

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

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

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

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

### 1.3.2. Portföy Yönetim Şirketleri Sektörü

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

#### Portföy Yöneticiliği

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

#### Kolektif Portföy Yöneticiliği

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

Kolektif portföy yöneticiliği aşağıda belirtilen faaliyet ve hizmetleri kapsar;

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

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

#### Portföy Yönetim Şirketi

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

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

Ayrıca, portföy yönetim şirketlerinin,

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

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

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

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

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

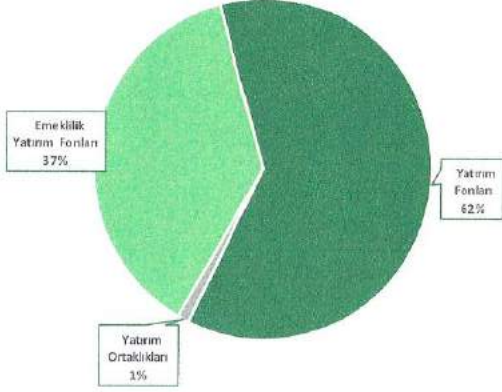
Yönetilen Portföy Sayısı	2015	2016	2017	2018	2019	2020	20/19 Değ.
Yatırımcı Sayısı	2.688	3.082	3.344	3.478	3.398	4.183	23,1%
<b>Kolektif Portföy Yönetimi</b>	<b>647</b>	<b>707</b>	<b>766</b>	<b>935</b>	<b>971</b>	<b>1.079</b>	<b>11,1%</b>
Emeklilik Yatırım Fonları	250	254	292	407	406	404	-0,5%
Yatırım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

Kaynak: TSPB

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

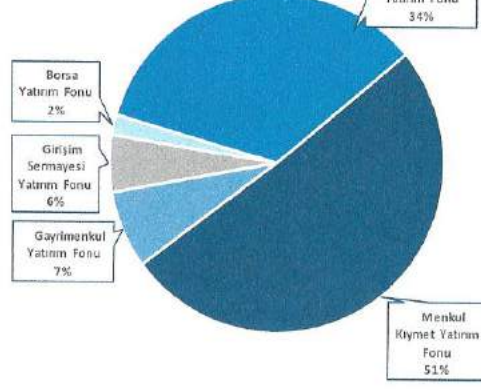
yatırım fonu sayısındaki hızlı yükseliştir. Emeklilik yatırım fon sayısı ise 2015 yılında 250 iken 2018 yılında 407'ye yükselmiş 2020 sonu itibarıyla ise 404'e gerilemiştir.

### Kolektif Portföy Yönetimi



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

### Yatırım Fonları



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

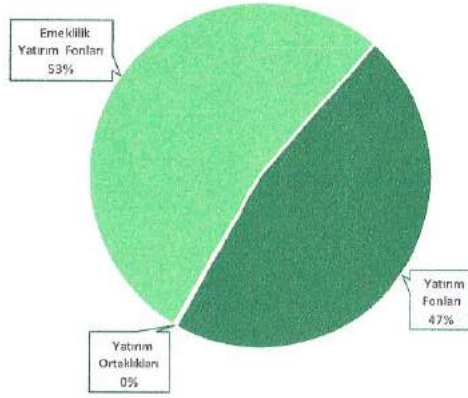
Yönetilen Portföy Büyüklüğü*(mn TL)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	20/19 Değ.
<b>Kolektif Portföy Yönetimi</b>	<b>88.736</b>	<b>108.034</b>	<b>139.338</b>	<b>150.641</b>	<b>255.513</b>	<b>323.603</b>	<b>26,6%</b>
Emeklilik Yatırım Fonları	48.022	60.510	79.543	93.206	127.577	171.015	34,0%
Yatırım Fonları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

Kaynak: TSPB

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

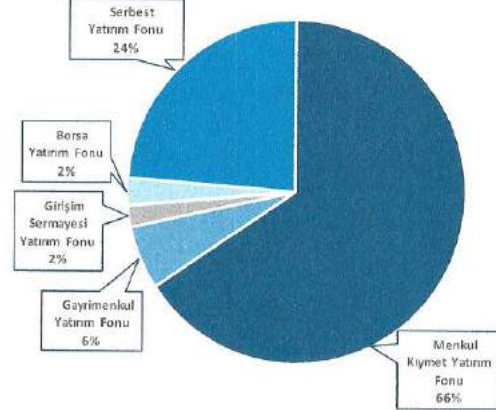
Şirketlerce yönetilen portföylerin büyüklüğü 2020 yılında bir önceki yıla göre %28 artarak 364,6 milyar TL'ye yükselmiştir. 2021 yılı Mart ayı sonu itibarıyla ise bu şirketlerce yönetilen portföy büyüklüğü 401,3 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2020 yılında emeklilik fonlarının portföy büyüklüğü 2019 yılına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

## Kolektif Portföy Yönetimi



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

## Yatırım Fonları



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



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

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



Kaynak: SPK

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

  
  
 Bizim Menkul Değerler A.Ş.

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

Kaynak: SPK

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

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

Kaynak: TSPB

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

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

Kaynak: TSPB

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

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

Kaynak: TSPB, BMD Araştırma

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

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

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

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

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

#### Girişim sermayesi yatırımı;

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

#### Girişim şirketi;

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

#### Girişim sermayesi yatırım ortaklığının yan faaliyetleri;

GSYO'lar;

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

- Borsa İstanbul Gelişen İşletmeler Piyasasında piyasa danışmanlığı hizmeti verebilirler.

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

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

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

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

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

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

#### Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının vergi avantajı;

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

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

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

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

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

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

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

Kaynak: www.spk.gov.tr

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

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

Kaynak: Şirketlerin Bağımsız Denetim Raporları

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



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

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

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

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

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

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



## 2.1. Gelir Tablosu

## 2.1.1. Hedef Holding

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

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

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

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

## 2.1.2. İfo Yatırım

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

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

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

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

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

### 2.1.3. Hedef PYS

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

Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. Gelir Tablosu

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

 **BMD**  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

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

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

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

#### 2.1.4. Hedef Girişim

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

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

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

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

## 2.2. Bilanço

### 2.2.1. Hedef Holding

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

Bilanço tarihleri itibariyle nakit ve nakit benzeri değerler aşağıdaki gibidir:

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

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

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

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

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

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

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

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

  
**Bizim Menkul Değerler A.Ş.**

Şirket'in, ertelenmiş vergi detayı aşağıdaki gibidir:

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

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

Bilanço tarihleri itibariyle Toplam Özkaynaklar hesabının detayı aşağıdaki gibidir:

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

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

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

  
  
**Bizim Menkul Değerler A.Ş.**

## 2.2.2. İfo Yatırım

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 2.2.3. Hedef PYS

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

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

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

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

  
  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.



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

### 2.2.3. Hedef Girişim

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

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

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

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

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

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

Toplam kaynakların %99,'sı özkaynaklardan oluşmaktadır.

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

### 3. Değerleme

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

##### Genel Varsayımlar

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

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

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

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

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

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

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

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

Bu faktörler;

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

**Sınırlayıcı Şartlar**

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

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

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

### 3.2. Değerleme Yöntemleri

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

#### Maliyet Yaklaşımı

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

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

#### Gelir Yaklaşımı

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

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