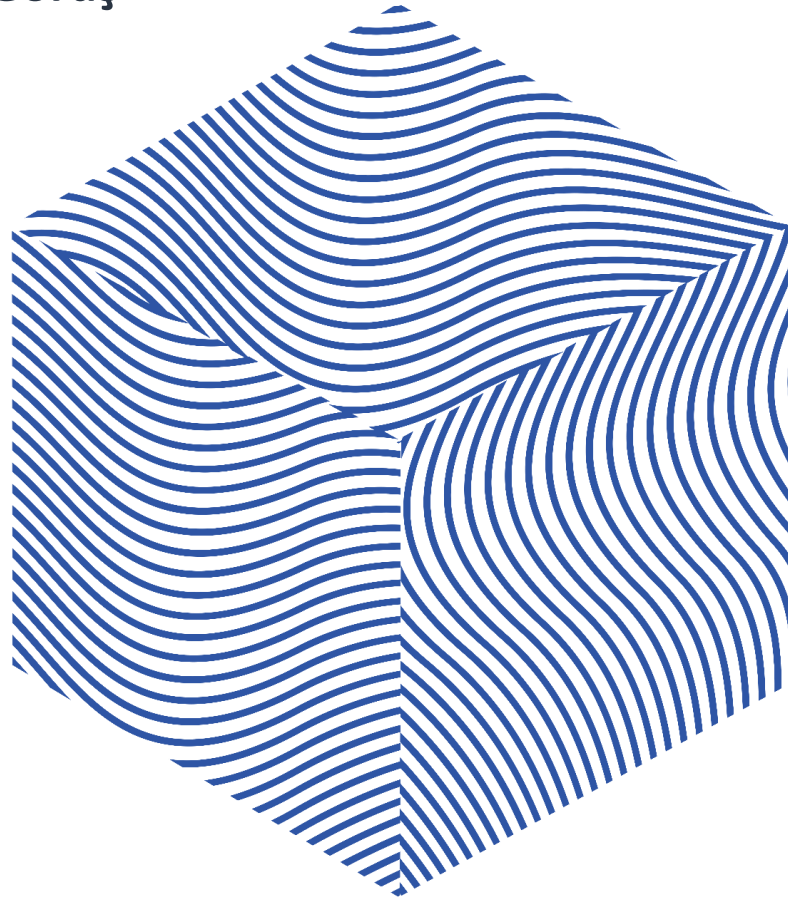




A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

6 Haziran 2023



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	5
3	Finansal Durum	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	8
4.1	Pazar Yaklaşımı	8
4.1.1	Yurtiçi Benzer Şirketler	8
4.1.2	Yurtdışı Benzer Şirketler	8
4.1.3	Çarpan Analizi Özet.....	9
4.2	Özsermaye Artık Getiri Modeli	10
4.3	Sonuç	11
5	Görüş	12
5.1	Pazar Yaklaşımı	12
5.2	Özsermaye Artık Getiri Modeli	12

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("**İş Yatırım**") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("**A1 Capital**") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("**A1 Capital**", "**Şirket**") paylarının halka arzı kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("**Vakıf Yatırım**") hazırladığı 27 Mart 2023 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Konsorsiyum Lideri	A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Bireysel Yatırımcılar ve Çalışanlardan Oluşan Yatırımcılar için Eşit, Kurumsal Yatırımcılar için Serbest
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%25,93
Halka Arz Metodu	%100 Sermaye Artırımı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	Sermaye Artırımı: 35.000.000 TL
Ek Satış	Planlanmamaktadır
Satmama Taahhüdü	İhraççı için 1 yıl, Ortaklar için 180 gün
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %79 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %20 Çalışanlardan Oluşan Yatırımcılar: %1
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
Halka Arz Büyüklüğü	875.000.000 TL
Talep Toplama	7-8-9 Haziran 2023
Halka Arz Fiyatı	25,00 TL
BİST İşlem Kodu	A1CAP
Bağımsız Denetçi	PKF Aday Bağımsız Denetim A.Ş. Ve ATA Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Güler Holding	A	6.072.000	6,1%	6.072.000	4%
	B	37.927.900	37,9%	37.927.900	28%
RTA Laboratuvarları	A	5.676.000	5,7%	5.676.000	4%
	B	37.324.000	37,3%	37.324.000	28%
İCG Finansal	A	1.452.000	1,5%	1.452.000	1%
	B	8.548.000	8,5%	8.548.000	6%
Fatma KARAGÖZLÜ	B	3.000.000	3,0%	3.000.000	2%
Murat GÜLER	B	100	0,0%	100	0%
Halka Açık	B	-	0,0%	35.000.000	26%
TOPLAM		100.000.000	100%	135.000.000	100%

Kaynak: İzahname



Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdesel Aralık
İşletme Sermayesi Finansmanı	100%

Kaynak: İzahname

Şirket'in halka arzdan elde edeceği fonun, halka arz giderleri düşüldükten sonra kalan kısmının, yürütmekte olduğu yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerin sunumu kapsamında duyduğu işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında kullanılması planlanmaktadır.

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi, 1990 yılında İstanbul, Türkiye'de Form Menkul Değerler A.Ş. adıyla kurulmuş ve tescil edilmiştir. Şirket'in unvanı 26 Şubat 2008 tarihinde Credit Agricole Cheuvreux Menkul Değerler A.Ş. olarak 10 Mayıs 2013 tarihinde ise A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 21 Mayıs 2015 tarihinde A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş unvanını almıştır.

Şirket, 2014 yılında aynı sektörde faaliyette bulunan Ulus Menkul Değerler A.Ş.'nin paylarının tamamını satın almaya karar vermiş olup, Pay Devrine Kurulun 23.01.2015 Tarih ve 2015/2 sayılı toplantısında izin verilmiştir. Daha sonra Sermaye Piyasası Kurulu'nun 28.04.2015 tarih ve 11 sayılı toplantısında Şirket tarafından Ulus Menkul Değerler A.Ş.'nin %100 oranında devralınması suretiyle TTK'nın 155 ve 156'ncı maddeleri uyarınca kolaylaştırılmış birleşmesine izin verilmiş olup, söz konusu birleşme sözleşmesi İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğüne 14.05.2015 tarihinde tescil edilmiş olup, 21.05.2015 tarih ve 8824 sayılı Ticaret Sicil Gazetesinde ilan edilmiştir.

Şirket, 2015 yılında aynı sektörde faaliyette bulunan Ay Borsa Menkul Değerler Ticaret A.Ş.'nin paylarının tamamını satın almaya karar vermiş olup, Pay Devrine Kurulun 29.01.2016 Tarih ve 32992422-205.01.07-E.1153 sayılı yazısıyla izin verilmiştir. Daha sonra Sermaye Piyasası Kurulunun 15.02.2016 tarih ve 05 sayılı toplantısında Şirket tarafından Ay Borsa Menkul Değerler Ticaret A.Ş.'nin %100 oranında devralınması suretiyle TTK'nın 155 ve 156'ncı maddeleri uyarınca kolaylaştırılmış birleşmesine izin verilmiş olup, söz konusu birleşme sözleşmesi İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğüne 19.07.2016 tarihinde tescil edilmiş, 25.07.2016 tarih ve 9122 sayılı Ticaret Sicil Gazetesinde ilan edilmiştir.

Şirket, 2018 yılında aynı sektörde faaliyette bulunan Alkhair Capital Menkul Değerler A.Ş.'nin paylarının tamamını satın almaya karar vermiş olup, Pay Devrine Kurulun 20.07.2018 Tarih ve 32992422-205.01.07-E.1153 sayılı yazısıyla izin verilmiştir. Daha sonra Sermaye Piyasası Kurulunun 20.12.2018 tarih ve 64 sayılı toplantısında Şirket tarafından Alkhair Capital Menkul Değerler A.Ş.'nin %100 oranında devralınması suretiyle TTK'nın 155 ve 156'ncı maddeleri uyarınca kolaylaştırılmış birleşmesine izin verilmiş olup, söz konusu birleşme sözleşmesi İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğüne 27.12.2018 tarihinde tescil edilmiş, 03.01.2019 tarih ve 9737 sayılı Ticaret Sicil Gazetesinde ilan edilmiştir.

6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi, Sermaye Piyasası Kurulu'na Faaliyet Belgelerini yenilemek amacıyla başvurmuş, 26 Ocak 2016 tarihinde "Geniş Yetkili" Aracı Kurum Yetki Belgesi almıştır. İşlem Aracılığı Faaliyeti, Portföy Aracılığı Faaliyeti, Bireysel Portföy Yöneticiliği Faaliyeti, Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti, Halka Arz Aracılık Faaliyeti, Sınırlı Saklama Hizmeti yetkilerine sahiptir.



3 Finansal Durum

Şirket'e ilişkin bilanço ve gelir tablosuna aşağıda yer verilmektedir.

Tablo 4: Bilanço

BİLANÇO			
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	16.639.770	138.616.535	365.280.907
Finansal Yatırımlar	6.004.075	51.078.955	434.489.875
Ticari Alacaklar	386.119.734	657.136.685	1.623.290.408
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	375.704	5.529.213	-
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	385.744.030	651.607.472	1.623.290.408
Diğer Alacaklar	25.621.371	3.489.822	15.057.664
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	6.714.300	150.500	6.296.000
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	18.907.071	3.339.322	8.761.664
Peşin Ödenmiş Giderler	370.835	1.186.756	832.574
Diğer Dönen Varlıklar	17.708.190	-	321.633
Dönen varlıklar	452.463.975	851.508.753	2.439.273.061
Finansal Yatırımlar	6.085.216	6.085.216	6.085.265
Diğer Alacaklar	1.702.113	2.526.568	6.532.863
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	1.702.113	2.526.568	6.532.863
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	2.205.000	2.205.000	11.220.000
Maddi Duran Varlıklar	2.060.079	27.244.796	34.566.404
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	562.160	143.192	2.711.378
Kullanım Hakkı Varlıkları	2.449.269	3.840.953	3.823.085
Duran varlıklar	15.063.837	42.045.725	64.938.995
Toplam Varlıklar	467.527.812	893.554.478	2.504.212.056
Kısa Vadeli Borçlanmalar	133.340.530	224.452.003	816.409.657
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	732.047	8.157.606	4.261.029
Ticari Borçlar	128.585.191	330.388.489	661.378.536
- İlişkili taraflara ticari borçlar	-	5.077.054	21.898
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	128.585.191	325.311.435	661.356.638
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	960.565	1.738.082	3.040.488
Diğer Borçlar	37.181.768	3.595.712	11.787.973
- İlişkili taraflara diğer borçlar	34.595.339	-	-
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	2.586.429	3.595.712	11.787.973
Ertelenmiş Gelirler	2.966	274.882	315.880
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	22.272.529	12.955.475	24.643.943
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.852.756	6.670.834	42.939.247
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	440.814	805.937	1.982.285
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	2.411.942	5.864.897	40.956.962
Kısa Vadeli Yükümlülükler	325.928.352	588.233.083	1.564.776.753
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.092.204	6.343.936	6.865.573
Uzun Vadeli Karşılıklar	678.404	1.193.247	2.881.721
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	678.404	1.193.247	2.881.721
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	36.209	1.158.407	61.769.834



BİLANÇO			
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.806.817	8.695.590	71.517.128
Ödenmiş Sermaye	50.000.000	100.000.000	100.000.000
Paylara İlişkin Primler	47.991	47.991	47.991
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(63.995)	(78.071)	(180.086)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	3.855.678	3.855.678	3.855.678
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	1.364.512	5.210.932	10.461.754
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	10.418.879	79.742.037	182.338.453
Net Dönem Karı/ (Zararı)	73.169.578	107.847.238	571.394.385
Toplam Özkaynaklar	138.792.643	296.625.805	867.918.175
Toplam Kaynaklar	467.527.812	893.554.478	2.504.212.056

Kaynak: Bağımsız Denetçi Raporu

Tablo 5: Gelir Tablosu

Gelir Tablosu			
(TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Hasılat	3.258.373.175	6.383.982.336	15.159.066.695
Satışların Maliyeti	(3.110.426.796)	(6.112.774.232)	(14.158.730.436)
Brüt Kar	147.946.379	271.208.104	1.000.336.259
Genel Yönetim Giderleri	(35.416.787)	(58.936.746)	(113.099.813)
Pazarlama Giderleri	(30.188.215)	(40.223.782)	(75.469.378)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	34.991.047	57.187.567	126.861.602
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(11.276.521)	(27.901.735)	(67.748.918)
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	106.055.903	201.333.408	870.879.752
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	449.296	777.230	10.183.521
Finansman Geliri / (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı / (Zararı)	106.505.199	202.110.638	881.063.273
Finansman Gelirleri	3.252.775	6.928.908	6.922.275
Finansman Giderleri	(14.052.233)	(59.348.374)	(159.282.434)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	95.705.741	149.691.172	728.703.114
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Gelir / (Gideri)	(22.536.163)	(41.843.934)	(157.308.729)
- Dönem Vergi Gideri	(22.272.529)	(40.718.217)	(96.671.798)
- Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	(263.634)	(1.125.717)	(60.636.931)
Dönem Net Karı / (Zararı)	73.169.578	107.847.238	571.394.385

Kaynak: Bağımsız Denetçi Raporu



4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 27 Mart 2023 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) ve gelir yaklaşımı (indirgenmiş nakit akımları) yaklaşımı dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı methodologyyla yapılan değerlemede Vakıf Yatırım tarafından çarpan analizi metodu tercih edilmiş ve Piyasa Değeri/Defter Değeri ("PD/DD") ve Fiyat/Kazanç ("F/K") çarpanı kullanılmıştır. Fiyat/Kazanç çarpanı olarak şirketin ana ortaklık net dönem karı dikkate alınarak piyasa değerinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Bunun yanı sıra Piyasa Değeri/Defter Değeri şirketin öz kaynakları ile şirket değerinin hesaplanmasında kullanılmaktadır.

Çarpan analizi kapsamında benzer özellik gösteren şirketler aracı kurumlar sektöründeki yurtiçi benzer şirketler ve aracı kurumlar sektöründeki yurtdışı benzer şirketler altında incelenmiştir. Çarpanların hesaplanmasında 27.03.2023 kapanış tarihli Capital IQ verilerinin dikkate alındığı belirtilmiştir.

4.1.1 Yurtiçi Benzer Şirketler

Yurtiçi benzer şirketlerinin F/K ve PD/DD çarpanları aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 4: Yurtiçi Benzer Şirketler F/K ve PD/DD Çarpanları

Şirket Adı	PD/DD (Son 12 Aylık)	F/K (Son 12 Aylık)
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	1,9x	6,5x
Global Menkul Değerler A.Ş.	3,9x	8,3x
Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2,5x	2,9x
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2,5x	3,8x
Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2,2x	3,7x
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	6,0x	7,1x
Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	5,1x	23,6x
Yurt İçi (Medyan)	2,5x	7,1x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi Benzer Şirketlerinin PD/DD değeri 2,5x ve F/K değeri 7,1x olarak hesaplanmıştır.

4.1.2 Yurtdışı Benzer Şirketler

Yurtdışı benzer şirketlerinin F/K ve PD/DD çarpanları aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 8: Yurtdışı Benzer Şirketler F/K ve PD/DD Çarpanları

Şirket Adı	PD/DD (Son 12 Aylık)	F/K (Son 12 Aylık)
Barita Investments Limited	2,8x	23,4x
Compagnie Financiere Tradition SA	0,0x	9,6x
Gulf Investment House K.S.C.P.	3,7x	24,5x
Share India Securities Limited	6,0x	11,6x
5K Securities Co. Ltd.	0,4x	57,4x
Viet Capital Securities Joint Stock Company	2,1x	15,6x
Yurt Dışı (Medyan)	2,8x	11,6x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



Yurtdışı Benzer Şirketlerin PD/DD değeri 2,8x ve F/K değeri 11,6x olarak hesaplanmıştır.

4.1.3 Çarpan Analizi Özet

İki yöntemden yurtiçi benzer şirketler çarpanlarına %100 ve yurtdışı benzer şirketler çarpanlarına %0 ağırlık verilmiştir. Yöntemlerde kullanılan F/K ve PD/DD çarpanları ise eşit ağırlıklandırılmıştır. Çarpan analizi sonucu Şirket'in piyasa değeri **3.095.754.431 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 9: F/K Çarpanına Göre Değerleme

F/K Çarpanına Göre Değerleme	F/K (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi	7,1x	100%
Yurt dışı	11,6x	0%
Ağırlıklandırılmış F/K	7,1x	
Net kar (31.12.2022 itibarıyla son 12 aylık) - TL	571.394.385	
Özsermaye Değeri -TL	4.062.271.241	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 10: PD/DD Çarpanına Göre Değerleme

PD/DD Çarpanına Göre Değerleme	PD/DD (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi	2,5x	100%
Yurt dışı	2,8x	0%
Ağırlıklandırılmış F/K	2,5x	
Defter Değeri (31.12.2022 itibarıyla) - TL	867.918.175	
Özsermaye Değeri -TL	2.129.237.621	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 11: Çarpan Analizine Göre Değerleme Özeti

Çarpan Analizine Göre Değerleme Özeti	PD/DD (Son 12 Aylık)	Ağırlık
F/K	4.062.271.241	50%
PD/DD	2.129.237.621	50%
Özsermaye Değeri -TL	3.095.754.431	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Özsermaye Artık Getiri Modeli

Vakıf Yatırım tarafından yapılan özsermaye artık geliri modeli Şirket tarafından sağlanan bilgiler baz alınarak 2023-2032 periyodu için hazırlanmıştır.

Özsermaye Artık Getiri Modeli'ne göre; i) Şirket için gelecek 10 yıllık projeksiyon dönemi için (2023-2032) tespit edilen özsermaye artık getirilerinin bugünkü değeri, ii) Nihai özsermaye artık getirisinin (uç değer) bugünkü değeri ve iii) Şirket'in 31.12.2022 sonu itibarıyla özsermayesi toplanarak Şirket özsermaye değeri tespit edilmektedir. Özsermaye Artık Getiri Modeli kapsamında Şirket için gelecek 10 yıllık projeksiyon dönemine yönelik (2023-2032) özsermaye artık getirilerinin bugünkü değerleri hesaplanmış olup 2.180.748.662 TL olarak tespit edilmiştir. Nihai özsermaye artık getirisinin (uç değer) bugünkü değeri hesaplanırken, uç değer büyüme oranı %5,0 olarak dikkate alınmış ve nihai özsermaye artık getirisinin bugünkü değeri 1.104.439.194 TL olarak tespit edilmiştir. Şirket'in 31.12.2022 itibarıyla özsermaye değeri 867.918.175 TL'dir. Buna göre, Özsermaye Artık Getiri Modeli sonucunda Şirket özsermaye değeri 4.153.106.031 TL olarak hesaplanmaktadır.

Özsermaye Artık Getiri Modeli aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Tablo 12: Özsermaye Artık Getiri Modeli

Özsermaye Artık Getiri Modeli (TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net dönem karı	461.152.602	619.142.435	762.031.592	897.928.166	1.013.741.527	1.160.734.049	1.329.040.486	1.521.751.356	1.742.405.303	1.995.054.072
Ödenmiş sermaye	100.000.000	100.000.000	100.000.000	100.000.000	100.000.000	100.000.000	100.000.000	100.000.000	100.000.000	100.000.000
Temettü dağıtım oranı	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Dönem sonu özsermaye defter değeri	887.955.269	1.154.175.623	1.436.893.266	1.741.196.159	2.052.595.153	2.418.335.980	2.834.789.227	3.309.308.194	3.850.312.412	4.467.442.242
Sermaye maliyeti	22,89%	22,39%	21,89%	21,39%	20,89%	20,89%	20,89%	20,89%	20,89%	20,89%
Risksiz faiz oranı	17,40%	16,90%	16,40%	15,90%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%
Risk primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye	203.252.961	258.419.922	314.535.936	372.441.858	428.787.128	505.190.386	592.187.470	691.314.482	804.330.263	933.248.684
Özsermaye artık	257.899.641	360.722.513	447.495.656	525.486.308	584.954.400	655.436.662	736.853.016	830.436.874	938.075.040	1.061.805.387
İskonto faktörü	0,85	0,70	0,58	0,48	0,40	0,34	0,28	0,23	0,19	0,16
İndirgenmiş özsermaye artık getirisi	220.305.714	252.661.470	258.764.417	253.182.683	236.786.492	220.048.943	203.990.196	190.171.170	177.699.111	167.138.465

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sermaye Maliyeti hesaplamasında kullanılan parametreler aşağıdaki açıklamalar çerçevesinde hesaplanmıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29. maddesi uyarınca, tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaları gerekli görülmektedir. Şirket için tespit edilen özsermaye artık getirilen Sermaye Maliyeti ile bugüne indirgenmiştir. Sermaye Maliyeti hesaplamasında Finansal Varlık Fiyatlama Modeli kullanılmıştır (Sermaye Maliyeti=Risksiz Faiz Oranı-Risk Primi*Beta). Sermaye Maliyeti hesaplamasında kullanılan parametreler aşağıda açıklanmıştır.

- Risksiz faiz oranı: Gelecek dönemde enflasyonda düşüş öngörülerimiz doğrultusunda risksiz faiz oranında kademeli düşüş öngörülmüş ve risksiz faiz oranı olarak 2023 yılı için %17,4 kullanılmış olup, 2024 yılı için %16,9, 2025 yılı için %16,4, 2026 yılı için %15,9, 2027 yılı ve sonraki yıllar için %15,4 düzeyinde sabit tutulmuştur.
- Risk primi: Projeksiyon dönemi boyunca risk priminin %5,5 düzeyinde olacağı varsayılmaktadır.
- Beta: A1 Capital için "Kaldıraçlı Beta" hesaplanmıştır. Söz konusu hesaptamada Çarpan Analizi'nde kullanılan yurt içi benzer şirketlerin kaldıraçlı betaları üzerinden kaldıraçsız betaları hesaplanmış ve ortalama halka açık piyasa değerleri ile ağırlıklandırılarak A1 Capital için "Referans Kaldıraçsız Beta" belirlenmiştir. Söz konusu "Referans Kaldıraçsız Beta" ile A1 Capital'in 2022 sonu itibarıyla Toplam Yükümlülükler/Toplam Özsermaye oranı ve 2023 yılı için geçerli olan %20 seviyesindeki kurumlar vergisi oranı baz alınarak 0,55x seviyesinde "Kaldıraçlı Beta" hesaplanmış ve Beta hesaplamasına ilişkin tablolar aşağıda sunulmuştur. Söz konusu hesaplama sonucunda daha düşük Beta katsayısına



ulaşılmasına rağmen temkinli olmak adına Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta katsayısı 1,0x olarak dikkate alınmıştır.

Tablo 13: Özsermaye Artık Getiri Modeli Değerleme Sonucu

Özsermaye Artık Getiri Modeli - Sonuç	TL
İndirgenmiş özsermaye artık getirilerinin toplamı	2.180.748.662
Özsermaye değeri (31.12.2022 itibarıyla)	867.918.175
Devam eden özsermaye artık getirisinin bugünkü değeri	1.104.439.194
Projeksiyon dönemi son döneme ait özsermaye artık getirisi	1.061.805.387
Devam eden değer büyüme oranı	5,00%
Özsermaye maliyeti	20,89%
Özsermaye maliyeti-büyüme oranı	15,90%
Devam eden değer	7.016.335.158
İskonto faktörü	0,16
İndirgenmiş devam eden özsermaye artık getirisi	1.104.439.194
Toplam Özsermaye Değeri	4.153.106.031

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Modele göre özsermaye değeri **4.153.106.031 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.3 Sonuç

Sonuç olarak:

Değerleme çalışması kapsamında gelir yaklaşımı ve Özsermaye Artık Modeli eşit ağırlıklandırılmıştır.

Bu kapsamda söz konusu ağırlıklandırma sonucunda Vakıf Yatırım tarafından hesaplanan piyasa değeri aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 14: Değerleme Özeti

A1 Capital - Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
Özsermaye Artık Getiri Modeli	4.153.106.031	50%
Çarpan Analizi	3.095.754.431	50%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	3.624.430.231	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in ortalama halka arz öncesi özkaynak değeri **3.624.430.231 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 15: Değerleme Sonucu

A1 Capital - Değerleme Sonucu	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	3.624.430.231
Ödenmiş Sermaye (TL) (31.12.2022 itibarıyla)	100.000.000
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (TL)	36,24
Halka Arz İskonto Oranı	31%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	2.500.494.416
Halka Arz Fiyatı (TL)	25,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden %31 iskonto oranı uygulanarak hisse başına halka arz fiyatı **25,00 TL** olarak hesaplanmıştır.

5 Görüş

5.1 Pazar Yaklaşımı

Şirket, finans sektöründe faaliyet gösterdiği için PD/DD ve F/K çarpanlarının kullanılması doğru bir seçim olmuştur. Ayrıca uç değerlerin ortalamaya dahil edilmemesi ve medyanların gösterime dahil edilmesi de doğru bir yaklaşımdır. Buna ek olarak, Ünlü Yatırım Holding A.Ş.’nin de benzer şirket listesine dahil edilebileceğini düşünmekteyiz (PD/DD çarpan hesaplamasında uç değer teşkil etmekte olup, F/K çarpan medyanına dahil edilebilir).

Buna ek olarak, benzer şirket olarak yalnızca Borsa İstanbul’da işlem gören aracı kurumların verilerinin kullanılması doğru bir yaklaşımdır. A1 Capital’in yurt dışında çarpan analizi yöntemine temel oluşturan şirketler örnekleme incelendiğinde, satış pazarları ve faaliyet benzerliği açısından seçilen şirketlerin, A1 Capital ile benzer yönlerinin yurtiçi şirketlere kıyasla oldukça az olduğu görülmüştür. Bu sebeple, yurtdışı şirket çarpanlarına verilen %0’lık ağırlığın uygun olduğunu düşünmekteyiz.

5.2 Özsermaye Artık Getiri Modeli

Vakıf Yatırım tarafından gerçekleştirilen nakit akımı varsayımlarına ilişkin olarak;

- Gelirlerin farklı kalemler için (Pay Piyasası, ViOP, Kaldıraçlı İşlemler, SGMK ve Repo) ayrı ayrı projekte edilmesi bu sektörlerin farklı dinamikleri olduğu için doğrudur.
- Pazar payı büyüme trendleri makuldür, fakat yukarıda bahsedilen alt segmentlerdeki toplam pazar büyüklüğünün gelişimine ilişkin detaylar sağlanmamıştır.
- Maliyetlerin ve operasyonel giderlerin hesaplanmasında personel maliyetleri, şube sayısı vb. projeksiyonlara yer verilmemiştir. Özellikle farklı alanlarda büyüme hedefleri olan ve bu hedefleri gelir projeksiyonlarına yansıtan bir şirkette, bu kalemlerin projeksiyonlarının da daha detaylı verilmesi gerektiğini düşünmekteyiz.
- Risksiz faiz oranı projeksiyonları yaklaşımı makuldür.
- %5 sonsuz büyüme oranı enflasyon beklentileri de göz önüne alındığında makuldür.

Sonuç itibarıyla, incelenen tarih itibarıyla, Vakıf Yatırım’ın indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemine temel oluşturan varsayımları makul bulunmakla birlikte pazar büyüme trendlerinin ve gider projeksiyonlarının daha detaylandırılması daha faydalı olurdu.

SONUÇ OLARAK;

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Değerleme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır. Projeksiyonlar için kullanılan varsayımlar genel olarak iyi açıklanmıştır, pazar tahminlerinin ve gider kalemlerinin detaylandırılmasına ihtiyaç vardır.

Özsermaye Artık Getiri Modeli ve Çarpan Analizi sonucu ile bulunan değerlere eşit ağırlık verilmesi makul bulunmuştur.

Çarpan analizi yönteminde sadece benzer yurtiçi çarpanlar ile hesaplanan fiyatın (Ünlü Yatırım dahil edildiğinde ve edilmediğinde) belirlenen halka arz fiyatının üzerinde çıkması sebebiyle 25,00 TL'lik halka arz fiyatının makul olduğu düşünülmektedir.