

**OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN  
ANALİST RAPORU**

**PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.**

**03 HAZİRAN 2021**



## İçindekiler

1. AMAÇ .....	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ .....	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ .....	3
4. FİNANSAL TABLOLAR .....	3
5. DEĞERLEME HAKKINDA .....	5
Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile Değerleme .....	5
Özsermaye Artık Getiri Modeli ile Değerleme .....	6
Değerleme Sonucu .....	7
6. GÖRÜŞ .....	7

## OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## [OYYAT]

**1. AMAÇ**

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29 uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Oyak Yatırım" ve/veya "Şirket") için Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

**OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.****Halka Arzı Hakkında Bilgilendirme Raporu****2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ**

Ordu Yardımlaşma Kurumu'nun (OYAK) Finans Grubu şirketleri içerisinde yer alan Şirket, 18 Mayıs 1982 tarihinde OYAK Yatırım ve Holding A.Ş. (bugünkü adı ile OYTAŞ İç ve Dış Ticaret A.Ş.) tarafından sermaye piyasalarına yönelik yeni düzenlemeler çerçevesinde faaliyet göstermek amacıyla kurulmuştur.

Oyak Yatırım, alım satım aracılığı, portföy yönetimi, halka arza aracılık, menkul kıymetlerin geri alma veya satma taahhüdü ile alım satımı, yatırım danışmanlığı yetki belgeleri ve kredili menkul kıymet, açığa satış ve menkul kıymetlerin ödünç alma ve verme işlemleri izin belgesi ile söz konusu alanlarda faaliyet göstermektedir.

Şirket 2 Ocak 2015 tarihi itibarıyla 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca faaliyet izinlerinin yenilenmesi kapsamında "Geniş Yetkili Aracı Kurum" olarak yetkilendirilmiştir.

Şirket'in mali tabloları hazırlanırken konsolidasyona dahil edilen OYAK Yatırım Ortaklığı A.Ş., OYAK Portföy Yönetimi A.Ş. ve OYAK Grup Sigorta ve Reasürans Brokerliği A.Ş. olmak üzere üç bağlı ortaklığı bulunmaktadır. 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla Şirketin (konsolide) çalışan sayısı 227'dir.

Şirketin 13 şubesi bulunmaktadır.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Şekli	PAY - Adet
Sermaye Artırımı	5.670.000
Ortak Satışı	22.530.000
Ek Satış	4.700.000
<b>Ek Satış Dahil Toplam</b>	<b>32.900.000</b>
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	18,65
Halka Arz İskontosu	19,20%
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	613.585.000
Kotasyon	
Talep Toplama Tarihi	2-3-4 Haziran 2021
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret
Yetkili Aracı Kuruluş	Oyak Yatırım
Halka Arzda Satış Yöntemi	Talep Toplama – Sabit Fiyat
Ödenmiş Sermaye (Halka Arz Öncesi)	88.330.000

Tablo 1 : Halka Arz Özeti- Kaynak: İzahname

### 3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket halka arzında nominal değeri beheri 0,01 TL olan 567.000.000 adet pay sermaye artırımını ile, 2.253.000.000 adet pay ortak satışı ile 22.530.000 adet pay halka arza konudur. Ek satışın gerçekleşmesi dahilinde 470.000.000 adet pay daha halka arza konu olacaktır. Bir payın nominal değeri 0,01 TL olup, 1 lot (100 adet) pay 18,65 TL'den satışa sunulacaktır.

Şirket paylarının halka arzı Oyak Yatırım tarafından "Talep Toplama" ile "En İyi Gayret" aracılığı suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyatla talep toplama süresi 3 iş günü olup, 2-3-4 Haziran 2021 tarihlerinde gerçekleşecektir. Halka arz edilecek 28.200.000 TL nominal değerli payların tahsisatını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Tahsisat	Nominal Sermaye (TL)	Yüzde
Yurtiçi Bireysel	9.870.000	35,00%
Yurtiçi Kurumsal	9.870.000	35,00%
Yurtdışı Kurumsal	8.460.000	30,00%
<b>TOPLAM</b>	<b>28.200.000</b>	<b>100,00%</b>

Tablo 3 : Tahsisat Grupları – Kaynak : İzahname

Payların BİAŞ'ta işlem görmeye başlamasından itibaren, Şirket 180 gün boyunca nakit artırım yoluyla bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdü vermiştir.

Ana Ortak halka arz fiyatının altında bir yıl boyunca pay satmama, Şirket'in diğer ortakları ile birlikte hareket etmeme ve OYAK Yatırım'ın ön onayı alınmaksızın ilk Halka Arzı takiben 4 (dört) ay boyunca dolaşımı artırıcı nitelikte Şirket hissesi satmama taahhüdü vermiştir.

Ek satış yapılması halinde elde edilecek 87,7 milyon TL'lik kaynak ile 30 gün boyunca fiyat istikrarı işlemlerinin yapılması planlanmaktadır.

Hesaplanan şirket değerine %19,2 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır.

### 4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirketin bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihli finansalları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Halka Arz Şekli	PAY- Adet	%
Sermaye Artırımı	567.000.000	<b>6,03%</b>
Ortak Satışı	2.253.000.000	<b>23,97%</b>
Ek Satış	470.000.000	<b>5,00%</b>
Toplam	3.290.000.000	<b>35,00%</b>
<b>Halka Arz ile Ulaşılabilecek Sermaye</b>	<b>94.000.000</b>	

Tablo 2 : Kaynak- İzahname

Varlıklar	31.Ara.20	31.Ara.19	31.Ara.18
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>1.507.740.925</b>	<b>937.308.755</b>	<b>660.087.043</b>
Nakit ve nakit benzerleri	158.935.142	299.588.289	89.481.353
Finansal yatırımlar	338.817.633	243.359.233	168.667.169
Ticari alacaklar	1.001.207.064	385.140.272	399.578.717
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	56.862.298	97.934.857	100.837.028
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	944.344.766	287.205.415	298.741.689
Diğer alacaklar	2.847.150	1.740.097	952.490
Türev varlıklar	3.828.370	5.104.992	337.200
Peşin ödenmiş giderler	989.462	388.348	1.014.180
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	-	1.896.922	-
Diğer dönen varlıklar	1.116.104	90.602	55.934
<b>Duran varlıklar</b>	<b>89.483.759</b>	<b>51.384.592</b>	<b>18.668.436</b>
Finansal yatırımlar	1.517.254	1.517.254	1.517.254
Diğer alacaklar	27.144.307	17.693.626	6.819.749
Maddi duran varlıklar	23.148.384	1.890.050	1.861.303
Kullanım hakkı varlıkları	12.086.812	2.847.863	-
Maddi olmayan duran varlıklar	12.650.984	17.968.130	2.024.207
Ertelenmiş vergi varlığı	12.936.018	9.467.669	6.445.923
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>1.597.224.684</b>	<b>988.693.347</b>	<b>678.755.479</b>
<b>Kaynaklar</b>			
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>1.233.719.487</b>	<b>775.807.165</b>	<b>534.229.491</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	283.304.213	389.622.164	190.574.100
Ticari borçlar	848.220.189	270.501.671	319.930.512
- İlişkili taraflara ticari borçlar	1.703.228	1.185.308	918.461
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	846.516.961	269.316.363	319.012.051
Diğer borçlar	14.564.776	81.906.467	8.067.109
Türev yükümlülükler	4.098.881	427.352	-
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	2.115.091	1.239.105	910.067
Ertelenmiş gelirler	44.729.075	9.424.009	3.593.080
Dönem karı vergi yükümlülüğü	11.683.650	2.833.067	1.813.921
Kısa vadeli karşılıklar	25.003.612	19.853.330	9.340.702
-Diğer kısa vadeli karşılıklar	25.003.612	19.853.330	9.340.702
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>14.713.398</b>	<b>7.067.036</b>	<b>7.915.108</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	8.034.117	1.651.860	-
Ertelenmiş Gelirler	11.177	52.857	4.185.861
Uzun vadeli karşılıklar	6.668.104	5.362.319	3.729.247
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	6.668.104	5.362.319	3.724.308
- Diğer uzun vadeli karşılıklar	-	-	4.939
<b>Özkaynaklar</b>	<b>348.791.799</b>	<b>205.819.146</b>	<b>136.610.880</b>
<b>Ana ortaklığa ait özkaynaklar</b>	<b>330.609.865</b>	<b>189.971.408</b>	<b>123.623.746</b>
Ödenmiş sermaye	88.330.000	88.330.000	88.330.000
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğ. kaps. gelir			
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazanç ve kayıpları	-2.219.405	-2.079.928	-1.854.659
- Yeniden değerlendirme ve sınıflandırma kazanç/kayıpları	1.357.543	1.174.074	1.226.353
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	9.018.965	7.093.969	6.222.662
Geçmiş yıllar karları/zararları	92.974.172	28.828.363	2.503.797
Net dönem karı/zararı	141.148.590	66.624.930	27.195.593
Kontrol gücü olmayan paylar	<b>18.181.934</b>	<b>15.847.738</b>	<b>12.987.134</b>
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>1.597.224.684</b>	<b>988.693.347</b>	<b>678.755.479</b>

Tablo 4 : Kaynak – Öyak Yatırım Bağımsız Denetim Raporları

Kar veya zarar kısmı	31.Ara.20	31.Ara.19	31.Ara.18
Hasılat	19.764.853.207	16.376.452.251	11.590.717.076
Satışların maliyeti (-)	-19.451.756.343	-16.189.397.049	-11.459.151.451
<b>Brüt kar</b>	<b>313.096.864</b>	<b>187.055.202</b>	<b>131.565.625</b>
Genel yönetim giderleri (-)	-110.417.247	-80.513.008	-68.835.530
Pazarlama giderleri (-)	-21.461.844	-10.768.782	-7.768.637
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	126.361.836	67.700.394	29.783.177
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-112.854.871	-44.372.326	-25.279.055
<b>Esas faaliyet karı</b>	<b>194.724.738</b>	<b>119.101.480</b>	<b>59.465.580</b>
Yatırım Faaliyetlerinden gelirler	128.522	72.830	151.540
Yatırım Faaliyetlerinden giderler (-)	-175.297	-3.541	-6.031
<b>Finansman gideri öncesi faaliyet karı</b>	<b>194.677.963</b>	<b>119.170.769</b>	<b>59.611.089</b>
Finansman gelirleri	22.171.299	20.086.199	13.663.345
Finansman giderleri (-)	-32.705.702	-52.323.639	-37.623.344
<b>Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı</b>	<b>184.143.560</b>	<b>86.933.329</b>	<b>35.651.090</b>
<b>Sürdürülen faaliyetler vergi geliri/ (gideri)</b>			
Dönem vergi gideri	-43.487.002	-20.115.693	-11.897.722
Ertelenmiş vergi geliri	3.433.480	2.965.429	5.000.279
<b>Sürdürülen faaliyetler dönem karı</b>	<b>144.090.038</b>	<b>69.783.065</b>	<b>28.753.647</b>
<b>Dönem kar/(zararının) dağılımı</b>			
Ana ortaklık payları	141.148.590	66.624.930	27.195.593
Kontrol gücü olmayan paylar	2.941.448	3.158.135	1.558.054
Sürdürülen faaliyetlerden adi ve sulandırılmış pay başına kar	1,598	0,754	0,308

Tablo 5 : Kaynak – Oyak Yatırım Bağımsız Denetim Raporları

## 5. DEĞERLEME HAKKINDA

Şirket fiyat tespit raporu Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. 06.05.2021 tarihli fiyat tespit raporunda Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemi olarak Piyasa Çarpanları Yöntemi ve Özsermaye Artık Getiri Modeli yöntemi kullanılmıştır.

Değerlemede gelir yaklaşımı (Özsermaye Artık Getiri Modeli) ve Pazar yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) yöntemi eşit ağırlıklandırılmıştır.

### Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile Değerleme

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda çarpan analizinde PD/DD ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Değer tespitinde halka açık aracı kurumların 26 Nisan 2021 tarihi kapanış değerleri üzerinden çarpan değerleri hesaplanmıştır.

Yurt içi şirket çarpanlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Şirket	Piyasa Değ. (Mn TL)	PD/DD (2020/12)	F/K (2020/12)
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	5.463	2,86	5,80
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2.266	6,70	13,43
Global Menkul Değerler A.Ş.	236	3,43	11,28
Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	550	5,48	9,72
Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	699	4,60	14,32
<b>Ortalama</b>	<b>1.843</b>	<b>4,61</b>	<b>10,91</b>

Tablo 6 : Kaynak – Vakıf Yatırım FTR

PD/DD çarpanına göre, 12 aylık verilerle hesaplanan Şirket piyasa değeri 1.526 Milyon TL olarak hesaplanmıştır. F/K çarpanına göre, son aylık verilerle hesaplanan ortalama Şirket piyasa değeri 1.533 Milyon TL olarak belirlenmiştir. Çarpan analizine ilişkin sonuç tablosu aşağıdaki gibidir.

PD/DD Çarpanına Göre Şirket Değeri	
Sektör Ortalama PD/DD Çarpanı	4,61x
Oyak Yatırım Defter Değeri (Mn TL)	331
Piyasa Değeri (Mn TL)	1.526
F/K Çarpanına Göre Şirket Değeri	
Sektör Ortalama F/K Çarpanı	10,91x
Oyak Yatırım Net Kar (Mn TL)	141
Piyasa Değeri (Mn TL)	1.540
<b>Ortalama</b>	<b>1.533</b>

Tablo 7 : Kaynak – Vakıf Yatırım FTR

### Özsermaye Artık Getiri Modeli ile Değerleme

Bu yöntemde, Şirket'in geleceğe yönelik faaliyet ve finansal durumuna ilişkin oluşturulan projeksiyonlar çerçevesinde, Şirket'in bugünkü özsermayesi, özsermaye artık getirisinin bugünkü değeri (5 yıllık) ve artık getirinin nihai değerinin bugünkü değerinin toplamı olarak, Şirket'in özsermaye değerine ulaşılmaktadır.

Fiyat tespit raporunda yer alan 2021-2025 dönemi projeksiyon ve öngörüler doğrultusunda,

- Şirket'in 2020 yılında 313 milyon TL olan brüt karının kademeli artışla 2025 yılında 944 milyon TL olacağı,
- 2020 yılında 132 milyon TL olan faaliyet giderlerinin kademeli artışla 2025 yılında 272 milyon TL olacağı,
- 2020 yılında 195 milyon TL olan esas faaliyet karının kademeli artışla 2025 yılı itibarıyla 709 milyon TL'ye yükseleceği,
- 2020 yılında 141 milyon TL olan ana ortaklık net karının kademeli artışla 2025 yılı itibarıyla 592 milyon TL'ye yükseleceği,
- Vergi oranının 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23, 2023 ve sonraki dönemler için %20 olacağı ön görülmektedir.
- Özsermaye maliyeti %19,40 olarak hesaplanmış olup, risksiz faiz oranı %15, risk primi %6, kaldıraçsız ve kaldıraçlı beta değerleri sırasıyla 0,43 ve 0,73 olarak kullanılmıştır.
- Devam eden değer hesaplanmasında uzun vadeli büyüme oranı %10 olarak dikkate alınmıştır.

Özsermaye Artık Getiri Modeli'ne göre özsermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde 2.545 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Artık Getiri Modeli (milyon TL)	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
<b>Net Kar</b>	141	232	297	388	485	592
Özsermaye Maliyeti (-)		109	131	160	194	233
Özsermaye Artık Getirisi		123	167	228	291	358
Özsermaye Maliyeti (%)		19,40%	19,40%	19,40%	19,40%	19,40%
İskonto Faktörü	1	0,84	0,7	0,59	0,49	0,41
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirisi		103	117	134	143	148
<b>İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirisinin Bugünkü Değeri</b>	<b>645</b>					

Tablo 8 : Kaynak – Vakıf Yatırım FTR

Özsermaye Maliyet Tahminleri	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Dönem Başı Özsermaye Defter Değeri	331	563	675	825	1.000	1.203
Özsermaye Maliyeti (%)		19,40%	19,40%	19,40%	19,40%	19,40%
Özsermaye Maliyeti		109	131	160	194	233

Tablo 9: Kaynak – Vakıf Yatırım FTR

Bugünkü Yatırılmış Özsermaye Defter Değeri	Milyon TL
<b>31.12.2020 Dönemi</b>	<b>331</b>
Özsermaye Artık Getirisi (2025T)	358
Uzun Vadeli Büyüme Oranı (%)	10,00%
Özsermaye Maliyeti- Büyüme Oranı (%)	9,40%
Nihai Değer	3.809
İskonto Faktörü	0,41
<b>Artık Getirilerin Nihai Değerinin Bugünkü Değeri</b>	<b>1.569</b>

Tablo 10:Kaynak – Vakıf Yatırım FTR

OYAK Yatırım	Milyon TL
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirisinin Bugünkü Değeri	645
Bugünkü Yatırılmış Özsermaye Defter Değeri	331
Artık Getirilerin Nihai Değerinin Bugünkü Değeri	1.569
<b>OYAK Yatırım Özsermaye Değeri</b>	<b>2.545</b>
<b>Hisse Başına Değer</b>	<b>28,81</b>

Tablo 11:Kaynak – Vakıf Yatırım FTR

## Değerleme Sonucu

OYAK Yatırım'ın pay başına değeri tespit edilirken 'Özsermaye Artık Getiri Modeli' ve 'Çarpan Analizi' yöntemleri kullanılmış olup her iki yöntemle eşit ağırlık verilerek aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi 2.039 milyon TL özsermaye değerine karşılık gelen 23,08 TL pay başına değer bulunmuştur.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Şirket Değeri
Özsermaye Artık Getiri Modeli	50%	2.545
Çarpan Analizi Son 12 Ay PD/DD - F/K	50%	1.533
<b>Değerleme Sonucu (milyon TL)</b>		<b>2.039</b>
<b>Birim Hisse Fiyatı (TL)</b>		<b>23,08</b>

Tablo 12:Vakıf Yatırım FTR

Bulunan değerlere %19,2 halka arz iskontosu uygulanarak 1.647 milyon TL özsermaye değeri ve 18,65 TL halka arz pay değerine ulaşılmıştır.

Değerleme Sonucu	Şirket Değeri
OYAK Yatırım Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri (milyon TL)	2.039
Halka Arz İskontosu	19,2%
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri (milyon TL)</b>	<b>1.647</b>
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)</b>	<b>18,65</b>

Tablo 13:Vakıf Yatırım FTR

## 6. GÖRÜŞ

- Şirket için Vakıf Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit raporunun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz.



- “Özsermaye Artık Getiri Modeli” ve “Çarpan Analizi” yöntemlerinin eşit ağırlıklandırılmasını makul bulmaktayız.
- Çarpan analizinde F/K ve PD/DD oranlarının kullanılması makuldür.
- Yurtiçi çarpanlara ilave olarak gelişmekte olan ülkelerden seçilecek benzer şirketlerin yurtdışı çarpanlarının da kullanılmasının yatırımcılar tarafından sektörel görünümün daha sağlıklı değerlendirmesine imkan sağlayacağını düşünüyoruz.
- Değerlemede kullanılan %19,4 özsermaye maliyetini iyimser bulmaktayız. Genel olarak halka arzlarda kullanılan beta değeri olarak “1” kullanılmasının uygun olacağı kanaatindeyiz. Bu durumda özsermaye maliyetinin %21 olacağını belirtmek isteriz.
- Özsermaye artık getiri modelini verilen %10 uç değer büyüme oranı ile uyguladığımızda özsermaye değerini hesaplanan değerden %7 daha fazla sonuca ulaştık. Uç değer büyüme oranı %9 aldığımızda fiyat tespit raporundaki değere ulaştık.
- Terminal değer hesaplamasında kullanılan %10 uzun vadeli büyüme oranının yüksek olduğunu düşünmekteyiz. Benzer analizlerde %5 alınan büyüme oranı kullanıldığında özsermaye değerine etkisi tarafımızca %20 olarak belirlenmiştir.

Yukarıdaki çekincelerimizin uygulanan iskonto oranına yaklaşık etkisi olduğu değerlendirildiğinde uygulanan iskonto oranının düşük olduğu görüşündeyiz.