

PARDUS GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU
08.04.2022



İçindekiler

Kısaltma ve Tanımlar	3
1. Yönetici Özeti	4
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler	6
2.1. Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	6
2.2. Şirket Ortaklık Yapısı.....	7
2.3. Şirket Yatırım Portföyüne İlişkin Bilgiler.....	7
2.4. Şirket Finansalları.....	12
3. Türkiye'de Girişim Sermayesi Faaliyetleri.....	15
4. Değerleme	20
4.1. Net Aktif Değer Analizi	21
4.2. Çarpan Analizi.....	22
4.3. Değerleme Sonucu	22
EK - 1 : Değerleme Raporu Sorumluluk Beyanı	24

Kısaltma ve Tanımlar

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD, Dolar	Amerika Birleşik Devletleri Doları
Arf Enerji, Arf Bio	Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.
A.Ş.	Anonim Şirket
BİST, BİAŞ, Borsa, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul A.Ş.
Covid-19	Koronavirüs hastalığı
DMR Unlu Mamuller	DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.
Erham Enerji	Erham Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
GES	Güneş Enerjisi Santrali
GSYO	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
GSYO Tebliği	III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
İhraççı, Pardus GSYO, Şirket, Ortaklık	Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
MW	Megawatt
Sermaye Piyasası Mevzuatı	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile Kurul ve BİAŞ tarafından çıkarılan tüm tebliğler, yönetmelikler, ilke kararları ve sair ikincil mevzuat
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	Sermaye Piyasası Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TurkNet	TurkNet İletişim Hizmetleri A.Ş.
vb.	ve benzeri
YEKDEM	Yenilenebilir Enerji Kaynaklarını Destekleme Mekanizması

1. Yönetici Özeti

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir. Halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun halka açılacak ortaklığın Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili tarafı olması halinde, fiyat tespit raporunun başka bir yetkili kuruluş tarafından hazırlanması gerekmektedir.

Bu kapsamda; **08.04.2022** tarihli ve **GLB KF 2022/10** sayılı rapor, Maslak Meydan Sok. No:1, Beybi Giz Plaza Kat:25 Maslak Sarıyer İSTANBUL adresinde mukim Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Pardus GSYO" ve/veya "Şirket") ile Yeşilce Mahallesi, Eski Büyükdere Caddesi, No: 65 Kat: 1 Kağıthane/İstanbul adresinde mukim Global Menkul Değerler A.Ş. ("Global Menkul") arasında **30.03.2022** tarihinde imzalanmış olan "Değerleme Raporu ve Fiyat Tespit Raporunun Hazırlanması Sözleşmesi" gereği Şirket'in özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

08.04.2022 tarihli işbu rapor 01.06.2022 tarihi itibarıyla revize edilmiş olup, rapor **GLB KF 2022/10 (Rev-1)** sayılıdır.

Şirket ile fiyat tespit raporunu hazırlayan Global Menkul arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Global Menkul ve Şirket arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Global Menkul'un fiyat tespit raporunun hazırlanması nedeniyle elde edeceği ücret haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

Şirket Özeti:

Şirket Sermaye Piyasası Kurulu'nun 08.04.2021 tarihli izni çerçevesinde 16.06.2021 tarihinde İstanbul Ticaret Siciline tescil edilerek A1 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ticaret unvanıyla kurulmuştur. Şirket'in ticaret unvanı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17.03.2022 tarihli izni çerçevesinde Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

Şirket'in faaliyet konusu, girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek diğer varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunmaktır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17.03.2022 tarihli onayı ile Şirket'in çıkarılmış sermayesi 141.000.000 TL'ye yükselmiştir. Şirket'in girişim sermayesi yatırımları kapsamında 31.12.2021 tarihli finansal tablo sonuçlarına göre 4 adet yatırımı bulunmaktadır.

Şirket'in 31.12.2021 tarihli finansal tablo sonuçları ile proforma düzeltmeleri içeren 02.03.2022 tarihli bağımsız güvence raporu dikkate alındığında, Pardus GSYO **426.467.773** TL finansal yatırım tutarına ve **385.147.502** TL özkaynağa sahiptir.

Proje Ekibi:

Global Menkul Kıymetler A.Ş. Kurumsal Finansman Departmanı işbu raporu hazırlayabilmek için gerekli ehliyet, tecrübe ve teknik altyapıya sahiptir. Değerleme ekibi aşağıdaki gibidir.

Yiğit Engiz, Global Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Müdürü olarak görev yapmaktadır. Değerleme çalışması Yiğit Engiz tarafından yürütülmüştür. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 903400) sahip Yiğit Engiz, kurumsal finansman alanında borçlanma araçları piyasası, Şirket halka arzları, değerlendirme projeleri ve diğer birçok sermaye piyasası projelerinde görev almıştır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler ve Sınırlamalar:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Global Menkul, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.
- Global Menkul, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. 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. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Global Menkul elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir. Global Menkul tarafından projeksiyon dönemine ait verilerin oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Global Menkul olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

- Şirket Sermaye Piyasası Kurulu'nun 08.04.2021 tarihli izni çerçevesinde 16.06.2021 tarihinde İstanbul Ticaret Siciline tescil edilerek A1 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ticaret unvanıyla kurulmuştur. Şirket'in ticaret unvanı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17.03.2022 tarihli izni çerçevesinde Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirilmiştir.
- Şirket yönetim kurulunun 13.12.2021 tarihli toplantısında, Şirket'in 30.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 90.000.000 TL artırılarak 120.000.000 TL'ye çıkarılmasına, sermaye artırımında 1 TL nominal değerli her bir payın satış fiyatının 1,40 TL olarak belirlenmesine ve sermaye artırımı nedeniyle çıkarılacak 90.000.000 TL nominal değerli payların, ortakların yeni pay alma hakları tamamen kısıtlanarak ve tamamı nakit olarak karşılanmak suretiyle 74.999.000 TL nominal değerli kısmının halka arz edilmeksizin 1,40 TL beher fiyatla Şirket ortaklarından Murat Güler'e 15.001.000 TL nominal değerli kısmının ise halka arz edilmeksizin 1,40 TL beher fiyatla Şirket ortaklarından Güler Yatırım Holding A.Ş.'ye satılmasına karar verilmiştir. Söz konusu sermaye artırımı 30.12.2021 tarihinde ticaret siciline tescil ve 04.01.2022 tarih ve 10487 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.
- 21.12.2021 tarihinde Pardus GSYO ile Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu arasında DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.'nin %4,88 oranındaki paylarının 45.000.000 TL bedel üzerinden satın alınmasına ilişkin "Hisse Alım Satım ve Ortaklık Sözleşmesi" imzalanmış olup, bu kapsamda Pardus GSYO tarafından DMR Unlu Mamuller'e %4,88 oranında iştirak edilmiştir.
- 23.12.2021 tarihinde Pardus GSYO tarafından Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.'nin 70.000.000 TL olan ödenmiş sermayesinin 105.241.000 TL'ye artırılması sırasında Pardus GSYO'ya tahsis edilen ve Arf Enerji sermayesindeki payların %4,98'ine tekabül eden beheri 1 TL nominal değerdeki 5.241.000 adet (B) grubu paya 37.500.000 TL bedel ödenerek Arf Bio'nun sermayesine iştirak edilmiştir.
- 24.12.2021 tarihinde Pardus GSYO tarafından TurkNet İletişim Hizmetleri A.Ş.'nin sermayesinin %4,92'sine tekabül eden 1.310.937 TL nominal değerli paylar 47.500.000 TL karşılığında devralınmıştır.
- 28.12.2021 tarihinde Pardus GSYO tarafından Erham Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 3.626.030 TL nominal değerli sermayesinin %50'sine tekabül eden 1.813.015 TL nominal değerli paylarının 29.943.729 TL karşılığında devralınmasına ve Erham Enerji'nin 3.626.030 TL olan ödenmiş sermayesinin 55.000.000 TL'ye yükseltilmesine karar verilmiş olup, söz konusu işlemler neticesinde toplam 59.887.458 TL tutarındaki ödeme işlemleri tamamlanmış ve Pardus GSYO, Erham Enerji'nin 55.000.000 TL sermayesindeki payların %50'sine iştirak etmiştir.
- Pardus GSYO'nun 30.12.2021 tarihli yönetim kurulu toplantısında 2021-2025 yılları için geçerli olan Pardus GSYO'nun kayıtlı sermaye tavanının 120.000.000 TL'den 600.000.000 TL'ye artırılmasına ve kayıtlı sermaye tavanı geçerlilik süresinin 2022-2026 yılları arasında olacak şekilde değiştirilmesine, Pardus GSYO'nun çıkarılmış sermayesinin 120.000.000 TL'den 141.000.000 TL'ye artırılmasına karar verilmiş olup, söz konusu sermaye artırımı 29.03.2022 tarihinde İstanbul Ticaret Siciline tescil edilmiştir.

- 01.03.2022 tarihinde Pardus GSYO tarafından Erham Enerji sermayesinde Hamdullah Ceylan'a ait 9.000.000 TL nominal değerli (A) grubu payların 4.500.000 TL nominal değerli kısmı ile 18.500.000 TL nominal değerli (B) grubu payların 9.250.000 TL nominal değerli kısmı toplam 3.035.250 USD karşılığında Hamdullah Ceylan'dan satın alınmıştır. Aynı tarihte ayrıca, Pardus GSYO'nun ilişkili tarafı olan İCG Finansal Danışmanlık A.Ş. tarafından Erham Enerji sermayesinde Hamdullah Ceylan'a ait 9.000.000 TL nominal değerli (A) grubu payların 4.500.000 TL nominal değerli kısmı ile 18.500.000 TL nominal değerli (B) grubu payların 9.250.000 TL nominal değerli kısmı toplam 3.035.250 USD karşılığında Hamdullah Ceylan'dan satın alınmıştır. Söz konusu devir işlemi sonucunda Erham Enerji sermayesindeki payların %75'i Pardus GSYO'ya; %25'i İCG Finansal Danışmanlık'a ait olmuştur.

2.2. Şirket Ortaklık Yapısı

Şirket'in sermaye yapısı A ve B grubu paylardan oluşmaktadır. Şirket'in sermayesinde ve toplam oy haklarında %5'in üzerinde pay sahibi olan Murat GÜLER, Pardus GSYO'nun sermayesindeki 15.001.000 TL nominal değerli (A) grubu imtiyazlı payların tamamına sahiptir.

Şirket esas sözleşmesinin 18'inci maddesi uyarınca Şirket'in 6 kişiden oluşan yönetim kurulu üyelerinin bağımsız üyeler dışındaki 4 üyesi A Grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından olmak üzere, genel kurul tarafından seçilir.

Şirket esas sözleşmesinin 27'nci maddesinde genel kurul toplantılarında her pay sahibinin bir oy hakkı olduğu düzenlenmiştir. Bu kapsamda, Şirket sermayesindeki veya toplam oy hakkı içindeki doğrudan payları %5 ve fazlası olan gerçek ve tüzel kişi ortakların sahip oldukları farklı oy hakları bulunmamaktadır.

Şirket'in sermaye yapısını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

PARDUS GSYO'nun Ortaklık Yapısı				
Ortağın Adı Soyadı / Ticaret Unvanı	Pay Grubu	Sermaye Payı / Oy Hakkı		
		Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)
Murat GÜLER	A	15.001.000	10,64	10,64
	B	90.749.000	64,36	64,36
Güler Yatırım Holding A.Ş.	B	35.250.000	25,00	25,00
TOPLAM		141.000.000	100%	100%

Tablo 1 : Şirket Ortaklık Yapısı - Kaynak : Şirket

2.3. Şirket Yatırım Portföyüne İlişkin Bilgiler

Şirket'in 31.12.2021 tarihli finansal tablolarına göre girişim sermayesi yatırımları kapsamında, Erham Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Erham Enerji"), DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. ("DMR Gıda"), Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. ("ARF Enerji"), TurkNet İletişim Hizmetleri A.Ş. ("TurkNet") firmalarına yatırımı bulunmaktadır.

Şirket'in 31.12.2021 tarihli finansal tablolarına göre girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Erham Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Ticaret Unvanı	Erham Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Kuruluş Yeri	Türkiye
Faaliyet Konusu	Yenilenebilir Enerji
Yatırım Tarihi	28.12.2021
Toplam Yatırım (TL)	59.887.458 TL
PARDUS GSYO'nun Sermaye Payı / İştirak Oranı (%) ¹	50
PARDUS GSYO'nun Oy Hakkı (%)	50
Finansman Yöntemi	Özkaynak
Çıkış Tarihi	Devam Etmekte
DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.	
Ticaret Unvanı	DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.
Kuruluş Yeri	Türkiye
Faaliyet Konusu	Dondurulmuş unlu mamuller üretimi
Yatırım Tarihi	21.12.2021
Toplam Yatırım (TL)	45.000.000
PARDUS GSYO'nun Sermaye Payı / İştirak Oranı (%)	4,88
PARDUS GSYO'nun Oy Hakkı (%)	4,88
Finansman Yöntemi	Özkaynak
Çıkış Tarihi	Devam Etmekte
Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	
Ticaret Unvanı	Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.
Kuruluş Yeri	Türkiye
Faaliyet Konusu	Yenilenebilir Enerji
Yatırım Tarihi	23.12.2021
Toplam Yatırım (TL)	37.500.000
PARDUS GSYO'nun Sermaye Payı / İştirak Oranı (%)	4,98
PARDUS GSYO'nun Oy Hakkı (%)	4,98
Finansman Yöntemi	Özkaynak
Çıkış Tarihi	Devam Etmekte
TürkNet İletişim Hizmetleri A.Ş.	
Ticaret Unvanı	TürkNet İletişim Hizmetleri A.Ş.
Kuruluş Yeri	Türkiye
Faaliyet Konusu	Telekomünikasyon
Yatırım Tarihi	24.12.2021
Toplam Yatırım (TL)	47.500.000
PARDUS GSYO'nun Sermaye Payı / İştirak Oranı (%)	4,92
PARDUS GSYO'nun Oy Hakkı (%)	4,92
Finansman Yöntemi	Özkaynak
Çıkış Tarihi	Devam Etmekte

Tablo 2 : Şirket Yatırımlarını Gösterir Detay Tablo - Kaynak : Şirket

Erham Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Erham Enerji'nin ana faaliyeti elektrik enerjisi üretim tesisi kurmak, işletmelere kiralamak, üretilen elektrik enerjisinin müşterilere satışını sağlamaktır. Şirket yenilenebilir enerji kaynaklarından güneş enerjisinden elektrik üretimi alanında faaliyet göstermekte olup mevcut durumda Isparta, Muğla/Fethiye ve Niğde'de yer alan Güneş Enerjisi Santrallerine sahiptir.

¹ 01.03.2022 tarihinde Pardus GSYO tarafından Erham Enerji sermayesinde Hamdullah Ceylan'a ait 9.000.000 TL nominal değerli (A) grubu payların 4.500.000 TL nominal değerli kısmı ile 18.500.000 TL nominal değerli (B) grubu payların 9.250.000 TL nominal değerli kısmı toplam 3.035.250 USD karşılığında Hamdullah Ceylan'dan satın alınmış olup, Pardus GSYO'nun Erham Enerji sermayesindeki pay oranı ve oy hakkı oranı 31.12.2021 tarihi itibarıyla %50,00 iken izahname tarihi itibarıyla bu oran %75,00'e yükselmiştir.

Erham Enerji bünyesindeki Isparta GES 2016 yılı Nisan ayında, Muğla/Fethiye'deki GES 2016 yılı Ağustos ayında devreye alınmıştır.

Erham Enerji 31.12.2021 tarihinde Niğde İli, Bor İlçesi, Badak Köyü sınırları içerisinde Çanak Mevkii'nde yer alan 127 ada 18-19-20-21-22-23-24 numaralı parseller üzerinde kurulu 7,113 MWp / 6,69 MWe güce sahip Güneş Enerji Santrallerinin (7 adet) 6.110.000 USD + KDV bedel üzerinden satın alınması için Atasa Enerji İnşaat Turizm Sanayi ve Ticaret AŞ ve Bor İnşaat Turizm Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile sözleşme imzalamış olup, söz konusu santrallerin devir ve ödeme işlemleri 12.01.2022 tarihi itibarıyla tamamlanmıştır.

Erham Enerji'nin mevcut durumda sahip olduğu GES'ler lisanssız üretim yapmakta olup, her bir santral geçici kabul tarihlerinden itibaren 10 yıl boyunca ürettikleri elektriği YEKDEM kapsamında 13,3 USD cent/kWh fiyatla devlete satma hakkına sahiptir. Bu doğrultuda Erham Enerji'nin sahip olduğu Isparta GES'in 2026 yılı Nisan ayına kadar, Muğla/Fethiye GES'in 2026 yılı Ağustos ayına kadar ve Niğde'de yer alan GES'lerin 2025 yılı Mayıs ayına kadar ürettikleri elektriği 13,3 USD cent/kWh sabit fiyatla sisteme satma hakkı bulunmaktadır.

Erham Enerji'nin 29.12.2021 tarihli ve 01.03.2022 tarihli pay devir işlemleri neticesinde işbu değerlendirme raporu tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

Adı-Soyadı / Unvanı	Pay Grubu	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)
Pardus GSYO	A	13.500.000	24,54	24,54
	B	27.750.000	50,46	50,46
İCG Finansal	A	4.500.000	8,18	8,18
	B	9.250.000	16,82	16,82
TOPLAM		55.000.000	100,00	100,00

Tablo 3 : Erham Enerji Ortaklık Yapısı - Kaynak : Şirket

DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.

DMR Unlu Mamuller, DMR Turizm Sportif Faaliyetler Gıda Tarım İnşaat Otomotiv Pazarlama ve Ticaret Limited Şirketi'nin 27.04.2021 tarih ve 10317 sayılı TTSG'de ilan tür ve unvan değişikliği ile DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. unvanını almıştır.

16.08.2021 tarih ve 10388 sayılı TTSG'de ilan edilen kısmi bölünme ile sermaye artırımını sonucunda DMR Unlu Mamuller'in sermayesi 100.000 TL'den 50.141.600 TL'ye artırılmış olup, artırılan 50.041.600 TL sermayenin 50.041.596,85 TL'si İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü'nün 545990 sicil numarasında kayıtlı Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'nin aktifinde yer alan 50.041.596,85 TL toplam net mukayyet değerli aktifinde bulunan unlu mamuller üretim tesisi, fabrika arsası, binası ve müştemilatının, 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 19/3-b ve 20'nci maddeleri ile 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 159-179 maddeleri uyarınca kısmi bölünme yolu ile sermaye olarak konulması ile karşılanmıştır. Geriye kalan 3,15 TL'nin tamamı ise DMR Unlu Mamuller hissedarı tarafından nakden taahhüt edilmiş ve tamamı tescilden önce ödenmiştir. DMR Unlu Mamuller'e bölünme yoluyla devrolunan Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'nin üretim operasyonları olarak 2005 yılında Samandıra/Sancaktepe'de kurulmuş olup, 3.600 metrekare kapalı alana sahiptir. Fabrika ile başlıca simit, poğaç, açma, pizza, börek gibi ürünlerin üretimi sağlanmaktadır.

05.10.2021 tarih ve 10423 sayılı TTSG'de ilan edilen sermaye artırımını ile DMR Unlu Mamuller'in sermayesi 50.141.600 TL'den 90.141.600 TL'ye yükseltilmiş olup, artırılan 40.000.000 TL tutarındaki sermayenin 25.561.061 TL tutarındaki kısmı Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'nin, 12.000.000 TL tutarındaki kısmı ise RE-PIE Portföy Yönetimi A.Ş.'nin DMR Unlu Mamuller'den olan alacağının sermayeye ilave edilmesi suretiyle, bakiye 2.438.939 TL tutarı ise Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş. tarafından nakden taahhüt edilerek ödenmiştir.

21.12.2021 tarihinde Pardus GSYO ile Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu arasında DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.'nin %4,88 oranındaki paylarının 45.000.000 TL bedel üzerinden satın alınmasına ilişkin "Hisse Alım Satım ve Ortaklık Sözleşmesi" imzalanmış olup, bu kapsamda Pardus GSYO tarafından DMR Unlu Mamuller'e %4,88 oranında iştirak edilmiştir. Bu kapsamda, DMR Unlu Mamuller'in değerlendirme raporu tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır:

Adı-Soyadı / Unvanı	Pay Grubu	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)
Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.	A	63.099.120	70,00	70,00
RE-PIE Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermayesi Yat. Fonu	B	22.643.480	25,12	25,12
Pardus GSYO	B	4.399.000	4,88	4,88
TOPLAM		90.141.600	100,00	100,00

Tablo 4 : DMR Gıda Ortaklık Yapısı - Kaynak : Şirket

Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.

Arf Enerji, 27.09.2016 tarihinde Ankara Ticaret Sicili Müdürlüğüne tescil olunarak kurulmuştur. 23.12.2021 tarihinde Pardus GSYO tarafından Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.'nin 70.000.000 TL olan ödenmiş sermayesinin 105.241.000 TL'ye artırılması sırasında Pardus GSYO'ya tahsis edilen ve Arf Enerji sermayesindeki payların %4,98'ine tekabül eden beheri 1 TL nominal değerdeki 5.241.000 adet (B) grubu paya 37.500.000 TL bedel ödenerek Arf Enerji 'nun sermayesine iştirak edilmiştir.

Arf Enerji yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermekte olup, İzmir/Ödemiş ilçesinde yer alan 4,8 MW kurulu gücündeki biyogaz tesisi ile büyükbaş hayvan atığı ile çeşitli bitkisel/hayvansal girdileri (mısır silajı, patates yeşili vb.) kullanarak elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.

Arf Enerji'nin üretim lisansı 2018 yılından 2067 yılına kadar geçerli olacak şekilde 49 yıllık bir süreyi kapsamaktadır. Arf Enerji Ödemiş'te bulunan biyogaz elektrik santralinde ilk deneme üretimini 31 Ekim 2018'de gerçekleştirmiştir. Söz konusu deneme üretimi sonrası 4,8 MW'lık tesisin geçici kabulü yapılmıştır. Tesiste her biri 2,4 MW kapasiteli birbirine paralel iki hat mevcuttur. 1 Ocak 2019 tarihinden itibaren yaklaşık 2,4 MW kapasiteli birinci kısım devreye alınmıştır. Mart 2020 döneminde yaklaşık 2,4 MW kapasiteli tesisin ikinci kısmı devreye alınmıştır.

Arf Enerji biyogaz enerji santrali tesisinde, bakterilerin anaerobik fermantasyonu sonucu organik atıklardan biyogaz ve gübre üretilmektedir. Oluşan biyogaz, gaz motorları ile elektrik enerjisine dönüştürülmektedir. Elektrik enerjisi depolanmadan sisteme verilmektedir ve yenilenebilir enerji mevzuatı kapsamında elektrik piyasasına satılmaktadır. Arf Enerji

YEKDEM kapsamına dahil olup, ürettiği elektriği YEKDEM kapsamında 13,3 USD cent/kWh fiyatla devlete satma hakkına sahiptir.

Arf Enerji, 2021 yılında organomineral gübre üretim tesisi yatırımına başlamıştır. Gübre üretim tesisi ile mevcut tesis entegre bir yapıya kavuşmuştur. Gübre üretim faaliyetlerinin 2022 yılında başlaması planlanmaktadır. Şirket organomineral gübre üretimi kapsamında katı gübre, ambalajlı sıvı gübre ve ambalajsız dökme usulde sıvı gübre üretimi yapmayı planlamaktadır.

TÜV SÜD South Asia Pvt. Ltd. firmasının 7 Kasım 2021 tarihli ve GS7527 referans numaralı validasyon raporuna göre, Arf Enerji tahmini yıllık ortalama 1.244.314 tCO₂e GHG emisyon azaltımı kapasitesine sahiptir. Şirket Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Çerçeve Sözleşmesi kapsamında ve emisyon ticaret sistemi dahilinde, karbon sözleşmesi satışı gerçekleştirerek gelir elde etmeyi planlamaktadır. Arf Enerji, karbon sözleşmesi satışı kapsamında yurt dışı bir firmaya, 2018-2019 ve 2020 yıllarının birikmiş emisyon azaltımlarına karşılık olarak 5,50 USD birim fiyattan 2.100.000 adet sözleşme karşılığı 11.550.000 USD tutarında fatura kesmiştir.

Diğer yandan Arf Enerji'nin hibrit GES yatırımı bulunmaktadır. Hibrit GES ile yıllık 6.000 MW elektrik enerjisi üretilmesi planlanmaktadır.

İşbu değerlendirme raporu tarihi itibarıyla Arf Enerji'nin ortaklık yapısını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Adı-Soyadı / Unvanı	Pay Grubu	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)
RE-PIE Portföy Yönetimi A.Ş. ARF Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	A	100.000.000	95,02	95,02
Pardus GSYO	B	5.241.000	4,98	4,98
TOPLAM		105.241.000	100,00	100,00

Tablo 5 : Arf Enerji Ortaklık Yapısı - Kaynak : Şirket

TurkNet İletişim Hizmetleri A.Ş.

TurkNet 1996 yılında kurulmuş olup, telekom pazarında bireylere ve çeşitli büyüklükteki kurumlara telefon, toplu internet, özel sanal ağ (IP, MPLS, VPN), veri merkezi ve barındırma hizmetleri sunmaktadır. TurkNet'in ayrıca kurumsal ve toptan satış segmentlerinde sunduğu hizmetleri de bulunmakta olup, ana ürün/hizmetlerine ilişkin detay bilgiler aşağıdaki gibidir:

- İnternet erişimi: ADSL, G.SHDSL, MetroEthernet, yerel ve uluslararası kiralık devre
- VPN erişimi: Şubeler/ofisler arası özel sanal ağ (IP MPLS VPN)
- Sabit telefon hizmetleri: Yerel ve uzak mesafe telefon hizmetleri, numara taşıma ve tahsisi (coğrafi ve coğrafi olmayan numaralar), toptan hat kiralama, çoklu hatlar,
- Veri merkezi hizmetleri: Alan kiralama (Co-location), sanal sunucu kiralama, VPS/VDS, kesintisiz internet erişimi, depolama, loglama, e-posta/web sitesi barındırma, güvenlik yönetimi hizmetleri (sanal & yönetilen UTM)

24.12.2021 tarihinde Pardus GSYO tarafından TurkNet İletişim Hizmetleri A.Ş.'nin sermayesinin %4,92'sine tekabül eden 1.310.937 TL nominal değerli paylar 47.500.000 TL karşılığında RE-PIE Portföy Yönetimi A.Ş. IoT Tech Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'ndan devralınmıştır.

İşbu değerlendirme raporu tarihi itibarıyla TurkNet'in ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

Adı-Soyadı / Unvanı	Pay Grubu	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)
Cem Mehmet ÇELEBİLER	A	7.840.000	29,40	29,40
Mehmet İzzı ÇELEBİLER	A	2.720.000	10,20	10,20
Nedim Halet ÇELEBİLER	A	3.200.000	12,00	12,00
Yunus Sami ÇELEBİLER	A	2.240.000	8,40	8,40
RE-PIE Portföy Yönetimi A.Ş. İot Tech Girişim Sermayesi Yat. Fonu	B	9.355.730	35,08	35,08
Pardus GSYO	B	1.310.937	4,92	4,92
TOPLAM		26.666.667	100,00	100,00

Tablo 6 : Turknet Ortaklık Yapısı - Kaynak : Şirket

2.4. Şirket Finansalları

Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2021 tarihinde sona eren döneme ilişkin finansal durum tablosuna aşağıda yer verilmiştir.

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2021
Dönen Varlıklar	
Nakit ve Nakit Benzerleri	743.111
Diğer Alacaklar	26.386
Peşin Ödenmiş Giderler	365
Diğer Dönen Varlıklar	4.025
Toplam Dönen Varlıklar	773.887
Duran Varlıklar	
Finansal Yatırımlar	353.511.262
Peşin Ödenmiş Giderler	699
Toplam Duran Varlıklar	353.511.961
Toplam Varlıklar	354.285.848
Kısa Vadeli Yükümlülükler	
Diğer Borçlar	33.560
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	33.560
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	80.006
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	113.566
Uzun Vadeli Yükümlülükler	
Uzun Vadeli Karşılıklar	8.033
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	8.033
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.033
Toplam Yükümlülükler	121.599
Özkaynaklar	
Ödenmiş Sermaye	120.000.000
Diğer Yedekler	21.000.000
Paylara İlişkin Primler	36.000.000
Dönem Net Karı/Zararı	188.299.063
Toplam Özkaynaklar	354.164.249
Toplam Kaynaklar	354.285.848

Tablo 7 : Şirket Bilançosu - Kaynak : Şirket

Şirket'in 31.12.2021 tarihli bilançosunda en önemli hesap kalemi duran varlıklar altında finansal yatırımlar kaleminde izlenen 353.511.262 TL tutarındaki (toplam varlıkların %99,8'i) girişim sermayesi yatırımları oluşturmaktadır.

Söz konusu finansal yatırımlar gerçeğe uygun değeri ile Şirket bilançosuna yansıtılmakta olup, her bir girişim sermayesi yatırımı bazında duran varlıklar altında izlenen finansal yatırımların gerçeğe uygun değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Girişim Sermayesi Yatırımları (TL)	31.12.2021
Erham Enerji	145.913.021
DMR Unlu Mamuller	62.818.459
Arf Bio	83.406.841
TurkNet	61.372.941
TOPLAM	353.511.262

Tablo 8 : Şirket Girişim Sermayesi Yatırımları - Kaynak : Şirket

Şirket'in 31.12.2021 tarihli bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2021
Hasılat	177.148.328
Satışların Maliyeti	-
Brüt Kar/Zarar	177.148.328
Genel Yönetim Giderleri	(1.067.850)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	354.369
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(142.172)
Esas Faaliyet Karı / Zararı	176.292.675
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	176.292.675
Finansman Gelirleri	871.574
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / Zararı	177.164.249
Dönem Karı / Zararı	177.164.249

Tablo 9 : Şirket Gelir Tablosu - Kaynak : Şirket

Şirket'in hasılatı finansal yatırımlar gerçeğe uygun değer farkı geliri, pay net satış hasılatı ve para piyasası işlemlerinden net gelirlerden oluşmaktadır. 31.12.2021 döneminde Şirket'in hasılatının kırılımına ilişkin tabloda aşağıdaki gibidir:

(TL)	31.12.2021
Finansal Yatırımlar Gerçeğe Uygun Değer Farkı Geliri	163.623.804
Pay Satış Hasılatı (Net)	11.603.111
Para Piyasası İşlemlerinden Gelirler (Net)	1.921.413
TOPLAM	177.148.328

Tablo 10 : Şirket Hasılatına İlişkin Kırılım - Kaynak : Şirket

Şirket, 01 Mart 2022 tarihinde Şirket aktifinde yer alan Erham Enerji'de bulunan %50 oranındaki payını %75'e çıkarmıştır. Bu işlem pay artış tarihi itibarıyla proforma finansal tablolara dahil edilmiştir. Erham Enerji'nin rayiç bedeli Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 22.02.2022 tarihli değerlendirme raporuyla 291.826.043 TL olarak belirlenmiştir. Erham Enerji'nin paylarının %75'ini elinde bulunduran Pardus GSYO'nun payına karşılık finansal yatırımı 218.869.532 TL olarak tespit edilmiştir.

Erham Enerji paylarının %25'inin satın alınması işlemine ilişkin olarak imzalanan pay devir sözleşmesi çerçevesinde; Şirket'in döviz cinsinden (Amerikan Doları) olmak üzere 3.035.250

USD tutarında borcu bulunmaktadır. Söz konusu döviz cinsinden borcun 01.07.2022 tarihine kadar Hamdullah CEYLAN'a ödenmesi gerekmekte olup, bu süreçte Murat Güler tarafından keşide edilen ve Pardus GSYO'ya ciro edilen 1 USD=14 TL üzerinden hesaplanan 3.035.250 Amerikan Doları karşılığı 42.493.500 TL tutarındaki 4 Temmuz 2022 tarihli çek teminat olarak Hamdullah Ceylan'a teslim edilmiştir. Borcun döviz olarak ödenmesini takiben ise Hamdullah CEYLAN'a verilmiş olan TL cinsinden vadeli teminat çeki geri alınacaktır.

Bu minvalde, bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2021 tarihli mali tablolar ile 02.03.2022 tarihli proforma finansal tablolar dikkate alındığında Şirket'in bağımsız denetimden geçmemiş, düzeltilmiş bilançosu aşağıdaki gibidir.

VARLIKLAR	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2021	01.01.2022 02.03.2022 Proforma Düzeltmeler	Bağımsız Denetimden Geçmemiş 31.12.2021
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	743.111	--	743.111
Diğer Alacaklar	26.386	--	26.386
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	--	--	--
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	26.386	--	26.386
Peşin Ödenmiş Giderler	365	--	365
Diğer Dönen Varlıklar	4.025	--	4.025
ARA TOPLAM	773.887	--	773.887
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	--	--	--
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	773.887	--	773.887
Duran Varlıklar			
Finansal Yatırımlar	353.511.262	72.956.511	426.467.773
Peşin Ödenmiş Giderler	699	--	699
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	353.511.961	72.956.511	426.468.472
TOPLAM VARLIKLAR	354.285.848	72.956.511	427.242.359
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	--	--	--
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kap. Borçlar	80.006	--	80.006
Diğer Borçlar	33.560	41.973.258	42.006.818
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	--	--	--
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	33.560	41.973.258	42.006.818
ARA TOPLAM	113.566	41.973.258	42.086.824
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin Yük.	--	--	--
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	113.566	41.973.258	42.086.824
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Uzun Vadeli Karşılıklar	8.033	--	8.033
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vad. Kar.	8.033	--	8.033
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	--	--	--
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	--	--	--
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	8.033	--	8.033
ÖZKAYNAKLAR			
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	354.164.249	30.983.253	385.147.502
Ödenmiş Sermaye	120.000.000	--	120.000.000
Diğer Yedekler	21.000.000	--	21.000.000
Paylara İlişkin Primler	36.000.000	--	36.000.000
Dönem Net Kâr/Zararı	177.164.249	30.983.253	208.147.502
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	354.164.249	30.983.253	385.147.502
TOPLAM KAYNAKLAR	354.285.848	72.956.511	427.242.359

Tablo 11 : Proforma Düzeltmeleri İçerir Bilanço - Kaynak : Aday Bağımsız Denetim

02.03.2022 tarihli proforma gelir tablosu aşağıdaki gibidir:

KAR VEYA ZARAR KISMI	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2021	01.01.2022 02.03.2022 Proforma Düzeltmeler	Bağımsız Denetimden Geçmemiş 31.12.2021
Hasılat	177.148.328	30.983.253	208.131.581
Satışların Maliyeti (-)	--	--	--
Brüt Kârı/Zararı	177.148.328	30.983.253	208.131.581
Genel Yönetim Giderleri (-)	(1.067.850)	--	(1.067.850)
Pazarlama Giderleri (-)	--	--	--
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	--	--	--
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	354.369	--	354.369
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(142.172)	--	(142.172)
Esas Faaliyet Kârı/Zararı	176.292.675	30.983.253	207.275.928
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	--	--	--
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	176.292.675	30.983.253	207.275.928
Finansman Gelirleri (+)	871.574	--	871.574
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI	177.164.249	30.983.253	208.147.502
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI/ZARARI	--	--	--
DÖNEM KÂRI/ZARARI	177.164.249	30.983.253	208.147.502

Tablo 12 : Proforma Düzeltmeleri İçerir Gelir Tablosu - Kaynak : Aday Bağımsız Denetim

3. Türkiye’de Girişim Sermayesi Faaliyetleri

Şirket’in faaliyet konusu, girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek diğer varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunmaktadır. Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu’nun III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca bu Tebliğ’de tanımlanan nitelikteki girişim şirketlerine yatırım yapmaktadır.

2020 yılında başlayıp 2021’de de etkisini sürdüren Covid-19 pandemisinin ekonomik etkilerinin kontrollü normalleşme ile aşılmaya başlanması, küresel ölçekte birleşme ve satın alma işlemlerine olumlu yansımıştır. Birleşme ve satın alma faaliyetleri, 2021 yılında değer bazında yeni bir rekor kırarak toplam 4,6 trilyon USD seviyesinde gerçekleşmiş, bir önceki yıla göre yaklaşık %77’lik bir artış göstermiştir.

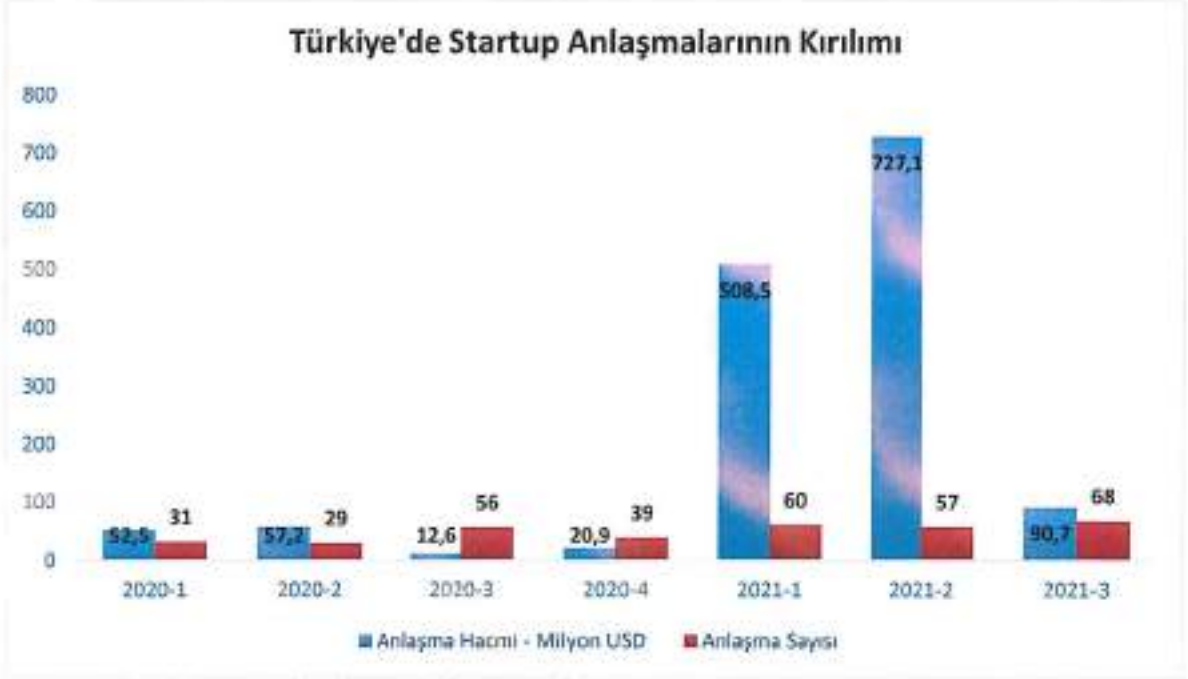
İşlem sayısı ise yaklaşık %28’lik artışla 55 bin seviyesine yükselmiştir. 2021 yılında küresel birleşme ve satın alma faaliyetleri, yılın her çeyreğinde 1 trilyon USD eşiğini aşarak önemli ölçüde artmıştır.

Finansal hizmetler, gayrimenkul, bilgi teknolojileri ve sanayi, küresel açıdan en cazip sektörler olmuştur. Bu sektörlerdeki birleşme ve satın alma hacmi, toplam hacmin yarısından fazlasını oluşturmaktadır.

Şirket’in ana faaliyet konusu olan girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin olarak Türkiye’deki son dönem eğilimlerin incelendiği KPMG Türkiye tarafından hazırlanan “Turkish Startup Investments Review-Q3 2021” raporuna göre, küresel erken aşama girişim (“Startup”) ekosistemi, anlaşma hacminde 2021 yılında tüm zamanların zirvesine ulaşmıştır.

Türkiye’de erken aşama girişimlere (“Startup”) yapılan yatırım sayısı 2021 yılı üçüncü çeyrekte 68 anlaşma ile tüm zamanların rekorunu kırmış ve 90,7 milyon USD’lik bir yatırım hacmine ulaşmıştır. Raporu göre 2021 yılının üçüncü çeyreğinde işlem hacmi bakımından en fazla yatırım çeken ana sektörler; e-ticaret, teslimat ve lojistik, mobilite, enerji ve pazaryeri olurken, en çok işlemin gerçekleştiği sektörler ise oyun, pazaryeri, deeptech ve Saas (hizmet amaçlı yazılım) oldu.

Startup yatırımlarının yıllara göre hacim ve işlem sayılarını gösterir grafik aşağıdaki gibidir.



Şekil 1 : Türkiye’de Startup Anlaşmalarının Kırılımı - Kaynak : KPMG

Deloitte Türkiye 2021 Yılı Birleşme ve Satın Almalar Raporu’na² göre Türkiye’de satın alma ve birleşme aktiviteleri, küresel pazar kadar hızlı olmasa da 2021 yılında da büyümeye devam etmiştir.

2021 yılında gerçekleşen ve değeri açıklanan 202 işlemin toplam değeri yaklaşık 7,1 milyar USD tutarındadır. Deloitte 2021 yılında Türkiye’deki birleşme ve satın alma hacmini, değeri açıklanmayan anlaşmaların tahmini değerlerini de göz önünde bulundurarak, yaklaşık 10,1 milyar USD olarak tahmin etmiştir. 390 işlem ile 5 yıllık ortalama işlem değeri olan yaklaşık 8,8 milyar USD’yi aşmıştır.

Küresel düzeyde ve Türkiye’de satın alma ve birleşme işlemlerinin hacmini gösterir grafik aşağıdaki gibidir.

² <https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/mergers-and-acquisitions/articles/annual-turkish-ma-review-2021.html>



Şekil 2 : M&A İşlem Hacimleri - Kaynak : Deloitte

Türkiye'deki toplam satın alma ve birleşme pazarında, işlem hacmi 2020 yılında 9 milyar USD olarak gerçekleşirken, 2021 yılında %12,2 oranında artış ile 10,1 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. İşlemlere ilişkin detay tablo aşağıda yer almaktadır.

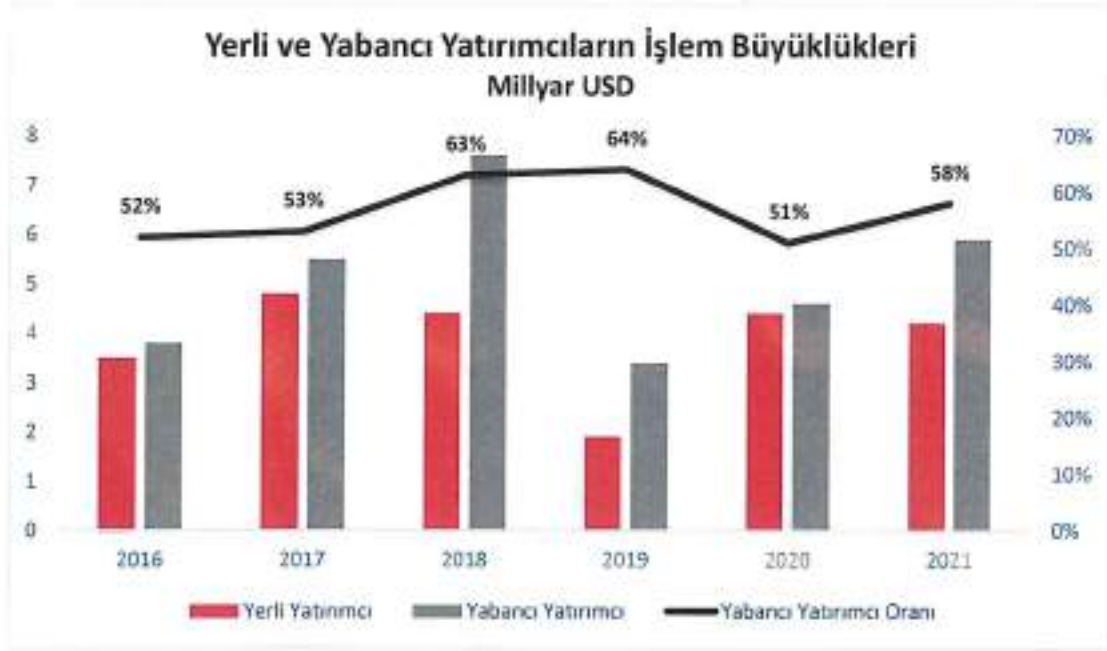
Yıl	2017	2018	2019	2020	2021
Anlaşma Sayısı	295	256	233	304	390
Anlaşma Büyüklüğü – Milyar USD	10,3	12,0	5,3	9,0	10,1
Ortalama Anlaşma Büyüklüğü – Milyon USD	35	47	23	30	26
En Büyük 10 Anlaşmanın Toplam Hacimdeki Payı %	50	63	50	58	46

Tablo 13: Türkiye'deki M&A İşlemlerine İlişkin Özet Tablo - Kaynak : Deloitte

2021 yılında birleşme ve satın almalar pazarının görünümünü, finansal yatırımcılar (girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, melek yatırımcılar, fonlar vb) tarafından gerçekleştirilen işlemler belirlemiştir. 2021 yılında gerçekleşen işlem adedinin %58'i finansal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiştir.

2021 yılında yabancı yatırımcıların işlem hacmi 2020 yılına göre %28,3 oranında artarak 4,6 milyar USD'den 5,9 milyar USD'ye, yabancı yatırımcıların toplam işlem hacmindeki payı ise 2020 yılında %51'den 2021 yılında %58'e yükselmiştir.

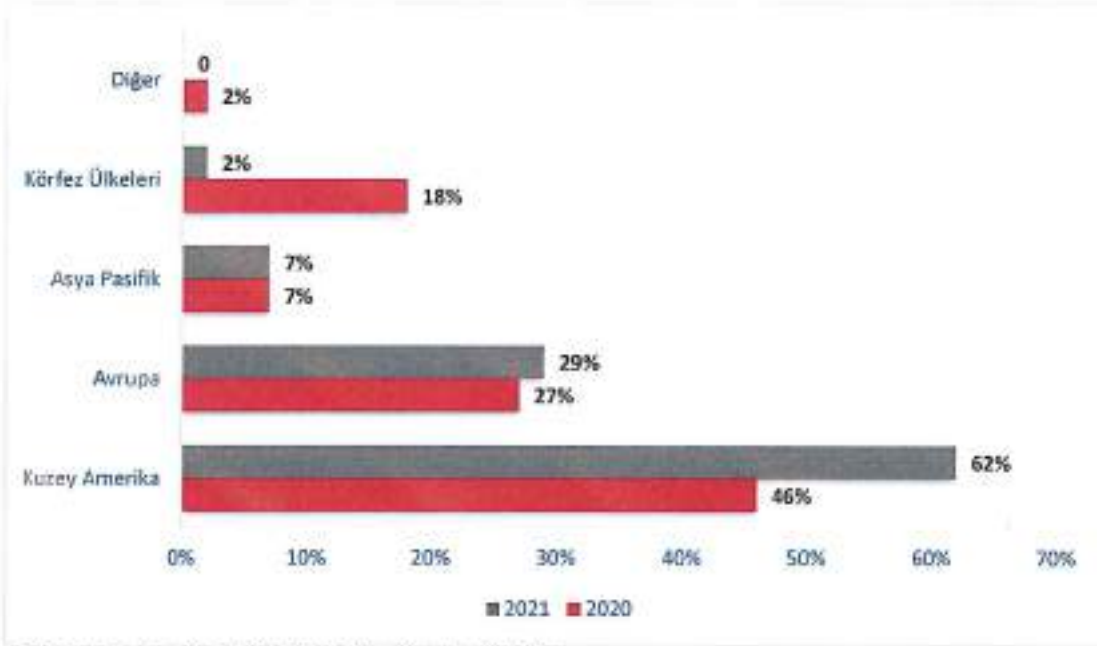
Yerli ve yabancı yatırımcıların yatırım hacimlerini gösterir grafik aşağıda yer almaktadır.



Şekil 3: Yatırımcı Türüne Göre İşlem Büyüklükleri - Kaynak : Deloitte

İşlem sayısı açısından bakıldığında ise 2021 yılında yabancı yatırımcıların işlem sayısı 2020 yılına göre %4,9 oranında artarak 82 işlemden 86 işleme yükselmekle birlikte, yabancı yatırımcıların toplam işlem sayısındaki payı 2020 yılında %27'den 2021 yılında %22'ye gerilemiştir.

Türkiye'de satın alma ve birleşme işlemlerine iştirak eden yabancı yatırımcıların bölgelerine göre dağılımını gösterir grafik aşağıdaki gibidir.



Şekil 4 : Bölgelere Göre M&A İşlemleri - Kaynak : Deloitte

Kuzey Amerika'nın Türkiye'ye yaptığı M&A işlemleri, 2020'ye göre %76 artarak 2021'de 3,7 milyar USD yükselmiştir ve son 10 yılın en yüksek rakamına ulaşmıştır. Böylece Kuzey

Amerika'dan gelen yatırımcılar, toplam yabancı yatırımcıların işlem değerinin %62'sini ve işlem sayısının %37'sini oluşturmuştur.



Şekil 5: Girişim Sermayelerinin M&A İşlemleri - Kaynak : Deloitte

Girişim sermayesi şirketleri ve melek yatırımcılar, 2021 yılında 217 işlemde yaklaşık 1,9 milyar USD değerinde işlem gerçekleştirmiştir. İşlem değerinde yaklaşık sekiz kat ve işlem sayısında yaklaşık %62 artış gerçekleşmiştir. 2021 yılındaki artışın önemli kısmını, Getir tarafından toplanan yaklaşık 1,1 milyar USD, Dream Games tarafından sağlanan 205 milyon USD ve VavaCars tarafından sağlanan 50 milyon USD'lik fonlar oluşturmuştur.

Ayrıca Türk mobil oyun geliştiricisi Dream Games de 2021 Şubat ayında aldığı 50 milyon USD büyüklüğündeki ilk yatırımının ardından Haziran ayında çıktığı yatırım turundan 1 milyar USD değerlendirme üzerinden 155 milyon USD yatırım olarak Türkiye'nin yeni "unicorn"u olmuştur.³

Sektörel bazda, girişim sermayesi şirketlerinin ve melek yatırımcıların yatırımlarının %56'sı internet, mobil hizmetler ve teknoloji sektörlerine gerçekleşmiştir. Öte yandan, işlemlerin %14'ü oyun sektöründeki erken aşama girişimlere gerçekleşmiştir. Yazılım, finansal teknoloji firmaları (fin-tech), dijital pazarlama ve blockchain teknolojileri de yatırım alan sektörler arasında yer almaktadır.

Her ne kadar Covid-19 salgını sebebiyle küresel belirsizliklerin 2022'de devam edeceği beklense de Türk Lirası'ndaki dalgalanma Türk işletmelerinin değerlemelerini uluslararası yatırımcılar için cazip hale getirmiştir. Bu çerçevede, 2022 yılında Türkiye'deki birleşme ve satın alma faaliyetlerinin özellikle yabancı yatırımcılar için görece cazip bir ortam sunacağı ve salgın sonrası döneme uyum sağlayabilecek sektörlerde daha aktif bir toparlanma olacağı öngörülmektedir.⁴

³ İş GSYO A.Ş. 31.12.2021 Tarihli Faaliyet Raporu sf 24

⁴ İş GSYO A.Ş. 31.12.2021 Tarihli Faaliyet Raporu sf 25

Türkiye’de satın alma ve birleşme işlemlerinin işlem değer aralıklarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.⁵

İşlem Değer Aralığı	İşlem Sayısındaki Payı %	İşlem Hacmindeki Payı %
+500 milyon USD	1	20
250-500 milyon USD	3	32
100-250 milyon USD	3	15
50-100 milyon USD	5	12
10-50 milyon USD	21	17
<10 milyon USD	69	4
TOPLAM	100	100

Tablo 14 : Türkiye’de M&A İşlemlerinin Değer Aralıkları - Kaynak : İş GSYO 2021 Faaliyet Raporu

Türkiye’de mevcut durum itibarıyla payları Borsa İstanbul’da işlem gören 6 adet girişim sermayesi yatırım ortaklığı bulunmakta olup, söz konusu şirketlere ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

Şirket Borsa Kodu	Şirket Unvanı	Özkaynaklar TL 31.12.2021	Piyasa Değeri TL 31.03.2022
GOZDE	Gözde GSYO A.Ş.	11.417.897.895	3.515.050.000
HDFGS	Hedef GSYO A.Ş.	511.778.259	641.250.000
HUBVC	Hub GSYO A.Ş.	200.713.857	283.200.000
ISGSY	İş GSYO A.Ş.	275.530.489	612.896.861
RHEAG	Rhea GSYO A.Ş.	21.921.440	68.557.500
VERTU	Verusatürk GSYO A.Ş.	1.513.928.759	1.237.600.000

Tablo 15: GSYO'lara İlişkin Tablo - Kaynak : Rasyonet - KAP

4. Değerleme

Global Menkul; Pardus GSYO’nun değerlendirme çalışmasında bağımsız denetimden geçmiş bağımsız denetim raporlarını, Aday Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.’nin hazırladığı 02.03.2022 tarihli proforma düzeltmeleri içeren bağımsız güvence raporunu, Şirket’in girişim sermayesi yatırımları kapsamındaki değerlendirme raporlarını ve diğer kamuya açık kaynakları inceleyerek değerlendirme yapmıştır.

Pardus GSYO’nun faaliyet konusunun girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek diğer varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek, sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunmak ve bu yatırımlardan gelir elde etmek olduğu göz önünde bulundurularak Şirket’in değerlendirme çalışmasında Gelir Yaklaşımı yöntemi kullanılmamıştır.

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 değer 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.

⁵ İş GSYO A.Ş. 31.12.2021 Tarihli Faaliyet Raporu sf 25

UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki paylar madde 70.1 (b) bendinde belirtildiği üzere, "işletmenin, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.8 ve 70.9. nolu maddelerinde tarif edilen toplama yönteminin uygulandığı bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olması, ve/veya" durumunda uygulanmaktadır.⁶

Ayrıca Borsa İstanbul'da işlem gören girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının en güncel mali verileriyle 02.03.2022 tarihli Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanları kullanılarak Şirket değeri hesaplanmıştır. Çarpan analizi yönteminde girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının proje odaklı çalışması, gelirlerinin yatırım yaptıkları şirketlere bağlı olması, stabil bir nakit akışına sahip olmaması, gelirlerinin dönemsellik arz etmesi gibi sebepler firma çarpanlarında oynaklığa sebep olabileceğinden ötürü gelir tablosu bazlı çarpanlar değerlemede kullanılmamıştır.

Şirket yönetiminin stratejik planları, Şirket'in iş modeli, Şirket'in Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı statüsünde olması gibi nedenlerden ötürü, yapılan değerlendirme neticesinde Net Aktif Değer Yöntemi'ne %75 oranında ağırlık verilmesi ve Çarpan Analizi Yöntemi'ne %25 ağırlık verilmesi uygun görülmüştür.

4.1. Net Aktif Değer Analizi

Net aktif değer, varlıkların ve yükümlülüklerin piyasa değerinden yer aldığı bir bilançodaki özkaynaklar toplamıdır. Diğer bir deyişle, varlıkların gerçeğe uygun değerinden yükümlülükler düşülerek hesaplanır.

Net aktif değer hesaplaması sırasında, Şirket'in girişim sermayesi yatırımları kapsamında hazırlanan Şirket değerlendirme raporları, 31 Aralık 2021 tarihli bağımsız denetim raporunda belirtilen finansal veriler ve Aday Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin hazırladığı 02.03.2022 tarihli proforma finansal tablolar dikkate alınmıştır.

Bu minvalde, bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2021 tarihli mali tablolar ile 02.03.2022 tarihli proforma finansal tablolar dikkate alındığında Şirket'in bağımsız denetimden geçmemiş, düzeltilmiş özet bilançosu aşağıdaki gibidir.

VARLIKLAR	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2021	01.01.2022 02.03.2022 Proforma Düzeltilmeler	Bağımsız Denetimden Geçmemiş 31.12.2021
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	773.887	--	773.887
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	353.511.961	72.956.511	426.468.472
TOPLAM VARLIKLAR	354.285.848	72.956.511	427.242.359
KAYNAKLAR			
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	113.566	41.973.258	42.086.824
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	8.033	--	8.033
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	354.164.249	30.983.253	385.147.502
TOPLAM KAYNAKLAR	354.285.848	72.956.511	427.242.359

Tablo 16 : Proforma Düzeltilmeleri İçeren Özet Finansal Veriler – Kaynak : Aday Bağımsız Denetim Raporu

Erham Enerji'nin rayiç bedeli Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan değerlendirme raporuyla 291.826.043 TL olarak belirlenmiştir.

02 Mart 2022 itibarıyla Erham Enerji'nin paylarının %75'ni elinde bulunduran Pardus GSYO'nun olması gereken payı "218.869.532 TL" olarak tespit edilmiştir. Şirket Erham

⁶ <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>

Enerji’de bulunan paylarını %50’den %75 çıkartırken finansman kaynağı olarak Diğer Borçlar hesabını kullanmıştır. Bu kapsamda Erham Enerji paylarının %25’inin satın alınması işlemine ilişkin borç, yasal kayıtlarında “Diğer Borçlar” hesabının altında “İlişkili Tarafalarda Olmayan Diğer Borçlar” hesabında takip edilmektedir. Satın alma işleminden kaynaklı 3.035.250 USD tutarındaki borç için bir önceki gün (28 Şubat 2022) için açıklanan T.C Merkez Bankası döviz alış kuru olan 13,8286’dan değerlendirilerek 41.973.258 TL olarak tespit edilmiştir. Bu minvalde Pardus GSYO’nun 02.03.2022 tarihli proforma finansal tabloları dikkate alındığında net aktif değeri **385.147.502 TL** olarak tespit edilmiştir.

4.2. Çarpan Analizi

Şirket ile benzer faaliyet alanlarına sahip olan halka açık şirketler ile karşılaştırma yapılması yoluyla piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. Piyasa çarpanları yönteminde Borsa İstanbul’da işlem gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları’nın 31.03.2022 tarihli Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanları kullanılmıştır.

Borsa İstanbul’da işlem gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının özet verilerini içerir tablo aşağıda yer almaktadır.

Borsa Kodu	Şirket Unvanı	Piyasa Değeri- Milyon TL	PD/DD	Fürl Dolaşım Oranı
GOZDE	Gözde GSYO A.Ş.	3.515,05	0,31	30,40%
HDFGS	Hedef GSYO A.Ş.	641,25	1,25	77,70%
HUBVC	Hub GSYO A.Ş.	283,20	1,41	84,06%
ISGSY	İş GSYO A.Ş.	612,90	2,22	32,10%
RHEAG	Rhea GSYO A.Ş.	68,56	3,13	94,55%
VERTU	Verusatürk GSYO A.Ş.	1.237,60	0,82	42,30%
		ORTALAMA	1,52	
		MEYDAN	1,30	

Tablo 17 : GSYO PD/DD Çarpanları - Kaynak : Rasyonet

Çarpan analizinde medyan verisiyle birlikte Pardus GSYO’nun 02.03.2022 tarihli proforma finansal tabloları dikkate alınarak özkaynak değeri **385.147.502 TL** veri alınmıştır.

Pardus GSYO Çarpan Değerlemesi TL	
Şirket Özkaynağı - TL	385.147.502
GSYO PD/DD Çarpanı	1,30
Çarpan Analizine Göre Şirket Değeri - TL	500.691.753

Tablo 18 : Pardus GSYO Çarpan Değerlemesi - Hesaplama : Global Menkul

Şirket’in 31.12.20221 tarihli finansal tablo sonuçları ile 02.03.2022 tarihli proforma finansal tabloları dikkate alındığında, Şirket özsermaye değeri **500.015.438 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.3. Değerleme Sonucu

Pardus GSYO beher pay değeri hesaplanırken “Net Aktif Değer” ve “Çarpan Analizi” yöntemleri kullanılmış ve her iki yöntem değerlendirilmesinde sırasıyla %75 - %25 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Değerleme sonuçlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma Oranı
Net Aktif Değer	385.147.502	75%
Çarpan Analizi	500.691.753	25%
TOPLAM	414.033.565	100%

Tablo 19 : Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama : Global Menkul

Net Aktif Değer” ve “Çarpan Analizi” yöntemlerinin %75-%25 oranında ağırlıklandırılması neticesinde halka arz öncesi Şirket piyasa değeri **414.033.565 TL** olarak hesaplanmıştır.

Pardus GSYO halka arzında, halka arz iskontosu %22 olarak belirlenmiş olup, iskontolu beher pay değerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Değerleme – TL	Sonuç
Şirket Değeri	414.033.565
Halka Arz Öncesi Sermaye	141.000.000
Pay Değeri	2,94
Halka Arz İskontosu	22%
İskontolu Piyasa Değeri	322.946.180
Halka Arz Fiyatı - İskontolu Pay Değeri	2,29

Tablo 20 : Halka Arz Fiyatını Gösterir Tablo - Hesaplama: Global Menkul

Uygulanan halka arz iskontosu (%22) sonrasında Pardus GSYO'nun iskontolu piyasa değeri **322.946.180 TL** ve halka arz fiyatı **2,29 TL** olarak hesaplanmıştır.

EK - 1 : Değerleme Raporu Sorumluluk Beyanı

FİYAT TESPİT RAPORU SORUMLULUK BEYANI

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. fiyat tespit raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu ve değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle, ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

SORUMLU DEĞERLEME UZMANI



KURUMSAL FİNANSMAN
MÜDÜRÜ

YİĞİT ENGİZ

GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.




MALİ ve İDARİ İŞLER
DİREKTÖRÜ

TOLGA UĞUR

GENEL MÜDÜR

GÜLŞEYMA DOĞANÇAY