

INVESTCO HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
22 Şubat 2022

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş'nin (Metro Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu Investco Holding A.Ş (kısaca "İhraççı", "Investco" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Metro Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

INVESTCO HOLDİNG HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Investco Holding A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Investco Holding A.Ş.
Halka Arz Tarihleri	22 - 23 Şubat 2022
Halka Arz Fiyatı	24,00 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20,97%
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	150.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	187.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	20,00%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	37.500.000 TL/Lot Sermaye Artırımı
Ek Satış Hakkı	Yoktur.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Şirket, paylarının, BİST'te işlem görmeye başlamasını takiben 30 gün süreyle fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler uygulanabilecek. Bu kapsamda kullanılacak fon, ortaklığın elde edeceği brüt halka arz gelirinin %20'sinden yüksek olamaz ve alınacak payların nominal değeri halka arz edilen payların nominal değerinin %20'sini geçemez.
Taahhütler	1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımı veya pay satışı olmayacak. Aynı zamanda şirket ortakları 1 yıl süreyle pay satışı yapmayacak.
Borsa Kodu	INVE
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	17.2.2022

3. ŞİRKET PROFİLİ

Investco Holding, sermaye kazancı ve/veya yatırım geliri elde etmek üzere yatırımlar yapmaktadır. Teknoloji-yazılım, yenilenebilir enerji, madencilik, kimya, demir-çelik, girişim sermayesi, gıda ve sağlık sektörlerine doğrudan ve dolaylı yatırımlar yapan bir holding şirkettir.

Şirket 1 Ocak 2021 itibarıyla yatırım yönetimi hizmeti sunmak amacıyla bir veya birden fazla yatırımcıdan fon elde etmek ve yatırımcılarına sermaye kazancı veya yatırım geliri ya da her ikisini birden sağlamayı amaçlayan bir yatırım şirketi olarak hareket etmeye başlamıştır. Şirket, ilgili yatırımlarını sınırlı bir süre için yatırıma ilişkin çıkış stratejileri kapsamında elinde tutar ve bu yatırımlarının tamamını gerçeğe uygun değer esasları üzerinden ölçer ve performanslarını değerlendirir. Finansal yatırımlarından çıkış stratejileri doğrultusunda halka arz, borsada satış, mevcut ortağa satış, üçüncü kişilere devir gibi yöntemlerle yatırımlardan çıkmayı hedeflemektedir.

Şirket, yatırımlarını planlarken dünya ve ülke ekonomisi, siyasi ve jeopolitik istikrara ilişkin gelişmeleri göz önünde tutmaktadır. Yeni yatırımların belirlenmesi ve geliştirilmesinde, öncelikler belirlenip ilgili sektörün dinamikleri ve hedef şirketin sektördeki durumunu ve konumunu inceleyerek yatırım yapacağı şirketin değerini artırmaya yönelik en uygun iştirak yöntemi ve bütçe planlaması yapılarak yatırım gerçekleştirilmektedir.

Verusa Holding A.Ş.: Investco Holding'in en önemli finansal yatırımı konumundadır. Mevcut stratejik yatırımlarını yenilenebilir enerji, madencilik, kimya, çelik ürünleri, teknoloji ve yazılım, girişim sermayesi, gıda ve sağlık sektörlerinde değerlendirmektedir. 2013 Haziran'dan beri Borsa İstanbul'da VERUS koduyla işlem görmektedir. Verusa Holding'in ilerleyen yıllarda karlılık ve özkaynaklar açısından yüksek büyüme potansiyeline sahip olduğu değerlendirilmekte olup çıkış süresi diğer yatırımlara göre daha uzun süreli olarak yaklaşık 5 yıl olarak değerlendirilmektedir.

Pan Teknoloji A.Ş.: 2021 yılında kurulan şirketin, Investco Holding'in halka arzından gelecek fon ile birlikte yazılım ve teknoloji alanında yeni yatırımlar yapması planlanmaktadır. Önümüzdeki 2-3 yıl içerisinde ölçek büyüklüğüne ulaşması beklenmekte olup yatırımdan çıkış süresi 4 yıl olarak planlanmaktadır.

Investat Holding Limited: Investco, şirkete yatırım 5 yıl devam etmesine karar vermiştir. Investco halka arzından elde edilecek fon ile yabancı şirket ortaklıkları ve satın almalar planlanmaktadır. Investat Holding'in 5 yıllık süreçte uygun şartları sağlaması ve piyasalarda uygun koşulların oluşması halinde çıkış stratejisinin özel sermaye fonlarına satış olarak belirlenmesine karar verilmiştir.

Enda Enerji Holding A.Ş.: Yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren şirket bünyesinde 5 adet rüzgar santrali, 4 adet hidroelektrik santrali ve 1 adet jeotermal santrali bulunmaktadır. Enda, %100 yenilenebilir enerji kaynakları vasıtasıyla ürettiği elektriğin %99,2'ini YEKDEM kapsamında satmaktadır. Şirketin ilerleyen yıllarda karlılık ve özkaynaklar açısından yüksek büyüme potansiyeline sahip olduğu değerlendirilmekte olup çıkış süresi 3-5 yıl olarak değerlendirilmektedir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)
Mustafa Ünal	A	12.500.000	8,33%	12.500.000	6,67%
	B	92.035.900	61,36%	92.035.900	49,09%
Reha Çırak	A	12.500.000	8,33%	12.500.000	6,67%
	B	32.946.100	21,98%	32.964.100	17,58%
Halka Açık Kısmı	B	-	-	37.500.000	20,0%
Toplam		150.000.000	100%	187.500.000	100%

Kaynak: Investco Holding İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço (TL)	2021	2020	2019
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	209.928.029	766.195.909	471.936.025
Nakit ve Nakit Benzerleri	22.830.466	60.515.708	40.873.496
Finansal Yatırımlar	186.088.636	678.840.646	396.940.928
Ticari Alacaklar	-	10.339.003	20.681.171
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	213.685	290.539
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	-	10.125.318	20.390.632
Stoklar	-	10.445.915	7.054.354
Duran Varlıklar	2.389.276.533	208.694.831	124.075.087
Finansal Yatırımlar	2.373.804.862	21.441.260	18.027.660
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	5.084.700	22.125.000	18.900.000
Maddi Duran Varlıklar	10.182.200	141.664.786	71.302.159
Aktif Toplamı	2.599.204.562	974.890.740	596.011.112
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	24.765.690	107.289.951	55.767.291
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	313.005	397.793
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	8.718.309	29.589.623
Ticari Borçlar	238.668	4.227.723	11.287.989
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Borçlar	238.668	4.227.723	11.287.989
Diğer Borçlar	-	85.540.864	10.492.054
-İlişkili Taraflardan Diğer Borçlar	-	84.935.700	9.711.500
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Borçlar	-	605.164	780.554
Uzun Vadeli Yükümlülükler	116.335.454	88.435.567	38.869.468
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	46.023.646	21.909.640
Diğer Borçlar	-	510.981	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	116.282.907	39.802.705	15.586.795
Toplam Özkaynaklar	2.458.103.418	779.165.222	501.374.353
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2.458.103.418	501.889.920	311.790.864
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	277.275.302	189.583.489
Ödenmiş Sermaye	150.000.000	150.000.000	45.000.000

Kaynak: Investco Holding İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu (TL)	2021	2020	2019
Hasılat	312.541.843	54.971.946	82.493.220
Satışların Maliyeti	-	-40.564.009	-70.547.571
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	312.541.843	14.407.937	11.945.649
Genel Yönetim Giderleri	-34.461.279	-14.632.911	-12.856.064
Pazarlama Giderleri	-	-1.310.432	-1.420.414
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.387.837.182	254.984.527	101.156.717
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-344.739	-3.120.120	-1.625.359
Faaliyet Karı / Zararı	1.696.573.007	250.329.001	97.200.529
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler / Giderler	-	3.363.424	5.708.015
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar / Zararlarındaki Paylar	-	7.545.546	845.910
Finansman Geliri / Gideri Öncesi Faaliyet Karı	1.696.573.007	261.237.971	103.754.454
Finansal Gelirleri	24.518.516	425.066	582.233
Finansal Giderleri	-9.858.625	-20.649.010	-10.649.604
Vergi Geliri / Gideri	-32.294.702	-27.127.036	-7.520.663
Dönem Net Karı / Zararı	1.678.938.196	213.886.991	86.166.419
Dönem Karının / Zararının Dağılımı			
-Azınlık Payları	-	67.534.614	31.538.008
-Ana Ortaklık Payları	1.678.938.196	146.352.377	54.628.411
Pay Başına Kazanç / Kayıp	11,19	0,98	0,36

Kaynak: Investco Holding İzahname

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket, büyüme hedefleri çerçevesinde öngörülen yatırımların finansmanı için kaynak elde edilmesi, kurumsal yapının güçlendirilmesi, şirket değerinin ortaya çıkarılması, rekabet gücünün artırılması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü şekilde uygulanması ve şirketin kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi amaçlarıyla halka arz planlamaktadır.

Investco, halka arzdan elde edeceği gelirin tamamıyla faaliyetlerini büyütmeyi ve karlılığını artırmayı hedeflemektedir.

Halka Arz Geliri Kullanımı

Halka Arz Büyüklüğü	900.000.000
Teknoloji ve Yenilenebilir Enerji Sektörlerine Yatırım	60%
Mevcut Yatırımların Finansal Yapılarının Güçlendirilmesi	40%
Toplam	100%

Kaynak: Investco Holding Fon Kullanım Yeri Raporu

- Teknoloji ve Yenilenebilir Enerji Sektörlerine Yatırım

Şirket, makul bir ekonomik veya finansal gerekçeye dayanmak koşuluyla sermaye artışı yoluyla elde edeceği halka arz gelirlerinin %60'ını öncelikli olarak teknoloji ve yenilenebilir enerji sektörlerinde faaliyet gösteren ce istihdam yaratan döviz girdisi sağlayan yeni şirket yatırımlarının finansmanı için kullanmayı planlamaktadır.

- Mevcut Yatırımların Finansal Yapılarının Güçlendirilmesi

Şirketin mevcut yatırımları arasında bulunan Pan Teknoloji A.Ş. bünyesinde teknoloji ve yazılım alanında yeni yatırımlar yapılması ve Investat Holding Limited bünyesinde yabancı şirket ortaklıkları ve satın almalar yapılması planlanmaktadır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Metro Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan fiyat tespit çarpan analizi yöntemi ve net aktif değer yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %45, net aktif değer analizine %55 ağırlık verilmiştir.

6.1 Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K) ve piyasa değeri /defter değeri (PD/DD) çarpanları kullanılmıştır. Çarpanlara eşit ağırlık verilerek hedeflenen piyasa değerine ulaşılmıştır. Çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanılmıştır. Medyan hesabında; standart sapmanın üç katını aşan rakamlar ile negatif ve PD/DD oranı 1'in altındaki rakamlar uç olarak kabul edilmiş ve değerlendirme harici tutulmuştur. BİST Yıldız Pazar ve BİST Yatırım Holding Şirketleri'nin piyasa çarpanları kullanılmıştır.

Çarpan analizi yöntemine göre 7.116,4 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

11.02.2022 Tarihi İtibarıyla Değerleme Oranları			
Pazar ve Sektör Verileri	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
BİST Yıldız Pazar	8,98	12,49	2,76
BİST Yatırım Holding Şirketleri	34,38	21,29	2,7
Ortalama	21,68	16,89	2,73

Kaynak: Investco Holding Fiyat Tespit Raporu

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler			
Pazar ve Sektör Verileri	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
BİST Yıldız Pazar	3.638.317.991	4.546.961.016	6.784.365.434
BİST Yatırım Holding Şirketleri	13.338.399.479	7.753.688.429	6.636.879.229
Ortalama Şirket Değeri	8.488.358.735	6.150.324.723	6.710.622.331
Nihai Şirket Değeri (Eşit Ağırlık)		7.116.435.263	
Birim Pay Değeri		47,44	

Kaynak: Investco Holding Fiyat Tespit Raporu

6.2 Net Varlık Değeri Yöntemi

31.12.2021 tarihi itibarıyla Şirket'in Bağımsız Denetim'den geçmiş Özkaynak rakamı 2.458,1 milyon TL'dir. Net varlık değeri olarak bu rakamın alınması uygun görülmüştür.

Sonuç

Sonuç olarak net varlık değeri yöntemine %55, çarpan analizi yöntemine %45 pay verilerek halka arz öncesi 4.554,3 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır. Bulunan hedef değere %20,97 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 24 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Pay Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	7.116.435.263	47,44
Net Varlık Değeri Yöntemi	2.458.103.418	16,39
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	4.554.352.748	30,36
İskonto Tutarı (%20,97)	955.047.771	
İskontolu Şirket Değeri	3.599.304.997	24,00

Kaynak: Investco Holding Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Fiyat Tespit Raporu'nda Investco Holding hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.

Fiyat tespitinde kullanılan "Net Aktif Değeri" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklanmıştır.

Şirket değeri bulunurken Piyasa Çarpanları yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PD/DD), Fiyat / Kazanç (F/K), Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) oranlarının kullanılmasını makul karşılıyoruz.

Yatırım Holdinglerinin yüksek çarpanları yerine Yıldız Pazar şirketlerinin değerlemeye katılmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.

Çarpan analizinde uç değerlerin fiyat oluşumunda dahil edilememesini normal karşılıyoruz. Ancak yine de dahil edilen şirketlerin yüksek çarpan oranları, Oran Analizini önemli ölçüde etkilemiş görünüyor. Şirket seçiminde daha titiz olunabileceği kanaatindeyiz.

Fiyat tespitinde kullanılan %20,97 oranındaki iskonto oranının daha yüksek alınabileceğini düşünüyoruz.

Sonuç olarak, yukarıda belirlediğimiz çekincelerimiz saklı kalmak koşuluyla, Investco Holding A.Ş. halka arzı için hesaplanan 24,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.