

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Yılın ilk yarısında Amerika Birleşik Devletleri, Katar ve Birleşik Krallık'ın portföy değerlerinde yıllık bazda sırasıyla %11, %30 ve %26 azalış gözlenmiştir. Böylece 2021 ikinci çeyreğinde Amerika Birleşik Devletleri'nin toplam portföy değeri içindeki payı %24 iken, 2022 ikinci çeyreğinde %30'a yükselmiştir. Diğer yandan 2021 ikinci çeyreğinde Katar'ın toplam portföy değeri içindeki payı %24 iken, 2022 ikinci çeyreğinde kayda değer azalışla %15'e gerilemiştir.

Menkul Kıymet Bazında Yatırımcı Sayısı ve Piyasa Değeri

TÜYİD Borsa Trendleri Raporuna göre, Menkul kıymet türleri, yatırımcı sayısı ve piyasa değeri bazında incelendiğinde, 2022 Haziran ayında toplam yatırımcı sayısının 2021 Haziran ayına göre %1,73 oranında artmış olduğu, bu artış oranının 98.694 yeni yatırımcı anlamına geldiği görülmektedir. Öte yandan aynı dönemde menkul kıymet türlerinin toplam piyasa değerleri ise TL bazında %67,38 oranında artmıştır.

Menkul Kıymet Türü	30.06.2021		30.06.2022	
	Yatırımcı Sayısı	Piyasa Değeri (Milyon TL)	Yatırımcı Sayısı	Piyasa Değeri (Milyon TL)
Borsa Yatırım Fonu	16.710	4.242	20.353	9.730
Devlet İç Borçlanma Araçları	19.602	176.958	19.016	214.611
Diğer Menkul Kıymetler	15.298	37.151	8.167	33.677
Fon	3.125.831	193.394	3.227.314	387.596
Özel Sektör Borçlanma Araçları	54.260	104.622	42.839	114.119
Pay Senedi	2.457.284	1.604.040	2.464.450	2.789.245
Yapılandırılmış Ürünler	9.328	87	14.868	319
TOPLAM	5.698.313	2.120.494	5.797.007	3.549.297

Kaynak: tuyid.org/files/yayinlar/BorsaTrendleriRaporu_2022.pdf

Sektörün Finansal Performansı

TL	2019	2020	2021	2022/03
Toplam Aktifler	27.194.647.427	41.348.623.995	61.386.301.826	73.794.756.224
Dönen Varlıklar	25.146.824.753	38.621.209.312	57.576.419.514	69.076.455.289
Duran Varlıklar	2.047.882.674	2.727.414.683	3.809.882.312	4.718.300.935
Toplam Pasifler	27.194.647.427	41.348.623.995	61.386.301.826	73.794.756.224
Kısa Vadeli	19.251.184.396	28.695.725.247	42.023.503.521	52.656.776.298
Uzun Vadeli	340.592.473	1.072.922.424	2.582.508.772	2.920.858.992
Özsermaye	7.602.870.558	11.579.976.324	16.780.289.533	18.217.120.934
Ödenmiş Sermaye	2.566.897.302	2.837.027.264	3.541.667.774	3.586.216.514
Net Komisyon	2.431.894.379	5.689.275.781	6.647.780.114	1.969.960.874
Brüt Kar	4.163.268.015	8.412.146.884	11.476.046.704	3.718.919.151
Faaliyet Karı	1.848.187.825	5.118.130.321	7.008.690.337	2.506.161.698
Net Kar	1.727.842.634	4.423.789.798	5.775.124.636	2.335.871.322
Pay Senedi İşlem Hacmi	4.229.048.788.193	13.124.153.618.621	14.946.636.047.075	4.867.453.167.345
Yatırımcı Sayısı	1.203.438	1.988.940	2.355.070	2.402.697
VIOP İşlem Hacmi	2.746.638.853.086	5.639.941.902.079	8.735.763.141.470	3.069.427.684.459
Çalışan Sayısı	4.964	5.533	6.179	6.300

Kaynak: TSPB

En son yayınlanan TSPB Aracı Kurumların Toplu Finansal Verilerine göre; Yatırım kuruluşlarının toplam varlıkları artan işlem hacmi ile birlikte 2020 yılında 2019 sonuna göre %52,1 artarak 41,3 milyar TL'ye yükselmiştir. 2021 yılında ise yatırım kuruluşlarının aktif toplamı 2020 yılına göre %48,5'lik artış göstermiştir. 2022/03 döneminde sektörün aktif

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

toplamı, 2021 yılının sonuna göre %20,2 artış göstererek 73,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Sektörün varlıklarının 69,1 milyar TL'sini dönen varlıklar oluşturmaktadır. 2022/03 yılı itibarı ile toplam varlıkların 17,2 milyar TL'sini nakit ve nakit benzerleri, 38,4 milyar TL'sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır.



Kaynak: TSPB

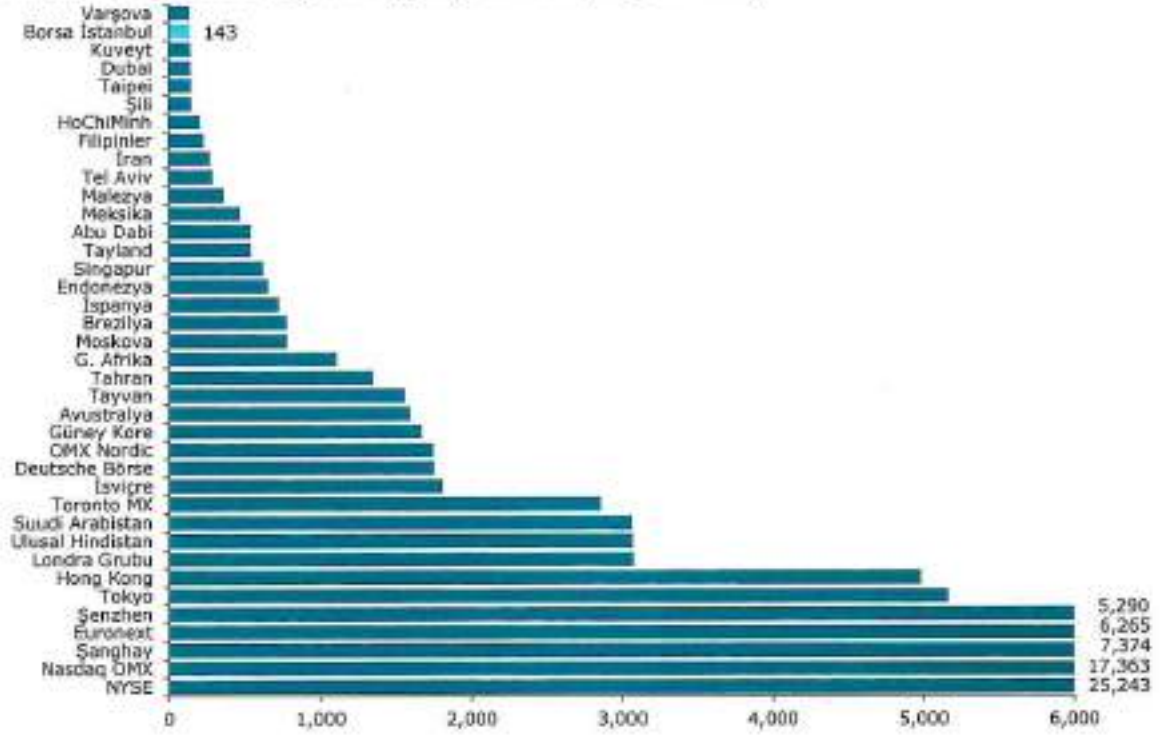
2019 sonunda 10,8 milyar TL, 2020 sonunda ise 10,6 milyar TL olan nakit ve nakit benzerleri kalemi 2020 sonuna göre %62,4 artarak 2021 yılında 17,2 milyar TL'ye yükselmiştir. 2022/03 döneminde ise, 2021 sonuna göre %0,3 ile fazla bir değişim göstermemiştir. Kısa vadeli ticari alacaklar kalemi ise, artan işlem hacmine bağlı olarak müşterilerin takasla ilgili alacaklarının artması ve kredili işlem bakiyesindeki büyüme neticesinde, 2021 yılsonuna göre %27,9 oranında artarak 38,4 milyar TL olmuştur.

Faaliyet gösterilen sektör/pazarların durumu ve gelişme potansiyeli

Türkiye sermaye piyasalarının benzer ülke piyasalarıyla kıyaslandığında önemli bir gelişme potansiyeline sahip olduğu düşünülmektedir. Sermaye piyasası sektörü oyuncularının bu gelişmeden fayda sağlaması beklenmektedir. Benzer şekilde Şirket'in de sektördeki konumu itibarıyla bu potansiyel büyüme alanından faydalanacağı öngörülmektedir. TSPB'nin 2022/06 dönemine ait Türkiye Sermaye Piyasası Genel Görünümü raporuna göre, halka açık şirketlerin toplam piyasa değerinin ülke GSYH'sine olan oranı ve özel sektör tahvil stokunun GSYH'ye oranı gibi ölçütler dikkate alındığında Türkiye, benzerlerinin gerisinde bulunmakta ve önemli bir büyüme potansiyeli bulundurmaktadır. Şirket'in de arasında bulunduğu sermaye piyasası sektör oyuncularının bu potansiyelden fayda sağlaması beklenmektedir. Dijitalleşmenin sermaye piyasasına ve bilgiye erişimi kolaylaştırması, bireysel yatırımcı sayısının artmaya devam etmesi, ülkenin demografik yapısı ve mevduat yatırımcılarının hisse senedi ve yatırım fonlarını daha sık tercih etmeye başlaması gibi unsurların Türkiye sermaye piyasalarının potansiyeline ulaşması yolunda katkı sağlaması beklenmektedir.

TSPB verilerine göre, 2022/06 dönemi itibarıyla 143 milyar dolar olan Türkiye'deki halka açık şirketlerin toplam piyasa değeri, büyüklük olarak dünyada 37. sırada olmasına karşın; toplam piyasa değerinin GSYH'ye oranı %17'dir ve bu alanda 65. sırada yer almaktadır. İşlem hacimlerine bakıldığında Borsa İstanbul pay piyasasında 794 milyar ABD doları ile 20., vadeli işlemler piyasasında 335 milyar ABD doları ile 26. sıradadır.

Halka açık şirketlerin piyasa değeri (2022/06, milyar USD)



Kaynak: Dünya Borsalar Federasyonu, TSPB

Türkiye'deki sermaye piyasalarının büyüklüğüne ve derinliğine ilişkin özel sektör tahvil stokunun kredilere oranı gibi bazı oranlar, benzer ülkelerin oranlarıyla kıyaslandığında ve bankaların borçlanma piyasası toplam ihraç hacmindeki yüksek payı göze alındığında, ülkemizdeki sermaye piyasalarının gelişim potansiyeline ilişkin yüksek beklentiler oluşturmaktadır.

Dijitalleşmenin yatırımcıların sermaye piyasalarına ve bilgiye erişilebilirliğini kolaylaştırması ve süreçleri hızlandırmasına ilave olarak internet üzerinden gerçekleşen işlem hacminin artışı ve pay senedi yatırımcı sayısının artması gibi etkileri de bulunmaktadır.

TSPB'nin hazırladığı Sermaye Piyasası Özet Verileri çalışmasına göre, yurt içi yerleşik yatırımcıların toplam finansal varlıklarındaki TL mevduat ve döviz tevdiat hesaplarının payı 2015'te %67 iken hisse senedi yatırımların payı ise %5'tir. 2022 Temmuz itibarıyla yurt içi yerleşik yatırımcıların toplam finansal varlıklarındaki mevduat payı %93,1'e yükselmiş, hisse senetlerinin payı ise %6,8 olmuştur. Benzer şekilde, 2015 Aralık itibarı ile 1.059.313 olan pay senedi yatırımcı sayısı, 2022 Temmuz ayına gelindiğinde ise 2.525.543'e yükselmiştir.

SEKTÖRÜN SWOT ANALİZİ

SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats - Güçlü yönler, Zayıf yönler, Fırsatlar, Tehditler)

Strengths (Güçlü Noktalar) :

- İnsan gücü kalitesi ve potansiyeli olan genç nüfus kaynağı
- Çeşitlendirilmiş finansal ürün ve hizmetler
- Geliştirilmiş risk yönetimi
- Finansal risklere karşı gelişmiş kriz yönetimi
- Bilgi teknolojilerine yapılan yatırımlar

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

➤ Global normlara uyum

Weaknesses (Zayıf yönler)

- Artan kaynak maliyetleri
- Likidite riski

Opportunities (Fırsatlar)

- Teknoloji alanında uluslararası düzeyde rekabet becerisi
- Gelişen teknoloji ve yeni mobil uygulamalarla sektörün çok daha cazip ve kolay ulaşılır bir hale gelecek olması
- Dijitalleşme ile beraber büyüyecek hizmet ağı
- Finansal okuryazarlık ile yatırımcı profilinin gelişmesi
- Yeşil finansman araçları başta olmak üzere küresel finansal ürün trendlerinin yakalanması

Threats (Tehditler)

- Makroekonomik parametrelerde oluşabilecek değişiklikler
- Regülasyon kaynaklı sektör trend değişimleri
- Kur ve faiz riskleri

Açıklamalarda büyük ölçüde TUYID ve TSPB raporlarından faydalanılmıştır. Örnek TSPB aylık ve yıllık Sektör raporlarına aşağıdaki linklerden ulaşılabilir.

<https://www.tspb.org.tr/tr/veriler/>

https://www.tuyid.org/files/yayinlar/BorsaTrendleriRaporu_2C22.pdf

<https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri>

<https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/180/konsolide-veriler>

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Sektördeki Konumu

TSPB 2022/03 dönemi finansallarına dair yayımlanan Üçer Aylık İstatistik Raporuna göre, Türkiye Aracı Kurumlar sektöründe 71 aracı kurum faaliyet göstermektedir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. kurulduğu 1990 yılından itibaren Pay Senetleri Piyasasında hizmet etmektedir ve 2018-2021 döneminde aracı kurumlar arasında %0,4 - %0,7 aralığında pazar payına sahip olmuştur. Borsa İstanbul verilerine göre 2022 yılının ilk yarısı itibarıyla Tera Yatırım'ın sektör içindeki payı %0,40 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tera Yatırım'ın Pay Senetleri İşlem Hacmi (TL) ve Aracı Kurumlar Arası Pazar Payı (%)

Yatırım Kuruluşlarının Pay Piyasası İşlem Hacmi					
İşlem Hacimleri	2018	2019	2020	2021	2022/06
Piyasa Toplamı	3.986.592.690.368	3.911.941.407.538	13.188.543.076.346	15.026.524.205.000	10.981.527.574.258
Tera Yatırım	26.333.488.125	24.937.234.858	55.585.961.510	57.372.940.909	43.397.581.310
Pazar Payı (%)	0,66%	0,64%	0,42%	0,38%	0,40%

Kaynak: TSPB, Borsa İstanbul, Tera Yatırım, (Piyasa Toplam işlem hacmi, Borsa İstanbul'da gerçekleşen alım satım emirlerinin toplamıdır)

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu



Kaynak: TSPB, Borsa İstanbul, Tera Yatırım

Sabit getirili menkul kıymetler piyasasında hem aracı kurum hem de bankalar faaliyet göstermektedir. İşlem hacmi açısından ise bankalar piyasada hakim oyuncu olarak yer almaktadır. Ayrıca, aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen hacim az sayıda aracı kurum tarafından domine edilmektedir.

Tera Yatırım'ın SGMK İşlem Hacmi (TL) ve Aracı Kurumlar Arası Pazar Payı (%)

Yatırım Kuruluşlarının SGMK İşlem Hacmi					
İşlem Hacimleri	2018	2019	2020	2021	2022/06
Piyasa Toplamı	209.108.064.239	201.423.606.830	279.868.268.697	251.488.393.416	335.306.978.397
Tera Yatırım	335.192.635	770.322.102	815.608.511	2.696.935.944	1.090.460.717
Pazar Payı (%)	0,16%	0,38%	0,29%	1,07%	0,33%

Kaynak: TSPB, Borsa İstanbul, Tera Yatırım



Kaynak: TSPB, Borsa İstanbul, Tera Yatırım

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. SGMK pazarında 2016-2021 döneminde tüm aracı kurumlar arasında %0,06 - %1,1 aralığında pazar payına sahip olmuştur. Borsa İstanbul verilerine göre 2022/06 dönemi itibarıyla Tera Yatırım'ın sektör içindeki payı %0,33 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Aracı kurumlar, vadeli işlemlerin %99'dan fazlasını gerçekleştirmektedir. Aracı kurumların vadeli işlemler pazarının neredeyse tamamına sahip olmasının nedeni, 2013 yılında türev işlemlerinin Borsa İstanbul'da yapılmaya başlanmasıyla beraber SPK'nın yapmış olduğu düzenleme nedeniyle bankaların işlemlerin en fazla yapıldığı ürün olan pay senedi endeksine dayalı sözleşmelerde işlem yapamıyor olmasıdır.

Tera Yatırım VİOP İşlem Hacmi (TL) ve Aracı Kurumlar Arası Pazar Payı

Yatırım Kuruluşlarının VİOP İşlem Hacmi					
	2018	2019	2020	2021	2022/06
Piyasa Toplamı	2.517.593.419.777	2.870.605.704.077	5.736.353.810.044	8.915.498.570.462	6.696.822.626.542
Tera Yatırım	4.034.519.833	3.489.838.929	22.716.432.940	25.374.562.891	12.022.600.120
Pazar Payı (%)	0,16%	0,12%	0,40%	0,28%	0,18%

Kaynak: TSPB, Borsa İstanbul, Tera Yatırım (Piyasa Toplam işlem hacmi, Borsa İstanbul'da gerçekleşen alım satım emirlerinin toplamıdır)



Kaynak: TSPB, Borsa İstanbul, Tera Yatırım

Tera Yatırım 2018-2021 döneminde tüm aracı kurumlar arasında vadeli işlemler ve opsiyon piyasasında %0,2 - %0,7 aralığında pazar payına sahip olmuştur. Borsa İstanbul verilerine göre, 2022/06 döneminde ise Tera Yatırım'ın vadeli işlemler piyasasındaki payı %0,18 olmuştur.

Döviz, emtia ve kıymetli madenlere dayalı olarak gerçekleştirilen kaldıraçlı alım-satım işlemlerini sadece aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilebilmektedir. Kaldıraçlı işlemler piyasası 2016-2021 yılları arasında %42,2 küçülme göstermiştir.

Toplam gelirler 30.06.2022 tarihi itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre %210,15 oranında artış göstermiştir. Aynı dönemde net aracılık geliri %16,45 oranında azalarak 6.105.243 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında net aracılık gelirleri 2020 yılına göre %21,8 oranında artarak 11 milyar TL'ye yükselmiştir. Tera Yatırım'ın gelir kalemlerindeki gelişmeler aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Gelir Kalemleri (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022
Aracılık Net Gelirleri	2.315.686	9.031.191	10.996.192	7.307.442	6.105.243
Kurum Portföyü Kar / Zararları	2.690.366	-2.628.651	-489.974	-2.033.996	5.084.716
Kurumsal Finansman Gelirleri	25.001	3	24.115.655	337.883	19.977.487
Müşteri Faiz Gelirleri	9.838.857	10.182.343	8.622.030	3.372.959	10.489.582
Diğer Gelirler	920.618	4.310.650	4.908.501	4.781.280	1.037.554
Toplam	15.790.528	20.895.536	48.152.404	13.765.568	42.694.582

Kaynak: TSPB, Tera Yatırım Finansal Tabloları, Dipnotları ve Bağımsız Denetim Raporları

4. Değerleme Çalışması

4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği (III-62.1), SPK'nın ilgili mevzuatı ve ilke kararları ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Etik ilkeler:

- Yapılan değerlendirme 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.
- Alnus Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Alnus Yatırım, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları 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.

Alnus Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar Veri Kaynakları

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Ulusal Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından 2019-2020-2021 yılları 12 aylık finansal dönem ve 2022 yılı 6 aylık finansal dönem için hazırlanan özel bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2022-2031 yılları finansal tahminleri ve Alnus Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Genel Varsayımlar

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte, genel varsayımlar da aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek İzahname'de yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,
- Şirket'in yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı,
- Türkiye ve Şirket'in faaliyetlerini etkileyebilecek diğer ülke ekonomilerinde ciddi dalgalanmaların yaşanmayacağı.

Sınırlayıcı Şartlar

Alnus Yatırım, değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Alnus Yatırım, 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, Alnus Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Alnus Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) Alnus Yatırım değerleme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Şirket'in rekabet ettiği pazar ve hizmetlerine ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari inceleme raporu bulunmamaktadır.

Dolayısıyla, verilen tahminleri bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. Alnus Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

4.3. Değerleme Proje Ekibi

Proje Ekibi: Konusunda uzman çalışma ekibi, Alnus Yatırım Kurumsal Finansman departmanı Genel Müdür Yardımcısı Sn. Eylem Çiftçi tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli nitelik, ehliyet ve 15 yıla yakın tecrübeye sahiptir.

5. Değerleme Analizi

5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler

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

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
2. **Gelir Yaklaşımı:** İNA Analizi

İNA Analizi yöntemi, birçok varsayıma dayanarak şirketin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket spesifik riskleri de barındırarak etraflı bir değerlendirme imkanı sunar. Değerlemeye konu şirketin finansal kuruluş olması sebebi ile Şirket'in gelecekteki nakit akımları "Özsermaye Artık Getiri Modeli" kullanılarak bugüne indirgenmiştir.

Özsermaye Artık Getiri Modeli

Bu yöntemde, Şirket'in geleceğe yönelik faaliyet ve finansal durumuna ilişkin oluşturulan projeksiyonlar çerçevesinde, Şirket'in bugünkü özsermayesi, özsermaye artık getirisinin bugünkü değeri (10 yıllık) ve artık getirinin nihai değerinin bugünkü değerinin toplamı hesaplanarak, Şirket'in özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Makroekonomik tahminler, Şirket'in öngörülere, geçmiş performansı gibi birçok varsayımsal parametreye dayanılarak oluşturulan projeksiyonlar, ileriye yönelik bir taahhüt olmamakla birlikte, modele esas teşkil eden varsayımların çokluğu, değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına da bağlı olarak, farklı şirket değerlerini de beraberinde getirebilmektedir.

Çarpan Analizi yöntemi ise borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleriyle kıyaslama imkanı vererek, bir çok varsayıma bağlı yapılan Özsermaye Artık Değer yöntemini teyit edici özellik taşır.

Bu kapsamda, sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilen ve uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

5.2 Çarpan Analizi

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 göstergesel niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın ve buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi durumunda bu yaklaşımın uygulanması gerekli görülmektedir.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıklıkla kullanılan bir yaklaşım olması, İşbu değerlendirme raporuna konu Şirket'in halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceği olması nedeni ile değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı yöntemleri içerisinde yer alan "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" dikkate alınarak, Şirket'in faaliyet yürüttüğü sektörde olup, Borsa İstanbul'da işlem gören Aracı Kurumların piyasa çarpanları incelenmiştir.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu yöntem etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda payların rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanları aşağıda yer almaktadır:

- **Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam 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 toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Şirket'in finansal yapısını ve operasyonlarını göz önünde bulundurarak, bu değerlendirme yöntemi kapsamında yukarıda yer alan çarpanlara ilişkin bir inceleme yapılmış ve aşağıdaki açıklamalar ışığında değerlemede kullanılacak çarpanlar seçilmiştir:

FD/Satışlar: Genellikle ciro yaratma kapasitesinin önemli olduğu perakende ve hızlı tüketim sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin değerlemelerinde kullanılan bir değerlendirme metodu olması sebebi ile değerlendirilmedi.

F/K: Şirketlerin finansal performanslarını baz alan göstergeler arasında en çok (ülkelerin ve şirketlerin tabi olduğu vergisel mevzuat farklılıkları, ülkelerin faiz seviyeleri ve şirketlerin borçlanma imkanları, kur etkileri) benzeri etkileri kapsayan çarpanıdır. Yerli ve yabancı yatırımcıların yatırım kararlarında yaygın olarak dikkate alınan çarpanlardan biridir. Bu nedenlerle F/K çarpanı değer tespitinde dikkate alınarak değerlendirilmedi.

PD/DD: PD/DD çarpanının finans sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde kullanılmasının uygun olduğu düşünülmüş ve değerlendirilmedi.

FD/FAVÖK: Şirketlerin operasyonel karlılığına göre değerinin incelendiği FD/FAVÖK çarpanı yurtiçi/yurtdışı yatırımcılar tarafından yaygın olarak bir değerlendirme ölçütü olarak kullanılmaktadır. Şirket'in faaliyet yürüttüğü sektörün değerlemesinde uygun bir metod olmadığı düşünüldüğünden dolayı FD/FAVÖK çarpanı değerlendirilmedi.

Çarpan analizinde, Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile doğrudan ilgili benzer faaliyet konusuna sahip yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler içerisinde yer alan firmalar değerlendirilerek söz konusu şirketlerin medyan değerleri baz alınmıştır.

Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, Şirket değerinin objektif tespit edilmesi adına Firma Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Fiyat/ Kazanç (F/K) çarpanı tercih edilmiştir. Piyasa çarpanları kapsamında çarpan değerleri Rasyonet (Yurtiçi) 16.09.2022 ve Bloomberg (Yurtdışı) veri terminalinden 13.09.2022 tarihli, kapanış verileri baz alınmıştır.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi Benzer Şirketler

Kod	Ad	F/K	PD/DD
GEDİK	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	9,7	4,8
INFO	Info Yatırım A.Ş.	13,7	6,7
ISMEN	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	5,6	2,8
OSMEN	Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	7,8	3,4
GLBMD	Global Menkul Değerler A.Ş.	-112,1	7,2
ÖYYAT	Öyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	17,2	9,5
Uç Değer Hariç Ortalama		9,19	4,41
Uç Değer Hariç Ortanca		8,74	4,06

Yurt dışı benzer şirket çarpanları seçiminde Piyasa Değeri (Market Cap) 1 milyar USD altında olan şirketlerin verileri değerlendirilmiştir. Yurtdışı F/K çarpanları içerisinde 20'nin üzerindeki değerler uç değer olarak dikkate alınmamıştır. Yurtdışı PD/DD çarpanları içerisinde ise 1'den küçük ve 4'ten büyük değerler uç değer olarak hesaplamada dikkate alınmamıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketler

Adı	Kodu	F/K	PD/DD	Mrk Cap (USD)	Ülke	Özet Bilgi
Compagnie Financiere TRAD-BR	CFT SW	9,60	1,90	822,10	İsviçre	Compagnie Financiere Tradition (CFT), 27 ülkede varlığı ile uluslararası broker şirketlerinden biridir. Aracılık hizmetleri veren CFT, sermaye piyasalarında finansal kuruluşlar ve diğer profesyonel tüccarlar arasındaki işlemleri kolaylaştırır.
Barita Investments LTD	BIL JA	24,08	2,88	691,11	Jamaika	Jamaika'daki en eski borsa şirketi unvanına sahip olan Barita Investments, Son 31 hisse senedi alınıp satılıp, sabit getirili menkul kıymetler, döviz alım satım, varlık yönetimi ve yatırım araştırması alanlarında hizmet vermektedir. Şirket, Finansal Hizmetler Komisyonu tarafından lisanslanmıştır, Jamaika Menkul Kıymetler Borsası üyesidir.
Viet Capital Securities JSC	VCI VN	10,21	2,18	513,72	Vietnam	Viet Capital Securities Anonim Şirketi, esas olarak finansal hizmetler sektöründe faaliyet gösteren Vietnam merkezli bir şirkettir. Şirketin önde gelen ticari faaliyetleri arasında menkul kıymet komisyonculuğu ve saklama, birleşme ve satın almalar (M&A) danışmanlığı ve ilk halka arz (IPO) hizmetlerini sunmaktadır.
Share India Securities LTD	SISLTD IN	18,42	8,30	477,29	Hindistan	Share India Securities Limited, bir aracı kurum olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, hisse senedi ticareti, vadeli işlemler ve opsiyonlar, döviz ve emtia türevleri, yatırım fonları, halka arz ve saklama hizmetleri sunmaktadır.
Gulf Investment House KSC	GIHKK	N/A N/A	3,58	371,96	Kuveyt	Gulf Investment House KSCP, Kuveyt merkezli bir yatırım şirketidir. Şirket, esas olarak İslami Şeriat ilkelerine uygun olarak yatırım faaliyetleri ve ilgili finansal ve danışmanlık hizmetleri ile uğraşmaktadır. Şirketin yönetim ve danışmanlık hizmetleri temel ve teknik analizlerin yürütülmesini ve müşteri adına nakit ve hisse senedi teminlerinin alınmasını içerir.
EUWAX AG	EUX GR	344,99	3,32	355,03	Almanya	Euwax AG, Almanya'daki Stuttgart borsasında Almanya merkezli bir finansal hizmet sağlayıcısıdır. Stuttgart borsasında hisse ticareti için likidite sağlayıcısı olarak faaliyet göstermektedir ve yerli hisseler, türevler, aktif fonlar, borsa yatırım fonları (ETPler) ve tahviller varlık sınıfına odaklanmaktadır.
SK Securities CO LTD	001510 KS	17,68	4,48	265,66	Güney Kore	SK Securities Co., Ltd., menkul kıymetler piyasasında uzmanlaşmış Kore merkezli bir finansal hizmet sağlayıcısıdır. Şirket ağırlıklı olarak hisse senedi, vadeli işlemler, opsiyonlar, devlet tahvilleri, şirket tahvilleri, dövizler ve finansal türev ürünleri kapsayan menkul kıymetler aracılık, alım satım ve sigortasızlık işleriyle uğraşmaktadır.
Medyan		13,95	2,88			

5.3 Yurtiçi Aracı Kurum Çarpan Değerleri

Yurtiçi çarpanlarda incelenilen BİST'te işlem gören aracı kurumların tamamının verileri aşağıda yer almaktadır. Söz konusu şirketlerin F/K ve PD/DD çarpanlarının medyanı alınarak

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

yurtiçi benzer şirketlerin ilgili çarpan verilerine göre Şirket özsermaye değeri hesaplanmıştır.

BİST'te işlem gören aracı kurum çarpan detayları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Kod	Ad	Piyasa Değeri	Firma Değeri	Özkaynak	Net Kar	F/K	PD/DD
GEDİK	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	3.013.920.000	3.378.120.554	652.130.077	312.202.845	9,7	4,8
INFO	Info Yatırım A.Ş.	2.656.200.000	2.730.310.450	396.438.847	194.296.567	13,7	6,7
ISMEN	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	10.721.000.000	10.892.377.351	3.774.862.697	1.915.370.404	5,6	2,8
OSMEN	Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	792.594.842	582.052.537	236.541.308	101.341.924	7,8	3,4
GLBMD	Global-Menkul-Değerler-A.Ş.	523.600.000	542.679.464	72.570.275	-4.671.051	-112,1	7,2
OYYAT	Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	9.600.000.000	8.659.118.652	4.014.316.684	558.114.278	47,2	9,5
Üç Değer Hariç Ortalama						9,19	4,41
Üç Değer Hariç Ortanca						8,74	4,06

Yurtiçi Halka Açık Aracı Kurumlar - 2022-6A Yıllıklandırılmış

Üç Değer Hariç Ortanca

F/K Çarpanı (x)	8,7x
2022-6A Yıllıklandırılmış Net Dönem Karı (TL)	50.789.839
Özsermaye Değeri (TL)	443.769.111
PD/DD Çarpanı (x)	4,1x
2022-6A Özkaynak (TL)	113.029.011
Özsermaye Değeri (TL)	458.821.295
Eşit Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	451.295.203

Şirket'in 2021 yılının 2. yarısında ve 2022 yılının ilk yarısında karlılığındaki artışa etki eden finansal yatırımlardaki değer artışları, muhafazakar bir yaklaşımla, her iki dönem için de %70 oranı ile çarpılmak sureti ile indirgenmiş ve bunun sonucunda F/K ve PD/DD çarpanları için baz alınan yıllıklandırılmış net kar ve özkaynak tutarları aşağı yönlü revize edilmiştir. Bu şekilde söz konusu yurt içi çarpanlarına göre Şirket'in piyasa değeri 451.295.203 TL olarak hesaplanmıştır.

5.4 Yurtdışı Çarpan Değerleri

Yurtdışı Benzer Şirketler

Adı	Kodu	F/K	PD/DD	Mkt Cap (USD)	Ülke	Özet Bilgi
Compagnie Financiere TRAD-BR	CFT SW	9,60	1,90	822,10	İsviçre	Compagnie Financiere Tradition (CFT), 27 ülkede varlığı ile uluslararası broker şirketlerinden biridir. Aracılık hizmetleri veren CFT, sermaye piyasalarında finansal kuruluşlar ve diğer profesyonel tüccarlar arasındaki işlemleri kolaylaştırır.
Berita Investments LTD	BIL JA	24,08	2,88	691,11	Jamaika	Jamaika'daki en eski borsa şirketi ünvanına sahip olan Berita Investments, Son 31 hisse senedi alım satım, sabit getirili menkul kıymetler, döviz alım satım, varlık yönetimi ve yatırım araştırmaları alanlarında hizmet vermektedir. Şirket, Finansal Hizmetler Komisyonu tarafından lisanslanmıştır, Jamaika Menkul Kıymetler Borsası üyesidir.
Viet Capital Securities JSC	VCI VN	10,21	2,18	513,72	Vietnam	Viet Capital Securities Anonim Şirketi, esas olarak finansal hizmetler sektöründe faaliyet gösteren Vietnam merkezli bir şirkettir. Şirketin önde gelen ticari faaliyetleri arasında menkul kıymet komisyonculuğu ve saklama; birleşme ve satın alımlar (M&A) danışmanlığı ve ilk halka arz (IPO) hizmetlerini sunmaktadır.
Share India Securities LTD	SISLTD IN	18,42	4,30	477,29	Hindistan	Share India Securities Limited, bir aracı kurum olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, hisse senedi ticareti, vadeli işlemler ve opsiyonlar, döviz ve emtia türevleri, yatırım fonları, halka arz ve saklama hizmetleri sunmaktadır.
Gulf Investment House KSC	GIH KE	N/A N/A	3,58	371,96	Kuveyt	Gulf Investment House KSCPC, Kuveyt merkezli bir yatırım şirkettir. Şirket, esas olarak İslami Şeriat ilkelerine uygun olarak yatırım faaliyetleri ve ilgili finansal ve danışmanlık

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

						hizmetleri ile uğraşmaktadır. Şirketin yönetim ve denetimlik hizmetleri temel ve teknik analizlerin yürütülmesini ve müşteri adına nakit ve hisse senedi temettülerinin alınmasını içerir.
EUWAX AG	ELUX GR	344,73	3,32	355,03	Almanya	Euwax AG, Almanya'daki Stuttgart borsasında Almanya merkezli bir finansal hizmet sağlayıcısıdır. Stuttgart borsasında hisse ticareti için likidite sağlayıcısı olarak faaliyet göstermektedir ve yerli hisseler, türevler, aktif finanse, borsa yatırım fonları (ETF'ler) ve tahviller varlık sınıflarına odaklanmaktadır.
SK Securities CO LTD	001510 KS	17,68	0,48	265,66	Güney Kore	SK Securities Co., Ltd., menkul kıymetler piyasasında uzmanlaşmış Kore merkezli bir finansal hizmet sağlayıcısıdır. Şirket ağırlıklı olarak hisse senedi, vadeli işlemler, opsiyonlar, devlet tahvilleri, şirket tahvilleri, dövizler ve finansal türev ürünleri kapsayan menkul kıymetler aracılık, alım satım ve sigortacılık işleriyle uğraşmaktadır.
	Medsun	13,95	1,38			

Yurtdışı Benzer Şirketler - 2022-6A Yıllıklandırılmış

Uç Değer Hariç Ortanca

F/K Çarpanı (x)	13,9x
2022-6A Yıllıklandırılmış Net Dönem Karı (TL)	50.789.839
Özsermaye Değeri (TL)	708.347.089
PD/DD Çarpanı (x)	2,9x
2022-6A Özkaynak (TL)	113.029.011
Özsermaye Değeri (TL)	326.060.235
Eşit Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	517.203.662

Şirket'in 2021 yılının 2. yarısında ve 2022 yılının ilk yarısında karlılığındaki artışa etki eden finansal yatırımlardaki değer artışları, muhafazakar bir yaklaşımla, her iki dönem için de %70 oranı ile çarpılmak sureti ile indirgenmiş ve bunun sonucunda F/K ve PD/DD çarpanları için baz alınan yıllıklandırılmış net kar ve özkaynak tutarları aşağı yönlü revize edilmiştir. Bu şekilde söz konusu yurt dışı çarpanlarına göre Şirket'in piyasa değeri 517.203.662 TL olarak hesaplanmıştır.

5.5 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurtiçi Halka Açık Aracı Kurumlar - 2022-6A Yıllıklandırılmış	Uç Değer Hariç Ortanca	Ağırlıklandırma
F/K Çarpanı (x)	8,7x	35%
2022-6A Yıllıklandırılmış Net Dönem Karı (TL)	50.789.839	
Özsermaye Değeri (TL)	443.769.111	
PD/DD Çarpanı (x)	4,1x	35%
2022-6A Özkaynak (TL)	113.029.011	
Özsermaye Değeri (TL)	458.821.295	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	451.295.203	70%

Yurtdışı Benzer Şirketler - 2022-6A Yıllıklandırılmış	Uç Değer Hariç Ortanca	Ağırlıklandırma
F/K Çarpanı (x)	13,9x	15%
2022-6A Yıllıklandırılmış Net Dönem Karı (TL)	50.789.839	

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Özsermaye Değeri (TL)	708.347.089	
PD/DD Çarpanı (x)	2,9x	15%
2022-6A Özkaynak (TL)	113.029.011	
Özsermaye Değeri (TL)	326.060.235	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	517.203.662	30%
Yurtiçi %70 ve Yurtdışı %30 Ağırlıklandırılmış Çarpan Analizine Göre Özsermaye Değeri TL		471.067.741

Çarpan analizi yöntemiyle, Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. için yurt içi benzer şirket çarpanları %70 ve yurt dışı benzer şirket çarpanları %30 oranlarında ağırlıklandırılarak; Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarına göre, Şirket'in piyasa değeri 471 milyon TL ve pay başı fiyatı 12,56 TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in çarpan analizine göre değerlemesi yapılırken, Şirket finansallarına ilişkin pandemi etkisinden arındırmayı içeren herhangi bir düzeltme yapılmamıştır. PD/DD çarpanında, Şirket'in 2022 yılı 6 aylık finansal dönem sonu özkaynak kalemi kullanılmıştır. F/K çarpanında ise 2022 yılı 6 aylık finansal sonuçlar dikkate alınarak "Son 12 ay" metodu ile yıllıklandırılmış, net kar tutarı çarpan metodunda baz olarak alınmıştır. Bunun yanı sıra Şirket'in 2021 yılının 2. yarısında ve 2022 yılının ilk yarısında karlılığındaki artışa etki eden finansal yatırımlardaki değer artışları, muhafazakar bir yaklaşımla, her iki dönem için de %70 oranı ile çarpılmak sureti ile indirgenmiş ve bunun sonucunda F/K ve PD/DD çarpanları için baz alınan yıllıklandırılmış net kar ve özkaynak tutarları aşağı yönlü revize edilmiştir.

5.6 Özsermaye Artık Getiri Modeli

5.6.1 Varsayımlar

Bu yöntemde, Şirket'in geleceğe yönelik faaliyet ve finansal durumuna ilişkin oluşturulan projeksiyonlar çerçevesinde, Şirket'in bugünkü özsermayesi, özsermaye artık getirisinin bugünkü değeri (10 yıllık) ve artık getirinin nihai değerinin bugünkü değerinin toplamı olarak, Şirket'in özsermaye değerine ulaşılmaktadır.

Makroekonomik tahminler, Şirket'in öngörülleri, geçmiş performans gibi birçok varsayımsal parametreye dayanılarak oluşturulan projeksiyonlar, ileriye yönelik bir taahhüt olmamakla birlikte, modele esas teşkil eden varsayımların çokluğu, değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına da bağlı olarak, farklı şirket değerlerini de beraberinde getirebilmektedir.

Tera Yatırım Kaynaklı Projeksiyonlara İlişkin Varsayımlar

A) BİST Pay Piyasası ve VİOP Aracılık Faaliyetleri

Şirket 2022 yılı içerisinde geleneksel iş koluyla ilgili önemli atılımlar gerçekleştirmeyi öngörmekte olup, yurtdışı kurumsal müşteriler ile yerli yurtiçi müşterilere verilecek hizmet kapasitesini arttırmak için çalışmalarını son aşamasına getirmek üzeredir.

1) Yurtiçi ve Yurtdışı Kurumsal Müşteri Potansiyeline Yönelik Hedefler:

Yurtiçi ve yurtdışı kurumsal müşterilere hizmet verilmesi ile ilgili olarak şirket, hali hazırda önemli bir yerli ve yabancı kurumsal müşteri potansiyeline sahip, kuvvetli bir araştırma ve satış ekibi olan bir aracı kurumu satın almıştır. 14 Eylül 2022 tarihi itibariyle pay devri gerçekleşmiş olup, satın alma prosedürü tamamlanmıştır.

Bahsi geçen kurum, kurumsal müşterilerden geçtiğimiz yıllarda işlem komisyonu, araştırma ve danışmanlık geliri elde etmiştir. Tera Yatırım'ın bünyesine geçtikten sonra bu kurumun daha geniş kapsamlı bir şekilde, daha fazla sayıda yurtdışı ve yurt içi kurumsal müşteriye verilecek aracılık ve danışmanlık hizmetlerinden kayda değer ölçüde gelir yaratması hedeflenmektedir. Bu ekibin tam yıl çalıştığı 2019, 2020 ve 2021 yıllarındaki pay piyasası işlem hacmine göre Pazar payı ortalaması yaklaşık %0,14 olarak gerçekleşmiştir.

2) Yurtiçi Bireysel Müşteri Potansiyeline Yönelik Hedefler:

Şirket merkezinde yurtiçi bireysel müşterilere hizmet veren ekibin genişletilmesi konusundaki çalışmalar son aşamasına gelmiştir. Bu çerçevede merkez ve mevcut irtibat bürolarında bulunan satış pazarlama ekipleri büyütülmektedir.

Mevcut yapıda bulunan Antalya, İstanbul Akasya ve Ankara irtibat bürolarına ek olarak Bodrum'da 2022 yılı içerisinde yeni irtibat bürosu açılması amacıyla kira sözleşmesi imzalanmış olup, gerekli izin Sermaye Piyasası Kurul'undan alınmıştır. Takip eden süreçte halka arz gelirlerinin de katkısıyla şirketin başta sırasıyla İzmir, Ankara, İstanbul, Denizli olmak üzere ve bir takım başka şehirlerde de irtibat büroları aracılığı ile Pazar payı kazanma hedefi vardır.

B) Kurumsal Finansman

Kurumsal Finansman iş kolunda Tera Yatırım 2021 yılında toplam halka arz büyüklüğü 1.363.270.000 TL olan 4 adet halka arz gerçekleştirmiştir. 2022 yılında ise şu ana dek 380.460.000 TL olan 1 adet halka arz gerçekleştirmiştir. Şirket 2022 yılının geri kalanında ve 2023 yılında gerçekleşmesi planlanan 8 adet halka arz için yetkilendirilmiş olup 1 adet halka arz için ise yetkilendirilme aşamasındadır.

Bu iş kolunda halka arzlara ek olarak Kurumsal Finansman iş kolunda değerlendirme raporları, sermaye artırımları, pay alım teklifleri gibi kurumsal finansman faaliyetlerinden de gelir elde edilmesi öngörülmektedir.

Tera Yatırım kurumsal müşteri tarafında da güçlenecek olan dağıtım kanalları ile halka arz konusunda ilerleyen dönemlerde de sektörün güçlü oyuncularından biri olmayı hedeflemektedir.

C) Tera Portföy Yönetimi A.Ş.

Portföy Yönetimi tarafında Tera Portföy konvansiyonel portföy yönetimi ile beraber Oyun ve Teknoloji sektörlerine yatırım yapacak tematik girişim sermayesi yatırım fonlar ile büyümeyi hedeflemektedir.

“Game Invest Girişim Sermayesi Yatırım Fonu” ve “Tech Invest Girişim Sermayesi Yatırım Fonu” olarak kurulan iki ayrı fonun çıkarılması ile ilgili olarak Sermaye Piyasası Kurulu’ndan gerekli izinler alınmış olup bunların yatırımcılara yönelik roadshow’larına başlanmıştır. Şu ana kadar kuvvetli bir yatırımcı ilgisi söz konusudur. Tech Invest Girişim Sermayesi Yatırım Fonu ilk yatırımını gerçekleştirmiştir.

Tera Portföy’ün gelecek planlarında Gayrimenkul Yatırım Fonu veya farklı gereksinimler için farklı Gayrimenkul Yatırım Fonları kurulması çalışmaları devam etmektedir. Bu alanda çeşitli görüşmeler yürütülmektedir. Bir proje ile ilgili olarak anlaşmaya varılmış, ikinci bir proje ile ilgili olarak anlaşma konusunda nihai aşamaya gelinmiştir.

Son olarak deneme süreci başarı ile tamamlanan, bir arbitraj robotu tarafından yönetilen, Tera Portföy İstatistiksel Arbitraj Fonu, Tera Portföy’ün ürün bünyesine eklenmiştir.

Büyüyen yapıya rağmen faaliyet giderlerinin daha kontrollü bir şekilde artacağı öngörülmektedir, bu da net karda ilerleyen dönemde düzenli bir artış trendi yakalanmasını sağlayacaktır.

Pazar Payına İlişkin Gerçekleşme ve Varsayımlar

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği 2021 dönemi finansallarına dair yayınlanan Üçer Aylık İstatistik Raporuna göre, Türkiye Aracı Kurumlar sektöründe 71 aracı kurum faaliyet göstermektedir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. kurulduğu 1990 yılından itibaren Pay Senetleri Piyasasında hizmet etmektedir ve 2018-2021 döneminde aracı kurumlar arasında %0,4 - %0,7 aralığında pazar payına sahip olmuştur. Yine TSPB verilerine göre 2021 yılı dönemi itibarıyla Tera Yatırım'ın sektör içindeki payı 0.38% seviyesinde gerçekleşmiştir. Borsa İstanbul verilerine göre, 2022 yılının ilk yarısında Tera Yatırım'ın sektör içindeki payı %0,40 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022 yılında %0,42 olması beklenen Pay Piyasası işlem hacminin 2023 yılında %0,50 mertebesine ulaşabileceği ve projeksiyonun diğer yıllarında da konservatif bir bakış açısıyla bu oranın %0,53 - %0,55 aralığında olabileceği öngörülmüştür.

Sabit getirili menkul kıymetler piyasasında hem aracı kurum hem de bankalar faaliyet göstermektedir. İşlem hacmi açısından ise bankalar piyasada hakim oyuncu olarak yer almaktadır ve aracı kurumların bu piyasadaki toplam payı genel olarak %10,5 seviyesinde kalmaktadır. Ayrıca, aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen hacim az sayıda aracı kurum tarafından domine edilmektedir.

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. SGMK pazarında 2016-2020 döneminde tüm aracı kurumlar arasında %0,06 - %0,4 aralığında pazar payına sahip olmuştur. TSPB verilerine göre 2021 dönemi itibarıyla Tera Yatırım'ın sektör içindeki payı %1,07 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tera Yatırım 2018-2021 döneminde tüm aracı kurumlar arasında vadeli işlemler ve opsiyon piyasasında %0,2- %0,7 aralığında pazar payına sahip olmuştur. 2021 döneminde ise Tera Yatırım'ın vadeli işlemler piyasasındaki payı %0,29 olmuştur. Borsa İstanbul verilerine göre, 2022 yılının ilk yarısında Tera Yatırım'ın vadeli işlemler piyasasındaki payı %0,18 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2018-2021 yılları arasında BİST işlem hacimleri ve Tera Yatırım'ın Pazar payı aşağıdaki tabloda yer almaktadır;

BİST Pay ve VIOP İşlem Hacimleri	GERÇEKLEŞMELER			
	2018	2019	2020	2021
BİST Pay Piyasası İşlem Hacmi (milyon TL)	3.986.593	4.260.222	13.188.543	15.026.524
BİST Pay Piyasası İşlem Hacmi Değişim %	96,66%	6,86%	209,57%	13,94%
BİST VIOP İşlem Hacmi (milyon TL)	2.517.593	2.870.606	5.736.354	8.944.932
BİST VIOP İşlem Hacmi Değişim %	51,68%	14,02%	99,83%	55,93%

Tera Yatırım Hacim ve Piyasa Payı	2018	2019	2020	2021
Tera Pay Piyasası İşlem Hacmi (milyon TL)	26.351	25.010	55.675	57.399
Pay Piyasası İşlem Hacmi Değişim %	19,57%	-5,09%	122,61%	3,10%
Pay Piyasası Pazar Payı	0,66%	0,59%	0,42%	0,38%
Tera VIOP İşlem Hacmi (milyon TL)	4.035	3.490	22.716	25.375
VIOP İşlem Hacmi Değişim %	-19,61%	-13,50%	350,93%	11,70%
VIOP Pazar Payı	0,16%	0,12%	0,40%	0,28%

Tera Yatırım Portföy Hacimleri	2018	2019	2020	2021
Yönetilen Fon Büyüklüğü -Bireysel Müşteri	-	-	53.152	125.554.349
Yönetilen Fon Büyüklüğü -Yatırım Fonları	-	-	-	1.250.000

5.6.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu

Şirket yönetimi tarafından temin edilen projeksiyonlar baz alınarak hazırlanmış olan 2022-2031 yılları arasını kapsayan konsolide gelir tablosu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Giriş	Gözetim Tablosu Projesiyeleri										
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Havâlat	1.774.501.633	2.584.245.491	3.231.224.809	3.844.929.227	4.398.533.233	4.925.616.068	5.456.787.510	6.044.510.219	6.676.558.539	7.348.825.467	
Satışların Maliyeti (-)	-1.681.243.600	-2.424.939.795	-3.026.313.632	-3.591.368.010	-4.096.952.443	-4.578.606.231	-5.064.959.931	-5.612.223.045	-6.203.997.080	-6.832.806.901	
Ticari Faaliyetlerden Bntr Kar/Zarar	93.258.033	159.314.697	204.911.177	253.561.217	301.580.791	347.009.837	391.827.579	432.287.174	472.561.460	516.018.567	
BRÜT KAR/ZARAR	93.258.033	159.314.697	204.911.177	253.561.217	301.580.791	347.009.837	391.827.579	432.287.174	472.561.460	516.018.567	
Genel Yönetim Giderleri (-)	-34.930.323	-53.104.722	-67.444.748	-80.037.610	-91.305.118	-102.039.306	-111.753.277	-120.527.172	-129.133.090	-137.796.543	
Pazarlama Giderleri (-)	-2.978.003	-4.606.284	-8.397.377	-11.970.922	-15.892.369	-19.788.542	-24.216.414	-29.186.564	-34.632.855	-40.807.633	
ESAS FAALİYET KARUZARARI	55.349.707	101.603.690	129.069.052	161.552.685	194.383.303	225.181.990	255.857.888	282.573.439	308.795.515	337.414.391	
FINANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAAL. K/Z	55.349.707	101.603.690	129.069.052	161.552.685	194.383.303	225.181.990	255.857.888	282.573.439	308.795.515	337.414.391	
Finansman Gelirleri	53.161.742	42.412.174	43.789.071	44.836.649	47.139.072	46.586.883	45.568.926	46.649.553	47.932.685	35.468.017	
Finansman Giderleri (-)	-26.490.000	-32.391.855	-42.342.913	-53.555.721	-63.642.700	-68.185.286	-71.795.092	-76.212.285	-79.874.285	-84.968.098	
SÜR. FAAL. VERGİ ÖNCESİ K/Z	82.221.449	111.624.009	130.515.210	152.823.612	177.879.675	203.583.586	229.631.721	253.010.706	276.853.915	287.914.310	
Sınırlanmış Faaliyetler Vergi Gid./Gel.	-20.555.362	-27.906.002	-30.018.498	-33.621.195	-39.133.528	-44.788.389	-50.518.979	-55.662.355	-60.907.861	-63.341.148	
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-20.555.362	-27.906.002	-30.018.498	-33.621.195	-39.133.528	-44.788.389	-50.518.979	-55.662.355	-60.907.861	-63.341.148	
SÜRDÜRÜLEBİR FAAL. DÖNEM K/Z	61.666.086	83.718.007	100.496.712	119.202.417	138.746.146	158.795.197	179.112.743	197.348.351	215.946.054	224.573.162	
DÖNEM KARUZARARI	61.666.086	83.718.007	100.496.712	119.202.417	138.746.146	158.795.197	179.112.743	197.348.351	215.946.054	224.573.162	

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

5.6.3 Sermaye Maliyeti

Yukarıdaki projeksiyon ve öngörüler doğrultusunda Şirket'in özsermaye değerinin tespiti amacıyla, Özsermaye Artık Getiri Modeli kullanılmıştır. Özsermaye artık getirileri sermaye maliyeti ile bugüne indirgenerek Şirket'in Özsermaye Artık Getiri metodu ile değeri hesaplanmıştır.

2022 yılı için **risksiz getiri** hesaplamasında 10 yıl vadeli gösterge tahvilin son bir yıllık ortalaması kullanılmıştır. (Hesaplama Tarihi: 16.09.2022) Modelde kullanılan 10 yıllık dönem boyunca risksiz faiz oranının 2023 yılı için %18,41, 2024 yılı için %18,66, 2025 yılı için %17,15, 2026 yılı için %15,25, 2027 yılı için %14,50, 2028 yılı için %13,76, 2029 yılı için %13,26, 2030 yılı için %12,78, 2031 yılı için ise %12,53'e kademeli düşüşü öngörülmüştür.

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (Beklenen Getiri = Risksiz Faiz Oranı + Beta * Risk Primi) kullanılmıştır. Devam eden değer hesaplamasında uzun vadeli büyüme oranı %4 olarak dikkate alınmıştır.

Beta: Halka açık aracı kurumlar dikkate alınarak hesaplanan Beta, 1 olarak değerlendirilmiştir.

Piyasa riski 10 yıllık projeksiyon dönemi boyunca %6 olarak dikkate alınmıştır.

Sermaye Maliyeti	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Risksiz Getiri (%)	21,02%	18,41%	18,66%	17,15%	15,25%	14,50%	13,76%	13,26%	12,78%	12,53%
Piyasa Getirisi (%)	6,00%	6,00%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Sermaye Maliyeti (%)	27,02%	24,41%	24,66%	23,15%	21,25%	20,50%	19,76%	19,26%	18,78%	18,53%

5.6.4 Özsermaye Artık Getiri Modeli

Özsermaye Artık Getiri Modeli'nin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülere ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Projeksiyon dönemi boyunca temettü dağıtım oranı %80 olarak varsayılmıştır.

Özsermaye Devam Eden Değer Modeli (TL)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Kar	61.666.086	83.718.007	100.486.712	119.202.417	138.746.146	158.795.197	179.112.743	197.348.351	215.946.054	224.573.162
Net Kar Değişim Oranı (%)	89%	36%	20%	19%	16%	14%	13%	10%	9%	4%
Temettü Dağıtım Oranı (%)	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Dönem Sonu Özsermaye Defter Değeri	127.491.331	161.876.468	195.398.775	234.203.823	277.588.035	325.386.315	377.462.900	431.521.057	489.583.430	541.404.749
Özsermaye Maliyeti (-)	34.448.158	39.514.046	48.185.338	54.218.185	58.987.457	66.704.195	74.586.669	83.110.956	91.944.707	100.322.300
Özsermayenin Devam Eden Değeri	27.217.029	44.205.961	52.311.374	64.984.233	79.758.689	92.091.003	104.526.074	114.237.395	124.001.347	124.250.862
İskonto Dönemi	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00
İskonto Faktörü	0,79	0,65	0,52	0,43	0,38	0,33	0,28	0,24	0,21	0,18
Özsermayenin İndirgenmiş Devam Eden Değeri	21.428.066	28.559.500	27.093.171	28.253.375	30.434.717	30.081.184	29.582.994	27.915.786	26.347.324	22.699.514

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Limit Değer	
Özsermaye Defter Değeri	541.404.749
Özsermaye Projeksiyon Dönemi Son Değeri	124.250.862
Uzun Vadeli Büyüme Oranı (%)	4,00%
Özsermaye Maliyeti - Büyüme Oranı (%)	23,02%
Limit Değer	561.341.860
İskonto Faktörü	0,18
İndirgenmiş Limit Değer	102.552.106
Özsermayenin Devam Eden Değerinin Bugünkü Değeri	
Özsermaye Değeri	272.305.630
Devam Eden Değerinin Bugünkü Değeri	91.993.565
Şirket Özsermaye Değeri	102.552.106
Hisse Başı Değer	466.851.301
	12,45

5.6 Sonuç

Şirket'in değerlemesinde Özsermaye Artık Değer Modeli ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, **468,9 milyon TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır. Çıkarılmış sermayesi **37,5 milyon TL** olan Şirket'in halka arz pay başına değeri **12,51 TL** olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri **375 milyon TL**, pay başına değer ise **10,00 TL** olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımı yoluyla halka arz edilecek nominal payların toplamı **15.000.000 TL** olup, buna göre halka arz büyüklüğü **150.000.000 TL** olarak hesaplanmaktadır. Ek pay satışının gerçekleşmesi durumunda ise halka arz edilecek nominal payların toplamı **16.500.000 TL** ve halka arz büyüklüğü **165.000.000 TL** olacaktır. Bu durumda halka açıklık oranı **%31,43** olarak hesaplanmıştır.

DEĞERLEME SONUCU	Ağırlık	Sonuç
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine göre Özsermaye Değeri	50%	466.851.301
Pay Başına Değer		12,45
Çarpanlar analizine göre Özsermaye Değeri	50%	471.067.741
Pay Başına Değer		12,56
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100%	468.959.521
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		12,51
Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)		
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri		468.959.521
Halka Arz İskontosu		20,00%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri		375.167.617
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye		37.500.000
Halka Arz Pay Başına Değer		10,00
Sermaye Artırım Oranı		40,00%
Sermaye Artırımı Nominal Pay Tutarı		15.000.000
Ortak Satış Nominal Pay Tutarı		1.500.000
Halka Arz Edilecek Nominal Pay Tutarı		16.500.000
Halka Arz Büyüklüğü		165.000.000
Halka Arz Sonrası Özsermaye Değeri		525.000.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye		52.500.000
Halka Açıklık Oranı		31,43%

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Ekler

Ek-1: Sorumluluk beyanı

Ek-2: Lisans belgeleri

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

SERMA YE PİYASASI KURULU
BAŞKANLIĞINA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara
01.12.2022

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı 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, Sermaye Piyasası Aracı Notunun bir parçası olan 01.12.2022 tarih 2022/04 sayılı Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda 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.

Saygılarımızla,

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



ALNUS YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Menkul Değerler Sok. No: 10, Sıhhiye
Tel: 0212 313 08 00 Faks: 0212 313 09 18
Zincirlikuyu V.D. 615 002 4212

Nilgün Bozkurt Çankaya
Genel Müdür Yardımcısı

Eylem Çiftçi Gölünç
Genel Müdür Yardımcısı

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Ek-2: Lisans Belgeleri

Eylem Çiftçi

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://sts.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=601A0F24-E815-4A97-8098-C22001965EA9>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının köresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve standart gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	30.12.2008	203561	AKTİF LİSANS

EYLEM ÇİFTÇİ GÖLÜNG, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav korusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterlilik, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)


ALNUS YATIRIM
SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ A.Ş.
Etiler/Beşiktaş/İstanbul
Tic. Sicil No: 271221/08-00 Faks: 0212 349 09 89
Zincirlikuyu V.D. 815 002 5212