunca ilgili fonun hangi yöntemler ile nemalandırılacağına ve nemalandırmanın koşullarına global ve yerel ekonomik koşullar çerçevesinde Şirket menfaatlerine uygun olarak karar verilecektir.

3.Özet Finansallar

Gelir Tablosu (Bin TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022
Faiz Gelirleri	122.606	113.370	331.198	63.162	284.041
Faiz Giderleri	(48.202)	(26.097)	(20.165)	(11.017)	(11.507)
Net Faiz Geliri/Gideri	**74.404**	**87.273**	**311.033**	**52.144**	**272.534**
Verilen Ücret ve Komisyonlar	(4.017)	(3.114)	(2.349)	(1.274)	(1.929)
Personel Giderleri	(25.418)	(16.045)	(18.427)	(7.602)	(12.928)
Ticari Kar / Zarar (Net)	12	9	0	0	0
Diğer Faaliyet Gelirleri	5.463	3.767	12.657	7.764	4.699
Faaliyet Brüt Karı	**50.444**	**71.890**	**302.915**	**51.031**	**262.376**
Beklenen Zarar Karşılıkları	(27.767)	(48.608)	(91.819)	(26.284)	(55.979)
Diğer Faaliyet Giderleri	(18.477)	(15.722)	(20.552)	(6.636)	-14.982
Net Faaliyet Karı/Zararı	**4.200**	**7.560**	**190.544**	**18.112**	**191.415**
Dönem Net Karı / Zararı	**3.298**	**5.731**	**161.493**	**14.223**	**142.108**

(Bin TL)	2019	2020	2021	30.06.2021	30.06.2022	Yıllıklandırılmış
Düzeltilmiş FVÖK	46.020	29.051	206.115	27.377	185.885	364.623
Düzeltilmiş FAVÖK	67.317	61.673	140.791	43.877	70.846	167.760

4.Değerleme

Şirketin halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki değerleme yaklaşımları kullanılmıştır.

1. Gelir Yaklaşımı
2. Pazar Yaklaşımı

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Risksiz Faiz Oranı	20,00%	17,50%	17,50%	17,50%	17,50%	17,50%	17,50%	17,50%	17,50%	17,50%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Enflasyon*	64,00%	32,0%	24,0%	22,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Şirket Risk Primi	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Sermaye Maliyeti	27,0%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)	26,0%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Maliyeti	19,5%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Borç / Varlık	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%
AOSM	**25,0%**	**22,5%**	**22,5%**	**22,5%**	**22,5%**	**22,5%**	**22,5%**	**22,5%**	**22,5%**	**22,5%**	**20,0%**	**20,0%**	**20,0%**	**20,0%**	**20,0%**

*Halk Yatırım Enflasyon tahmini

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)

İNA (mn TL)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Düzeltilmiş FAVÖK	187	264	332	391	480	580	702	839	991	1.163	1.263	1.483	1.714	1.957	2.215
FAVÖK Üzerinden Vergi	47	66	83	98	120	145	176	210	248	291	316	371	428	489	554
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Yatırımlar	123	162	201	245	294	338	389	448	515	592	651	716	788	867	953
Serbest Nakit Akımları	**17**	**36**	**48**	**48**	**65**	**96**	**138**	**182**	**229**	**280**	**296**	**396**	**497**	**601**	**708**
İndirgeme Faktörü	1,3	1,5	1,9	2,3	2,8	3,5	4,2	5,2	6,3	7,8	9,3	11,2	13,5	16,2	19,4
İndirgenmiş Nakit Akışları	**14**	**23**	**26**	**21**	**23**	**28**	**33**	**35**	**36**	**36**	**32**	**35**	**37**	**37**	**37**

Projeksiyon Dönemi	**452**
Sonsuz Büyüme	5%
2036 Sonrası Değeri	255
Şirket Değeri	**707**
Net Finansal Borç*	**94**
Özkaynak Değeri	613
Değerleme Faktörü	1,08
Özsermaye Değeri	665
Ödenmiş Sermaye	50

Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi (İD/FAVÖK, F/K çarpanı)

F/K Çarpan Analizi Tablosu	F/K Çarpanı	Yıllıklandırılmış Net Kar	Özkaynak Değeri
Yurtiçi Benzer Şirketler	6,07	289	1.757
Yurtdışı Benzer Şirketler	6,51	289	1.884

İD/FAVÖK Çarpan Analizi Tablosu	İD/Düzeltilmiş FAVÖK	Yıllıklandırılmış İD/ Düzeltilmiş FAVÖK	Şirket Değeri	Net Finansal Borç	Özkaynak Değeri
Yurtdışı Benzer Şirketler	7,19	168	1.206	94	1.113

Değerleme Sonucu

Nakit Akımları ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırılması sonucunda hesaplanan özsermaye değeri aşağıda gösterilmiştir.

Değerleme Sonucu	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	664.732.329	70,00%	465.312.630
Yurtiçi Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	1.756.533.046	10,00%	175.653.305
Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	1.883.859.989	10,00%	188.385.999
Yurtdışı Benzer Şirketler (İD/FAVÖK Çarpanı)	1.112.692.410	10,00%	111.269.241
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri			940.621.175
Pay Başına Birim Değer			18,81

Yapılan ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi piyasa değeri **940,6 milyon TL**, hisse başına birim pay fiyatı **18,81 TL** olarak hesaplanmaktadır. Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, halka arz öncesi pay başına değer üzerinden halka arz öncesi iskonto oranı **%24,5** olarak hesaplanmaktadır.

Sonuç	(TL)
Nominal Sermaye Tutarı	50.000.000
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	940.621.175
Halka Arz Öncesi Pay Başına Değer	18,81 TL
Halka Arz İskontosu	%24,5
Halka Arz Pay Fiyatı	14,20 TL

5.Halka Arz Hakkında Nihai Değerlendirme

- Fiyat Tespit Raporu'nda Birikim Varlık Yönetimi hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.
- Birikim Varlık Yönetimi için yapılan değerleme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Çarpan Analizi" kullanılmıştır. Kullanılan değerleme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi'ne sırasıyla %70 - 30 ağırlık verilmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.

Kullanılan değerleme yöntemi sonrasında %24,5 iskonto oranı uygulanarak 14,20 TL pay başına fiyat hesaplanmıştır.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.