

Gelecek Varlık

GELECEK VARLIK YÖNETİMİ A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU

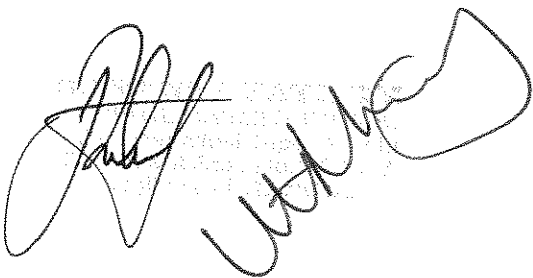
6 EKİM 2021

[Handwritten signature]

 **Garanti BBVA**
Yatırım

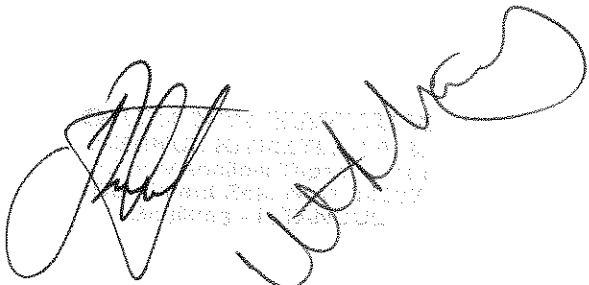
İÇİNDEKİLER

1. KISALTMALAR.....	4
2. GİRİŞ	6
3. İŞİN KAPSAMI.....	7
4. HALKA ARZ GEREKÇESİ	10
5. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİ	10
6. ŞİRKET'İN FİNANSAL BİLGİLERİ	25
7. DEĞERLEME.....	30
8. GELECEK VARLIK DEĞERLEMESİ SONUCU	50



Şekiller

Şekil 1 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi	10
Şekil 2 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi	10
Şekil 3 Segment Bazında Satın Alınan Kümülatif Anapara Portföyü	13
Şekil 4 Varlık Yönetim Şirketlerinin Borçlanma Maliyetleri	22
Şekil 5 Türkiye Varlık Yönetim Şirketleri Genel Bilgileri	22
Şekil 6 Gelir Tablosu	25
Şekil 7 Düzeltilmiş FVÖK ve FAVÖK Hesaplaması	27
Şekil 8 Gelir ve FAVÖK Gelişimi (mn TL)	28
Şekil 9 Bilanço	29
Şekil 10 Gelir Projeksiyonu	35
Şekil 11 Gider Projeksiyonu	35
Şekil 12 TGA & Yatırım Projeksiyonu	37
Şekil 13 Gayrimenkul Yatırım Projeksiyonu	37
Şekil 14 Diğer Yatırım Projeksiyonu	38
Şekil 15 Amortisman Projeksiyonu	38
Şekil 16 Sermaye Maliyeti / AOSM Tablosu	39
Şekil 17 İNA Tablosu	40
Şekil 18 İNA Özsermaye Değeri (milyon TL)	41
Şekil 19 BIST Mali Endeksinde Yer Alan Şirketler	43
Şekil 20 Yurt İçi Benzer Şirket Tanımları	46
Şekil 21 Yurt İçi Benzer Şirket F/K Çarpanları	47
Şekil 22 Yurt Dışı Benzer Şirket Tanımları	48
Şekil 23 Yurt Dışı Benzer Şirket FD/ Nakit FAVÖK Çarpanları	49
Şekil 24 F/K Çarpan Analizi Tablosu	50
Şekil 25 İD/FAVÖK Çarpan Analizi Tablosu	50
Şekil 26 Çarpan Analizi Tablosu	50
Şekil 27 Halka Arz Fiyatı ve İskontosu	50

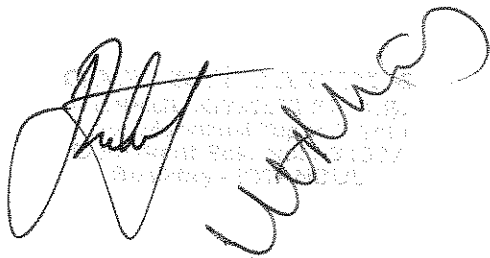


Handwritten signature and stamp of the company.

Kısaltmalar

KISALTMALAR	TANIMLAR
A.Ş.	Anonim Şirket
ABD Doları, Amerikan Doları, USD, \$	Amerika Birleşik Devletleri Doları
Ar-Ge	Araştırma, Geliştirme ve Tasarım
Avrupa Birliği	Avrupa kıtasında bulunan siyasi ve ekonomik örgütlenme
Bağımsız Denetim Raporu	KPMG tarafından hazırlanan 1 Ocak - 30 Haziran 2021, 1 Ocak - 30 Haziran 2020 ve 1 Ocak - 31 Aralık 2020 hesap dönemlerine ait ve Deloitte tarafından hazırlanan 1 Ocak - 31 Aralık 2019 ve 1 Ocak - 31 Aralık 2018 hesap dönemlerine ait solo finansal tablolar ve özel amaçlı bağımsız denetçi raporları
Bankacılık Kanunu	1 Kasım 2005 tarih ve 25983 (1. Mükerrer) sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 5411 sayılı Bankacılık Kanunu
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ya da Kurulu
Borsa İstanbul veya BIST	Borsa İstanbul A.Ş.
BSMV	Banka Sigorta ve Muamele Vergisi
CapitalIQ	S&P platformu veri tabanı
Deloitte	DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.
EUR veya Avro	Avrupa Birliği'nin resmi para birimi
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FK	Esas faaliyet karı
Gelecek VYŞ veya Şirket	Gelecek Varlık Yönetimi A.Ş.
Garanti Yatırım	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Grup veya Fiba Grubu	Fiba Holding A.Ş. ve Fina Holding A.Ş.'nin bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinden oluşan şirketler topluluğu
GSYH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
ID , İşletme Değeri	Tanımı UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 20.3.a.'da verilen bir işletmedeki toplam özsermaye değerine borç ve borç benzeri yükümlülüklerin değerinin eklenmesi ile bulunan değerden, bu yükümlülükleri karşılamak için bulundurulmuş tüm nakit veya nakit benzerlerinin çıkarılması ile elde edilen değerdir
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KPMG	KPMG Bağımsız Denetim Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu

LTM	Son 12 ay
Mn	Milyon
PwC	PwC Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.
Sektör Raporu	PwC tarafından hazırlanan ve www.strategyand.pwc.com/tr/tr/pdf/turkiye-tahsili-gecikmis-alacaklar-tga-satis-pazari.pdf adresinde yayınlanan Türkiye Tahsili Gecikmiş Alacaklar (TGA) Satış Pazarı raporu
TGA	Tahsili Gecikmiş Alacaklar
TL	Türk Lirası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
Eikon	Thomson Reuters platformu veri tabanı
UDS	Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017
VYŞ veya Varlık Yönetim Şirketi	Bankacılık Kanunu ve VYŞ Yönetmeliği uyarınca kurulan varlık yönetim şirketi
VYŞ Yönetmeliği	1 Kasım 2006 tarih 26333 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Varlık Yönetim Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Yönetmeliğin
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
YY	Yarı yıl



Giriş

Sermaye Piyasası Kurul'unun 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.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracağı değerleme faaliyetlerinde kullanılacak değerleme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'nin 3. Maddesinin 1. fıkrası uyarınca sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu Gelecek VYŞ'nin halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak Garanti Yatırım tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Gelecek VYŞ ile Garanti Yatırım arasında 16.03.2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.

İşin Kapsamı

Fiyat Tespit Raporunu hazırlayan:

İşbu Fiyat Tespit Raporu 22.01.2016 tarih ve G-034 (160) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyet izinlerinin her ikisine de sahip bulunan Garanti Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan bir aracı kurum olan, Garanti Yatırım Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11/04/2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir.

Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Garanti Yatırım değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip gerekli personel istihdam etmektedir. Gelecek VYŞ ile 16 Mart 2021 tarihinde imzalanan "Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

İşbu fiyat tespit raporu hazırlayan ekip 8 yılın üzerinde kurumsal finansman tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 213301) sahibi Garanti Yatırım Kurumsal Finansman Birim Müdürü Anıl Can İpekçi tarafından yönetilmiştir.

Ekip lideri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir, ek olarak tarafsız ve önyargısız bir değerlendirme yapabilmesine sınırlayabilecek herhangi bir etmen bulunmamaktadır.

Bu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda aşağıda sıralanan ilkelere uyulmuştur;

- Yapılan değerlendirme çalışmasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek biçimde yürütülmüştür. Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket edilerek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır.
- Değerleme çalışmaları yürütülürken bağımsız ve tarafsız olunmuştur. Bağımsızlığa ve tarafsızlığa gölge düşürebilecek teklif veya taleplerde bulunulmamıştır ve bu yöndeki teklif veya talepler kabul edilmemiştir.
- Değerleme görevinin planlanması, yürütülüp sonuçlandırılması ve değerlendirme raporunun hazırlanması safhalarında gerekli mesleki özen ve titizlik gösterilmiştir.
- Değerleme kapsamında sahip olunan maddi, teknolojik ve beşeri kaynaklar etkin ve verimli şekilde kullanılmıştır.
- Değerleme çalışması yürütülürken mesleki faaliyetler haksız rekabete yol açmayacak şekilde meslek adabını dikkate almıştır. Ticari amaçlarla birlikte toplumsal yarar ve çevreye saygı da gözetilmiştir.

Müşteri ve diğer tüm kullanıcılar:

Bu rapor Garanti Yatırım ve Gelecek VYŞ arasında 16.03.2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi kapsamında hazırlanmıştır.

Bu rapor ve içinde yer alan veriler VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır ancak bu raporun muhatabı Gelecek VYŞ olarak kalacaktır.

Değerlemesi yapılacak varlık:

Yapılan değerlendirme kapsamında Gelecek VYŞ paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme para birimi:

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değerlemenin amacı:

Bu rapor, halka arz edilecek Gelecek VYŞ paylarının satış fiyatının payların nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirmek dışında hiçbir amaca hizmet etmemektedir.

Kullanılan değer esası:

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır. Değerleme yaklaşımları olarak ise Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı dikkate alınmıştır.

Değerleme tarihi:

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi de olan 6 Ekim 2021'dir.

Değerlemeyi gerçekleştirenin işinin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında Garanti Yatırım 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.

Tarafımızca Gelecek VYŞ ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Dolayısıyla Garanti Yatırım, 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 değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

Garanti Yatırım 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 ulaşmamıştır; bununla birlikte Garanti Yatırım 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 Garanti Yatırım 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, Deloitte ve KPMG tarafından TMS/TFRS kapsamında Bağımsız Denetim Raporu, PwC tarafından hazırlanan Sektör Raporu, Eikon, CapitalIQ veri tabanına, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

Garanti Yatırım 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 Garanti Yatırım ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

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

Değerleme kapsamında Pazar Yaklaşımını temsilen Benzer Şirketler Değerleme Çarpanı Yöntemi, Gelir Yaklaşımını temsilen ise İndirgenmiş 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.

Hazırlanan raporun türü:

Fiziki olarak hazırlanan bu rapor Gelecek VYŞ paylarının halka arzından önce dijital olarak KAP'da yayınlanacaktır.

Kullanım, dağıtım veya yayımlanma kısıtlamaları:

İşbu rapor muhatabı olan Gelecek VYŞ'nin dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliği hükümleri gereğince KAP'da yayınlanacak olan bu rapor Garanti Yatırım'ın yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

Değerlemenin Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak yapıldığının teyit edilmesi:

İşbu rapor kapsamında yapılan değerlendirme çalışmaları Gelecek VYŞ paylarının halka arzı kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından yayınlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye (<https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>) mevzuatın izin verdiği ölçüde uyumlu olarak hazırlanmıştır.

Halka Arz Gerekçesi

Halka arz ile sermaye artışı yoluyla kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve kurumsal yönetim ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması ve Şirket'in kurumsal kimliğini güçlendirilmesi hedeflenmektedir. Şirket önümüzdeki dönemde sektörde güçlü büyüme tahmininde bulunmaktadır ve buna paralel yeni portföylere yatırım yapma imkanlarının da artacağını beklemektedir.

Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin tamamını portföy yatırımlarının finansmanında ve mevcut finansal borçların faiz ve anapara ödemelerinde kullanmayı planlamaktadır. Böylece Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin tamamını dolaylı olarak portföy yatırımlarının finansmanında kullanarak faaliyetlerini büyütmeyi ve karlılığını arttırmayı hedeflemektedir.

Şirket, makul bir ekonomik veya finansal gerekçeye dayanmak koşuluyla sermaye artışı sonucunda elde edeceği halka arz gelirlerinin %40-%80'ini mevcut finansal borçlarının bir kısmının geri ödenmesi için ve %20-%60'nı ise yeni portföy yatırımlarının finansmanı için kullanmaya özen gösterecektir.

Şirket Hakkında Genel Bilgi

Ortaklık Yapısı

Ana hissedarı Fiba Holding olan Şirket'in doğrudan ve dolaylı ortaklık yapıları aşağıda verilmektedir.

Sekil 1 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)
Fiba Holding A.Ş.	110.853.021	87,631
Ayşe Can ÖZYEĞİN OKTAY	7.821.740	6,183
Murat ÖZYEĞİN	7.821.741	6,183
Fiba Faktoring A.Ş.	2.006	0,002
Fiba Kapital Holding A.Ş.	1.492	0,001
TOPLAM	126.500.000	100,00

Kaynak: Şirket

Sekil 2 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)
Hüsnü M. ÖZYEĞİN	110.847.708	87,63
Ayşe Can ÖZYEĞİN OKTAY	7.824.883	6,19
Murat ÖZYEĞİN	7.822.000	6,18
Emine Dilek BELGER	5.407	0,00
Diğer	1	0,00
TOPLAM	126.500.000	100,00

Kaynak: Şirket

Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler

Gelecek VYŞ, BDDK'nın 15/11/2018 tarih ve 8092 sayılı Kararı ile 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 143 üncü maddesi, VYŞ Yönetmeliği ve diğer uygulanabilir mevzuat uyarınca lisanslı bir Varlık Yönetim Şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Varlık Yönetim Şirketleri, TMSF'nin, yurtiçi ve yurtdışında yerleşik bankaların, özel finans kurumlarının, diğer mali kurumların ve kredi sigortası veren sigorta şirketlerinin söz konusu hizmetlerinden doğan alacakları ile diğer varlıklarını satın alabilir, satabilirler. Gelecek VYŞ, başta bankaların bireysel, kobi, ticari, kurumsal segmentlerindeki teminatlı ve teminatsız tüm kredi portföyleri olmak üzere finansal kuruluş alacaklarına yatırım yapan ve tahsilat süreçlerini yöneten bir Varlık Yönetim Şirketi'dir.

Varlık Yönetim Sektöründeki iş modeli iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşama, kredi portföylerinin değerlendirilmesinin, satın alımının yapıldığı yatırım kısmı, ikinci aşaması ise satın alınan portföylerin çözümlenerek tahsilata/gelire dönüştürüldüğü tahsilat yönetimi kısmıdır.

TGA portföyü satış süreci bir bankanın ya da finansal kurumun satışa konu kredileri belirleyerek portföyü oluşturmasıyla başlar. Satışı yapan kurum, satışa çıkarmak istediği bireysel/kobi/ticari/kurumsal; teminatlı/teminatsız kredilerinden bir portföy oluşturur. VYŞ'ler, satışa konu portföyün değerlemesini yapar, ihale için bir fiyat belirler. Bu değerlendirme işlemleri, genellikle, teminatı bulunmayan bireysel/kobi kredilerinden oluşan, yoğun data içeren portföylerde istatistiksel ya da makine öğrenmesi algoritmalarıyla oluşturulan finansal modellerle çalışılırken, ticari-kurumsal yüksek tutarlı ve/veya teminatlı dosyalar tek tek hem finansal hem hukuki açıdan ayrıntılı olarak değerlendirilir. Söz konusu değerlendirme yöntemleri VYŞ'lerin bilgi birikimleri, tecrübeleri, veri zenginliği, veri modellemelerindeki kabiliyetleri, yatırım stratejileri ve rekabetçi yaklaşımlarına göre değişiklik gösterebilmektedir.

Satın alınan portföyün gelir yaratan çözüm aşaması, devir/temlik işlemlerinin tamamlanması ile başlar. Portföylerden yapılan tahsilatlar şirkete 10 yıldan uzun süre nakit akışı sağlayabilmektedir. Gelecek VYŞ ilk özel banka portföyünü 29.01.2008 tarihinde devir almış, 2021 yılı itibari ile de portföyün 14. yılında söz konusu portföyün yönetimine ve tahsilatına devam etmektedir.

Gelecek VYŞ, toplam yatırım tutarı, toplam satın alınan anapara büyüklüğü ve 2020 yılı tahsilat tutarı itibari ile sektöründe lider konumundadır.¹ 30/06/2021 itibari ile 24 farklı bankanın 166 portföyünü ve 5 finansal kurumun 14 portföyünü devir ve temlik almıştır ve bu portföyler için toplam yatırım tutarı 1,9 milyar TL'dir. Bu portföyler kapsamında Şirket, 1,5 milyon müşterinin 3,0 milyon adet kredisini ve 17,4 milyar TL kredi anapara bakiyesini devir almıştır. Tahsilat ile çözümlenen borçlar sonrasında 30/06/2021 itibari ile yönettiği TGA portföyünün anaparası 14,5 milyar TL, faiz dahil bakiyesi ise 58,2 milyar

¹ Kaynak: :PwC Türkiye Sektör Raporu

TL'dir. Mevcut portföylerden 30 Haziran 2021 tarihine kadar 4,2 milyar TL tahsilat gerçekleştirilmiştir ve finansal tablolara yansdığı şekilde takip eden 10 yıl için tahsilat beklentisi ise, aktifteki "krediler, net" değerinin yaklaşık 2,7 katı olan 3,0 milyar TL'dir.

2021 Haziran sonu itibari ile yönettiği TGA portföyünün %52'si bireysel, %22'si kobi ve %26'sı ticari ve kurumsal nitelikli alacaklardan oluşmaktadır. Kuruluşundan bugüne her dönem aktif bir yatırımcı olması itibari ile Gelecek VYŞ hem tarihçe olarak 14 yıllık uzun bir dönemi kapsayan hem de güncel portföy alımları nedeni ile son dönem portföy niteliklerini de yansıtan, çok geniş bir veri tabanına sahiptir. 24 farklı bankanın ve 5 finansal kurumun portföy datasını içeren veri tabanı sayesinde, özellikle teminatsız bireysel ve kobi nitelikli TGA portföy değerlendirme süreçlerinde kullanılan ve gerçekçi tahsilat projeksiyonları yapmasını sağlayan gelişmiş, makine öğrenmesi ile desteklenen, güvenilir istatistiki modellere sahiptir. Ek olarak, ticari ve kurumsal nitelikli ve/veya teminatlı portföylerin değerlemesinde özel inceleme ekipleri dosyaları tek tek inceleyerek ihale komitesine sunmakta ve komite her bir dosya için özel fiyatlama yapmaktadır. Uzun yılların getirdiği tecrübe ve bilgi birikimi ve portföy değerlemeye yapılan yatırımlar sayesinde geliştirdiği tüm segmentlerin farklı nitelikli portföylerini değerlendirme yetkinliği, Gelecek VYŞ'nin önemli rekabet avantajlarından bir tanesidir. Portföy değerlendirme çalışmasındaki projeksiyonlar ve fiyatlama Şirket'in mevcut karlılığında önemli bir etkidir.

Portföy değerlendirme ve yatırım fonksiyonuna ek olarak Gelecek VYŞ, aynı zamanda verimli, teknolojiyi etkin kullanan ve sonuç odaklı bir şekilde tahsilat süreçlerini yönetmektedir. Gelecek VYŞ'nin 2018, 2019, 2020 yıllarındaki ve 2021 yılının ilk altı ayındaki tahsilatları sırasıyla, 370,4 milyon TL, 502,5 milyon TL, 550,7 milyon TL ve 314 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Yatırım yapılan TGA portföylerinin tahsilat süreçleri takip eden yıllar boyunca sürdürülmektedir. 2008 yılında yatırım yapılan ilk özel banka portföyü dahil olmak üzere tüm portföylerin yönetim ve tahsilat süreçleri devam etmektedir. Gelecek VYŞ "kişileri borçlarından kurtarıp yeniden finansal özgürlüklerine kavuşturmak" misyonuna uygun olarak, hem Şirket'in hem de borçluların faydasına olacak şekilde, tahsilat süreçlerinde iletişim ve anlaşmaya dayalı "sulhen" çözüm yöntemlerini önceliklendirmektedir. Bu kapsamda, sulhen tahsilat oranı 2018, 2019 ve 2020 yıllarında ve Haziran 2021 sonu itibarıyla sırası ile %76,9, %79,4, %80,1 ve %84,6 olarak gerçekleşmiştir. Borçlularla uzun soluklu ve güvene dayalı iletişimi yürütmek üzere Gelecek VYŞ kadrosunda 30/06/2021 itibari ile 346 temsilci çalışmaktadır. Teknolojik altyapı ile de bu iletişim desteklenmektedir; sistem altyapısında tüm görüşme, anlaşma, anlaşmanın bozulması, tekrar anlaşma, ödemeler, borçlunun ödeme gücüne dair değişen bilgiler takip edilmekte ve borçluya özel teklif üretilmesi amacı ile kullanılmaktadır. Şirket'in müşteri ilişkilerinin %96'sını tamamen iç kaynaklarla yönetmesi, tüm iletişim adımlarında en yüksek standartların uygulanmasına verdiği önemden kaynaklanmaktadır. Bu yaklaşımın iki faydası bulunmaktadır: Birincisi, Şirket'in borçlularının ödeme niyetini ve isteğini arttırmakta, hem borçlular hem Gelecek VYŞ için

daha maliyetli olan hukuki süreçlerinin kullanımını minimize etmektedir. İkincisi, Şirket'in borçlularıyla ödeme güçlerine uygun ödeme planları üzerinde anlaşması, Şirket'in uzun vadeli sürdürülebilir nakit akışlarını güçlendirmektedir. Ayrıca, iç kaynaklarla yönetim sayesinde tahsilatlara ilişkin tüm veriler veri tabanına kaydedilmekte ve sürekli analiz edilerek takip eden dönemlerdeki tahsilat süreçlerinin ve stratejilerinin geliştirilmesi için de kullanılmaktadır.

Gelecek VYŞ alacakları ile ilgili hukuki süreçleri 35 kadrolu avukatı ve Türkiye çapında tüm icra dairelerinde hukuki işlemleri yürüten 135'den fazla sözleşmeli hukuk bürosu ile yönetmektedir. Şirket, hukuki süreçlerin yönetimi için kendi yazılım geliştirme ekipleri ile Hukuk Takip Sistemi'ni (HTS) geliştirmiştir. HTS, manuel ve algoritma tabanlı otomatik görevlendirmelerin gerçekleştirildiği, yapılan işlemlerin sistemden çevrimiçi (online), adım adım takip edilmesini sağlayan ve tüm hukuk masraflarının da yönetildiği bir bilgi işlem sistemidir. Bu sistem aracılığı ile hukuk bürolarının performans yönetimi, performans bazlı iş atamaları da yapılmaktadır. Dolayısıyla, hukuki işlemlerin verimli ve düşük maliyetli bir şekilde yönetimi sağlanmaktadır.

Şekil 3 Segment Bazında Satın Alınan Kümülatif Anapara Portföyü

Segment Bazında Satın Alınan Kümülatif Anapara Portföyü (milyar TL)				
Yıl	Bireysel	Kobi	Ticari	Toplam
2008	0,3	0,2	0,2	0,8
2009	0,7	0,2	0,3	1,2
2010	1,4	0,6	0,9	2,9
2011	1,6	0,8	1,0	3,4
2012	2,4	1,2	1,4	5,0
2013	2,6	1,3	1,6	5,5
2014	3,1	1,5	1,8	6,4
2015	4,0	1,6	2,1	7,8
2016	5,0	1,8	2,4	9,2
2017	6,2	2,2	2,8	11,2
2018	7,8	2,5	3,1	13,4
2019	9,3	3,3	4,3	16,8
2020	9,4	3,3	4,5	17,2
2021 (altı ay)	9,5	3,3	4,6	17,4

Kaynak: Şirket

Geçtiğimiz 14 yıl boyunca Gelecek VYŞ karlılığını arttırarak sektör liderliğini koruma stratejisine odaklanmıştır. Portföy değerlendirme ve ihale süreçlerinde disiplinli fiyatlamaya son derece önem vermektedir. Tüm farklı portföy tiplerine (bireysel/kobi/ticari/kurumsal; teminatl/teminatsız) yatırım yapması, Gelecek VYŞ'in doğru zamanda ve doğru fiyattan portföy alabilmesine ve düzenli yatırım yapabilmesine olanak sağlamaktadır. Tahsilat yönetim süreçlerinde ise portföy tahsilat

performanslarının sürdürülebilir bir şekilde yükseltilmesine odaklanan tahsilat arttırıcı projeleri, operasyonel ve hukuki maliyetlerin sonuca yönelik yapılmasını ve kontrol altında tutulmasını hedefleyen projeleri yürütmektedir. Bu kapsamda 2018, 2019, 2020 yıl sonunda FAVÖK tutarı sırasıyla 230,8 milyon TL, 356,7 milyon TL, 371,2 milyon TL olmaktadır, FAVÖK marjı ise sırasıyla %62,3, %69,3, %66,4 olmuş ve aynı dönemde tahsilat/kalan anapara tutarı oranı ise sırasıyla %3,0, %3,5, %3,9 olarak gerçekleşmiştir. 30 Haziran 2020 ve 30 Haziran 2021 tarihinde sona eren ara dönemde ise FAVÖK tutarı sırasıyla 151,4 milyon TL ve 199,5 milyon TL olmakla birlikte, FAVÖK marjı ise sırasıyla %64,2 ve %63,1 olmuş, ve yine aynı dönemde tahsilat/kalan anapara tutarı oranı ise sırasıyla %3,2* ve %4,4* olarak gerçekleşmiştir. Şirket son üç yıl içinde performans iyileştirme ve operasyonel verimlilik artışı sağlayan birçok proje gerçekleştirmiştir. Bu yapılan projelere örnek olarak tahsilat organizasyonunda uzmanlaşma yapılarının geliştirilmesi ve uygulanması, global bir kampanya altyapısının Şirket'in ihtiyaçlarına uyarlanması ile müşteriye özel ve çok kanallı teklif ileten sistemlerin kullanıma alınması, çevrimiçi (online) otomatik gayrimenkul değerlendirme algoritmalarının geliştirilmesi, müşteri bazlı teklif üreten algoritmaların makine öğrenmesi ile güçlendirilmesi, UYAP sistemi ile online entegrasyon, hukuk bürolarının işlemlerinin hatasız hale getirilmesi için denetim sistemlerinin kurulması verilebilir.

* yıllıklandırılmış

Şirket'in Faaliyetlerinin Gelişiminde Önemli Olaylar

2005	Fiba Grubu ve Lehman işbirliği, TMSF tarafından düzenlenen 1 milyar ABD \$ büyüklüğündeki tahsili gecikmiş alacak portföyü ihalesini kazandı. Şirket, Finans VYŞ unvanıyla kuruldu.
2007	Şirket unvanı Girişim VYŞ olarak değiştirildi.
2008	Girişim VYŞ ilk portföyünü özel bir bankadan aldı.
2012	100.000 müşteri yükümlülüklerinden kurtarıldı.
2013	Toplam çözümlenen miktar 1 milyar TL'ye ulaştı.
2014	Güven VYŞ kuruldu. Toplam yatırım miktarı 1 milyar TL'ye ulaştı.
2015	Hukuki Takip Sistemi (HTS) hayata geçirildi. Girişim Varlık'ın tüm hakları birleşme sonucu Güven Varlık'a devredildi
2016	Müşteri sayısı 1 milyona ulaştı.
2017	Yönetilen anapara büyüklüğü 10 milyar TL'ye ulaştı.
2018	Gelecek VYŞ kuruldu.*
2019	Güven Varlık'ın tüm hakları birleşme sonucu Gelecek VYŞ'ye devredildi.
2020	455.000'den fazla müşteri finansal özgürlüğüne kavuştu.
2021	Şirket Finansal Kurumlar Birliği'ne üye olmuştur.

*Şirket, Fiba Grubu bünyesinde faaliyet göstermekte olup, her ne kadar kuruluşu 2018 yılı olarak gözükse de deneyimleri ve tarihçesi yukarıda açıklandığı üzere 2005 yılına kadar uzanmaktadır.

Şirket'in Faaliyet Gösterdiği Sektörlerdeki/Pazarlardaki Yeri

Varlık Yönetim Sektörü dünyada olduğu gibi Türkiye'de de genç olarak nitelendirilebilecek, 18 yıllık geçmişe sahip bir sektördür. BDDK lisansı ile faaliyet gösteren VYŞ'ler, Bankacılık Kanunu ve VYŞ Yönetmeliği ile BDDK düzenleme ve denetimine tabi olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Fiba Holding sektöre ilk yatırımını, Lehman Brothers Inc. ile ortak kurduğu konsorsiyum 2005 yılında TMSF tarafından düzenlenen tahsili gecikmiş alacak ihalesini kazandığında yapmıştır. Daha sonra 2008 yılından itibaren özel bankaların tahsili gecikmiş alacak portföy satışları başlamış ve Gelecek VYŞ ilk özel banka TGA portföyü yatırımını 2008 yılında yapmıştır. 2021 Eylül ayı itibari ile sektörde lisanslı 19 Varlık Yönetim Şirketi bulunmaktadır.

Varlık Yönetim Sektörü kuruluşundan bugüne çok yüksek bir ivme ile büyümüştür. 2020 sonu itibari ile 5,3 milyar TL toplam yatırım tutarı ile bankacılık sektörüne kaynak yaratmıştır. Bu yatırım karşılığında devir alınan portföy anapara büyüklüğü ise 62,6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Risk Merkezi raporlarına göre Haziran 2021 itibari ile çözümlenen alacaklar sonrasında 54,8 milyar TL yönetilmeye devam eden kalan anapara tutarı, yaklaşık 1,9 milyon bireysel nitelikli müşteri, yaklaşık 247 bin ticari nitelikli

müşteri bulunmaktadır². PwC Türkiye Sektör Raporuna göre önümüzdeki 3 yıl içinde 70 milyar TL'den fazla TGA portföyü satışı tahmin edilmektedir.

Sektör, yakaladığı büyüme ivmesini önümüzdeki yıllarda da korumasını destekleyen güçlü dinamiklere sahiptir. Bu dinamikler kısaca aşağıda özetlenmiştir;

1. Büyüyen bankacılık sektörünün TGA hacmi hızla artmaktadır.

2014 yıl sonu itibarıyla 36,4 milyar TL olan TGA stoğu takip eden 5 yıl içinde 4,1 katına (150,8 milyar TL) çıkmıştır. 2021 Haziran sonunda ise, pandemi nedeni ile alınan önlemlerin etkisiyle, mevcut TGA stoğu seviyesi 149,4 milyar TL olmuştur³. Bankacılık bilançosundaki 2. grup/yakın izlemedeki krediler ise yine aynı 5 yıllık dönemde 6,1 katına, 52,0 milyar TL'den 319,2 milyar TL'ye çıkmıştır. 2021 Haziran sonunda 2. Grup Kredilerdeki artış devam etmiş ve toplam bakiye 417,0 milyar TL'ye ulaşmıştır⁴. Bankaların TGA portföyü satışları 2008 yılında başlamıştır ve bugüne kadar 28 ayrı banka satış işlemi gerçekleştirmiştir. Kamu bankaları sadece 2 kez satış gerçekleştirmiştir. Gelecek dönemde kamu bankalarının TGA satışlarına başlamaları sektörün büyümesi açısından önemli bir fırsat yaratabilir. Banka dışı finansal kurumlar da dahil edildiğinde satış yapan kurum sayısı 38'e yükselmektedir. TGA satışı, artık gerekli satış sistemlerinin ve süreçlerinin geliştirildiği, finansal ekosistemin entegre bir parçası haline gelmiştir. Ayrıca, yeni mevzuat kapsamında yurt dışı bankalardan ve finansal kurumlardan TGA alımı mümkün hale gelmiştir. Amerika ve Avrupa gibi daha gelişmiş ve uzun tarihçesi olan varlık yönetim sektörüne sahip pazarlar dikkate alındığında TGA satış süreçlerinin portföyün daha erken gecikme dönemlerine doğru genişlemesi beklenebilir. Türkiye'de de "forward flow" adı verilen, erken dönem kredi alacaklarının belli standartlarla oluştuğu durumda VYŞ'nin almayı garanti ettiği satış yöntemi ile satılan portföyler olmuştur. Gelecek VYŞ de bu yöntemle 2017 ve 2018 yıllarında alım yapmıştır.

2. Regüle edilen bir sektör olması, sektörün işleyişine güveni arttırmaktadır.

Bu güven, sektörün sürdürülebilirliğini ve güçlü nakit akışını desteklemektedir. Regülasyon, beklenen yüksek standartları sağlayan Varlık Yönetim Şirketleri için uygun bir yatırım ortamı sağlamaktadır. Temmuz 2021'de yayınlanan VYŞ Yönetmeliği ile daha da yükselen operasyonel, finansal ve kurumsal yönetim standartları aynı zamanda yüksek bir giriş bariyeri de oluşturmaktadır. Gelecek VYŞ sektörün en eski ve öncü kuruluşlarından biri olarak, regülasyonlar ile uyumlu bir şekilde ve yüksek standartlarla çalışmaktadır. Yeni VYŞ Yönetmeliği uyarınca VYŞ kuruluşu için gereken minimum ödenmiş sermaye tutarı 50 milyon TL'ye

2 Kaynak: Risk Merkezi verileri (<https://rmweb.riskmerkezi.org/RMAdmin/>), 30/06/2021

3 Kaynak: BDDK verileri (<https://www.bddk.org.tr/BultenAylik/>)

4 Kaynak: TBB Haziran 2021 Kredi Gruplamaları Raporu

çıkartılmış, Mülga VYŞ Yönetmeliği'ne göre, yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve genel müdür yardımcılarında aranan nitelikler yükseltilmiş, iç sistemlerin kurulması ile ilgili daha ayrıntılı düzenlemeler yapılmıştır. Söz edilen değişiklikler sektöre giriş bariyerini yükseltmektedir. Gelecek VYŞ mevcut operasyonel, finansal ve kurumsal yönetim standartları ve 126.500.000 TL ödenmiş sermayesiyle söz edilen değişikliklere hazır durumdadır. Bu standartlar aynı zamanda söz konusu düzenlemelere uymakla yükümlü olan Varlık Yönetim Şirketlerinin itibarını yükselten ve koruyan bir etkiye sahiptir.

3. Finansal ekosistemin sağlıklı çalışması için önemli bir fonksiyonu yerine getirmektedir.

Borçlarını ödemekte zorlanan müşterilere sağlanan esnek, uzun vadeli, indirimli yeniden yapılandırmalar, bankacılık sektörü bilançoları dahilinde yapıldığında banka bilançolarının %85'inden fazlasını oluşturan sağlıklı ve canlı kredi müşterilerini ahlaki erozyona uğratma riskine sahiptir. Ancak, aynı yeniden yapılandırmalar, Varlık Yönetim Şirketleri bilançolarında, hep benzer müşterilerin olduğu şirket çatısı altında yapıldığında, ahlaki erozyon riski minimize edilmektedir.

4. Ekonomik daralma dönemleri sektörde yatırım fırsatlarını arttırmakta olup ekonomik toparlanma ve büyüme dönemleri ise sektörün tahsilat büyümesini desteklemektedir.

Ekonomik daralma dönemlerinde TGA hacmi ve dolayısıyla, TGA arzı artmaktadır. Ekonomik toparlanma ve takip eden büyüme dönemleri ise tahsilat performansında artış yaratmaktadır. 2001 krizinde TGA rasyosu %30'a kadar çıkmış, takip eden yıllarda tahsili gecikmiş alacakların banka bilançolarından çıkarılmasının gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Bu dönemde yaşanan TGA artışı, Varlık Yönetim Şirketleri açısından ilk kuruluş ve yatırım imkanlarını yaratmıştır. İlk satışlar, TMSF tarafından, VYŞ'lere 2004 ve 2005 yıllarında gerçekleştirilmiştir. 2008 krizinde ise TGA stoğu %35 artarken, etkileri 2009'da da devam etmiştir. 2009 yılında TGA stoğundaki artış oranı %55'e ulaşmış, bankacılık sistemi kredi büyüme oranı ise %6,9 mertebesinde kalmıştır. Takip eden 2010-12 döneminde TGA arzının artması ile yatırım imkanları artmış; kriz döneminde 1,1 Milyar TL olan ortalama anapara satış seviyesi, takip eden 3 yılda %118 büyüyerek yıllık ortalama 2,5 Milyar TL seviyesine yükselmiştir. Ekonomik toparlanma ile beraber yine 2010-12 dönemindeki Gelecek Varlık tahsilatları önceki döneme göre %162,8, sektörün toplam tahsilatı ise %168,1 oranında artmıştır.

2018 yılında yaşanan hızlı TGA artışı, 2019'da da devam etmiştir. Bu etkinin, 2020 ve takip eden yıllarda hızlanan TGA devirleri ile çözümlenmesi finans sektörü

dinamiklerine uygun olacakken, pandemide alınan ekonomik önlemler ve BDDK tarafından getirilen kredi sınıflandırılmasına ilişkin borç erteleme tedbirleri ile bu süreç ertelenmiştir. Tüm bunların ışığında, pandemi sebebiyle TGA'larda beklenen artış, koruyucu tedbirler sebebiyle henüz yaşanmamıştır. Diğer yandan, Varlık Yönetim Şirketlerinin yönettiği alacaklar, temerrüt halindeki alacaklar olması itibariyle, temerrüt faizi ile değerlendirilmektedir. Yüksek enflasyon ortamında dahi, temerrüt faizinin seviyesi alacaklarda enflasyona karşı koruyucu bir etki yaratmaktadır. Örneğin, TCMB kredi kartı için temerrüt faizi oranını Haziran 2021'de aylık %2,28 (yıllık %27,4) olarak belirlemiştir, Haziran 2021 itibari ile son 12 aylık dönem için enflasyon %17,5'tir.

Sektörün temel büyüme dinamiklerine ek olarak 2021 Mart ayında açıklanan Reform Paketi'ndeki iki başlığın da mevcut ve yeni oluşacak TGA stoğunun çözümüne ek bir ivme kazandırması beklenmektedir. Bu paket kapsamındaki iki başlık Varlık Yönetim Sektörü için çok önemlidir: (i) Bankacılık Aktif Kalitesinin Arttırılması (ii) Varlık Yönetim Şirketlerinin Kapasitesinin Güçlendirilmesi. Yayınlanan Yeni Ekonomik Reform Paketi takvimine göre 2021 yılı içinde bu iki ana başlık altında alınması planlanan aksiyonların tamamlanması ile finans sektörünün alacak satışlarının daha da kolaylaşarak artması ve aynı zamanda sektöre yabancı yatırımcı ilgisinin artması beklenebilir. Dolayısıyla, Reform Paketi'nde yer alan bu aksiyonların tamamlanması halinde, sektörün büyüme ivmesini daha da arttırması beklenebilir.

Gelecek VYŞ'nin Sektördeki Lider Konumu ve Avantajları

PwC Türkiye Sektör Raporuna göre Gelecek VYŞ, yaptığı toplam yatırımlar, yönettiği toplam anapara büyüklüğü ve tahsilat gelirleriyle sektör lideridir.

Varlık Yönetimi Şirketleri 2020 yıl sonuna kadar finansal sektöre 5,3 milyar TL ek kaynak yaratmıştır. Aynı dönemde, finansal kuruluşlar tarafından VYŞ'lere devredilen tahsili gecikmiş alacak toplam anapara tutarı ise 62,6 milyar TL seviyesindedir. Raporda yer alan, 2008-2020 dönemine ilişkin pazar paylarına yönelik değerlendirmede Gelecek VYŞ; toplam yatırım tutarında %34,8, satın alınan toplam anapara büyüklüğünde ise %27,2 pazar payına sahiptir ve hem yatırımlarda hem de anapara büyüklüğünde sektörde lider konumdadır.

2020 yılında, pandemiye rağmen Şirket'in tahsilat gelirleri %10 artmıştır. 551 milyon TL ile en yakın rakibinin 1,7 katı tahsilatla 2020 sektör toplam tahsilatının %34'ünü gerçekleştirmiştir. 2021 yılının ilk yarısında ise 314 milyon TL tahsilat gerçekleştirmiş, 2020 yılının aynı dönemine göre tahsilatını %35 arttırmıştır. Kuruluşundan 2021 Haziran sonuna kadar toplam tahsilatı 4,2 milyar TL olmuştur.

Tecrübe & Bilgi Birikimi

Varlık Yönetim, finans ve hukuk dallarındaki bilgi birikiminin ve tecrübenin çok güçlü bir şekilde iç içe geçtiği bir iş alanıdır. Dolayısıyla, her iki iş alanı ve disiplinde de

uzmanlaşmış ekipler gerektirmektedir. Gelecek VYŞ, 14 yıldır bu iki alanda aynı anda uzmanlaşan ekiplerine ve bu iki alanı birlikte kapsayan teknolojilere yaptığı yatırımlarla önemli bir rekabet avantajı sağlamıştır.

Varlık Yönetim Sektöründeki iş modeli iki aşamalı olarak değerlendirilebilir. İlki, portföy değerlendirme, ikincisi de satın alınan portföylerin çözüm süreçleridir. Geçtiğimiz 14 yıl içerisinde 24 farklı bankadan 166 ihale ile devir alınan 1,6 milyon müşteriye ait 17,4 milyar TL anaparası olan portföy büyüklüğü, her iki aşamada da önemli rekabet avantajı yaratmaktadır. İzahname tarihi itibari ile 500.000'den fazla finansal özgürlüğüne kavuşan müşteri ve halihazırda uzlaşma süreci devam eden yaklaşık 1,0 milyon müşteri ile etkileşimleri, Gelecek VYŞ'ye bir taraftan yeni portföy değerlemelerinde daha doğru hesap yapılabilmesi için sürekli veri yaratırken, diğer taraftan da iletişim ve çözüm yaratma kabiliyetlerini geliştirme imkanı sağlamakta ve yeni tecrübeler kazandırmaktadır.

Yüksek nitelikli insan kaynağı Gelecek VYŞ'nin en önemli başarı faktörlerinden birisidir. Şirket üst yönetimi ortalama 10 yıl varlık yönetim sektörü, 12 yıl Fiba Grubu ve 17 yıl finans sektörü tecrübesine sahiptir. 30 Haziran 2021 itibariyle %68'i lisans ve üstü, %24'ü ön lisans mezunu olmak üzere toplam 573 çalışanı vardır. Çalışanların %67'si kadın; %33'ü erkektir. Yöneticilerin ise %57'sini kadın çalışanlar oluşturmaktadır. Şirket, Fiba Grubu'nun Toplumsal Cinsiyet Eşitliği'ni destekleyen grup kültürünün elçilerinden biridir. Bireysel, kobi ve ticari tahsilat birimlerinde müşterilerle birebir temas halinde olan 346 dosya temsilcisi ve ülke genelinde 135'den fazla sözleşmeli hukuk bürosuyla çalışan 35 şirket avukatı bulunmaktadır. Şirket ayrıca 26 kişilik yazılım geliştirme ve bilgi teknolojileri ekibine sahiptir. Ek olarak, iş modelinin yatırım aşamasında veri bilimiyle ihale değerlemeleri yapan, ihale satın almasından sonra tahsilat aşamasında da performansı takip ederek geliştiren 12 kişilik İş Geliştirme & Veri Analitiği ekibi bulunmaktadır.

Gelecek VYŞ teknolojiyi çok verimli kullanan bir şirket olmanın yanı sıra insan kaynağına da yatırım yapmayı çok önemsemektedir. Tüm tahsilat ekipleri işe alım itibariyle her deneyim seviyesinde ihtiyaçlarına özel tasarlanmış, ve uzmanlıklarına yönelik özel içeriklerle hazırlanmış bir eğitim ve gelişim yolculuğuna dahil olur. Bu da yıllar içinde Şirket'in temsilci başına tahsilat performansını iyileştirmiştir.

Fiyatlama algoritması ve kampanya altyapısı ile müşteriye özel ve çok kanallı teklif ileten sistemlerin kullanıma alınması sayesinde Şirket, her geçen gün daha fazla borçluyu finansal özgürlüğüne kavuşturmaktadır.

Ölçek Ekonomisi

Gelecek VYŞ toplam 1,6 milyon borçluya ait 3,0 milyon farklı kredi ve 2,6 milyon icra dosyasını takip etmektedir. Bu varlık büyüklüğü, ortalama aylık 750.000'in üzerinde çağrı ve yaklaşık 4 milyon aktivite kaydı yaratmaktadır. Mevcut müşterilerimize ve

portföylerimize yenilerini katmamız ölçek ekonomisinden faydalanmamızı ve karlılığımızı arttırmaktadır. Yeni satın alınan portföylerdeki alacakların genellikle %20 ile %60 arasında değişen bir kısmı mevcut müşterilerimizin alacaklarıdır. Bu durum, hem Gelecek VYŞ'nin değerlendirilen portföyün niteliğini anlamasını kolaylaştırarak bir fiyatlandırma avantajı yaratmakta hem de müşteri bazında alacak konsolidasyonu etkisi yaratmaktadır. Müşteri bazında alacak konsolidasyonu ise, müşterilerin tek bir taraf ile daha büyük bir problemi bir kerede çözmesine imkan sağladığı için ödeme niyetini arttırmaktadır. Ek olarak, Gelecek VYŞ'nin personel, BT, haberleşme ve benzeri giderlerini arttırmadan ölçek ekonomisinin sağladığı verimlilik ile aynı maliyetle daha yüksek tahsilat yapmasını sağlamaktadır. Sektöre yeni giren şirketlerin ve belli bir büyüklüğe ulaşamayan şirketlerin bu avantajlara sahip olması mümkün değildir.

Uzlaşmacı Yaklaşım

Müşterilerle kurulan uzun soluklu, güvene dayanan ve uzlaşmacı iletişim çok hassas bir yönetim gerektirir. Şirketteki uzman temsilciler, borçluların ekonomik yaşam döngülerini birlikte takip ederek mali durumlarının iyileştiği dönemlerde bütçelerine en uygun ödeme seçeneğini sunmak ve uzlaşmak için çalışırlar. Temsilcilerin konularında uzmanlaşmaları için özel tasarlanmış, ulaştıkları deneyim seviyesine ve uzmanlık alanlarına göre değişiklik arz eden bir eğitim ve gelişim yolculuğu programı uygulanmaktadır. Şirket'in uzlaşmacı yaklaşımı iki göstergelye çok yakından takip edilir.

1. **Sulhen elde edilen gelirler:** Sulhen yapılan anlaşmalarda ek icra masrafları oluşmaz. İcra dairesinde borcun kapatılmasına kıyasla daha düşük harç ödenir. Daha yüksek indirim imkanları oluşur. Sulhen yapılan anlaşmalarla elde edilen gelirlerin payı 2016 yılında %76,5'den 2021 Haziran sonunda %84,6 seviyesine yükselmiştir.
2. **Ödeme kolaylığı sağlanan uzun vadeli anlaşmalarla sağlanan gelirler:** Borcunu tek seferde kapatmaya mali gücü olmayan kişilerle uzun vadeli anlaşmalar yapabilmektedir. Bu anlaşmalar kişilere ödeme kolaylığı sağlarken Şirket için de düzenli öngörülebilir nakit akışı sağlamaktadır. Yine aynı 2016-2021 1. yarıyıl döneminde uzun vadeli anlaşmalarla sağlanan gelirlerin payı 2016 yılında %14'ten 2021 Haziran sonunda %23'e yükseltilmiştir.

Şirket, kuruluşundan itibaren uzlaşmacı yaklaşım stratejisini devam ettirmiştir. 2012'de borcunu kapatan kişi sayısı ilk kez 100.000'i geçmiş, sonrasında bu rakam 2018'de 350.000 ve 2020 sonunda 450.000 kişi üzerine çıkmıştır. İzahname tarihi itibarı ile 500.000'in üzerinde müşterinin borcu kapatılmıştır.

Derin veri tabanı ve teknolojik altyapısı

Gelecek VYŞ bugüne kadar toplam 494 farklı ihalede portföy verisi değerlendirme imkanı bulmuştur. Bu ihalelerin 166 tanesini kazanmıştır. Şirket, toplam 1,6 milyon borçluya ait

3.0 milyon farklı kredi ve 2,6 milyon icra dosyasını takip etmektedir. Bu varlık büyüklüğü, ortalama aylık 750.000'in üzerinde çağrı ve toplamda 4 milyonun üzerinde aktivite kaydı yaratmaktadır. Bu veriler, Şirket'in kendi geliştirdiği müşteri ilişkileri yönetimi (COLAR) programıyla takip edilmektedir.

Geniş veri tabanı ilk aşamada ihale öncesi portföy değerlemelerine, ihale kazanıldıktan sonra da operasyonel verimliliği arttırmaya yönelik performans takibine ve borçlu özelinde tekil fiyatlamaya oluşturulmasına çok önemli katkı sağlamaktadır.

Şirket'in yazılımını kendi geliştirdiği diğer bir program da Hukuk Takip Sistemi (HTS)'dir. HTS yardımıyla ülke genelindeki 135'in üzerinde sözleşmeli hukuk bürosu sistemsel akışlarla otomatik ve çevrimiçi (online) olarak görevlendirilip, gerektiğinde tekil iş atamaları çevrimiçi yapılarak 2,6 milyon icra dosyası 35 şirket avukatıyla takip edilebilmektedir. Tüm bürolar yürüttükleri hukuki işlemleri eş zamanlı ve çevrimiçi (online) olarak HTS üzerinden raporlayıp takip etmektedir.

Ek olarak, mevzuat gereği Risk Merkezi'ne günlük raporlama zorunluluğu bulunmakta olup, söz konusu zorunluk güçlü teknolojik altyapı gerektirmektedir. BDDK'ya ek olarak Risk Merkezi de kendisinin yürüttüğü günlük risk paylaşımı işlemlerinin kontrolü ve doğruluğunu sağlamak için diğer banka dışı mali kurumlar gibi Varlık Yönetim Şirketleri'ne yılda 1 kere oldukça kapsamlı bilgi sistemleri denetimi zorunluluğu getirmiştir. Gelecek VYŞ tüm bu bildirim ve denetim sürelerine yönelik gerekli altyapıya sahiptir.

Müşteri ve hukuk yönetiminde kullanılan teknolojik altyapı ancak uzun vadeli yatırımlarla eğitilmiş ve tecrübeli çalışanlarla sağlanabilmektedir. Gelecek VYŞ'nin bu alanlara yönelik yatırımları Şirket'e önemli bir rekabet avantajı kazandırmaktadır.

Şirket; güçlü altyapısı ve değişime hızlı adapte olabilen çevik insan kaynağı ile pandemi döneminin başında, 18 Mart 2020 tarihinde, tüm birim ve çalışanlarıyla %100 uzaktan çalışmaya sorunsuz bir şekilde geçiş yapmıştır. Değişime uyum sağlayabilen insan kaynağı ve güçlü teknolojik altyapısı Şirket'in en önemli başarı faktörlerindedir.

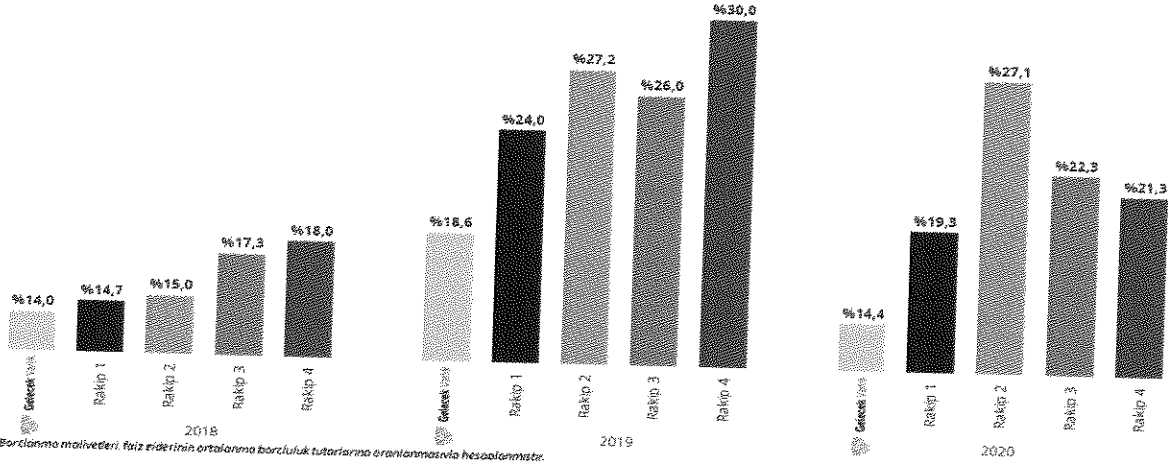
Olası afetlere karşı Şirket'in tüm verileri 2 farklı ilde yedeklenmektedir.

Düşük maliyetli finansmana erişimi

Her yıl satılan portföylere yatırım yapılabilmesi için güçlü bir sermayenin yanı sıra düşük maliyetli ve yeterli finansmana da erişim sağlanması gerekmektedir. 2015-2019 döneminde, 5 yıl içinde, Gelecek VYŞ yıllık ortalama 142,7 milyon TL yatırım yapmıştır. Bu anlamda, minimum ödenmiş sermaye gerekliliğinin bir Varlık Yönetim Şirketi'nin sağlıklı yatırımlarla büyümesi için yetersiz olacağı, mutlaka güçlü ve düşük maliyetli finansman kaynaklarına erişim sağlanması gerektiği açıktır.

Gelecek VYŞ, sektördeki banka ve tahvil borçlanma maliyetleri karşılaştırıldığında en düşük faiz maliyetine sahip Şirket olarak rakiplerinden ayrılmaktadır. Gelecek VYŞ; 2018, 2019 ve 2020 yıllarında en yakın rakibine kıyasla sırasıyla %0,7; %5,4; %4,9 daha düşük faiz oranlarıyla finansman sağlayabilmiştir. Hesaplama, şirketlerin faiz giderlerinin dönem sonu, dönem ortası ve dönem başı banka ve tahvil borçlanmalarının ortalaması alınarak yapılmıştır.

Şekil 4 Varlık Yönetim Şirketlerinin Borçlanma Maliyetleri



Borçlanma maliyetleri, faiz giderinin ortalama borçluluk tutarlarına oranlanmasıyla hesaplanmıştır.

*Kaynak: VYŞlerin bağımsız denetim raporları (<https://www.bddk.org.tr/BdrUyg/>) ile PwC Türkiye Sektör Raporu

PwC Türkiye Sektör Raporunda sektördeki rekabete yönelik aşağıdaki değerlendirmelere ve tespitlere yer verilmiştir:

"VYŞ Sektörü Rekabet Ortamı

Genel TGA satış pazar hacmi dağılımı ve gelişimi

Şekil 5 Türkiye Varlık Yönetim Şirketleri Genel Bilgileri

VYŞ	Faaliyet Yılı	Ana Hissedarları	Kümülatif ÖAB Payı ⁵ (%, 2008-20)	Kümülatif Yatırım ⁵ (%, 2008-20)	Tahsilat (Milyon TL, 2020)	Toplam Aktif Büyüklüğü (Milyon TL, 2020)
Gelecek ⁶	14	Fiba Group	%27,2	%34,8	550,7	1,197,1
Dünya ⁶	13	Vector Holdings, Vector Investments, EBRD	%24,0	%26,4	330,2	1,332,4

5 Yalnız birincil piyasa. Alıcıları kamuya açıklanmayan TGA satış işlemlerini içermemektedir. Birden fazla alıcıya satış yapılan ve her bir alıcıya satış miktarının açıkça belirtilmediği işlemlerde alıcılar arasında ÖAB payının eşit olduğu kabul edilmiştir

6 Mevcut isimlerle gösterilen bu oyuncular, piyasada daha önce farklı isimlerle faaliyet göstermişlerdir.

VYS	Faaliyet Yılı	Ana Hissedarları	Kümülatif ÖAB Payı ⁶ (%, 2008-20)	Kümülatif Yatırım ⁵ (%, 2008-20)	Tahsilat (Milyon TL, 2020)	Toplam Aktif Büyüklüğü (Milyon TL, 2020)
Birleşim ⁶	16	TMSF	%9,8	3,2%	101,8	314,6
Birikim ⁶	5	Altınhas Holding, Ak Faktoring	%7,6	%7,8	105,9	234,6
Sümer	6	ASV Holding	%6,9	%4,2	106,9	183,8
İstanbul ⁶	12	Ünlü Yatırım	%5,9	%5,8	119,0	242,4
Efes	10	İş Yatırım Menkul Değerler, İş Portföy, İş Leasing, İş Faktoring	%5,8	%4,8	69,0	223,2
Mega	6	Özel şahıslar	%3,1	%5,4	15,2	166,3
Arsan	3	Arsan Dokuma	%2,0	%1,4	40,9	57,9
Emir	4	Özel şahıslar	%2,0	%1,3	60,8	125,7
Hedef	6	Özel şahıslar	%1,4	%0,8	29,0	56,3
Denge ⁶	8	Lider Faktoring	%1,4	%1,9	35,5	114,9
Met-Ay	4	Özel şahıslar	%1,2	%0,2	3,6	34,0
Boğaziçi ⁶	9	Özel şahıslar	%0,7	%0,8	120,4	355,7
Armada	3	Özel şahıslar	%0,6	%0,5	151,3	125,5
Doğru	2	Özel şahıslar	%0,2	%0,3	17,7	40,6
Adil	2	Özel şahıslar	%0,2	%0,3	11,0	23,5
Yunus	5	Delfin Holding	-	-	6,1	64,3

2020 itibariyle piyasada faal on sekiz varlık yönetim şirketi bulunmaktadır (bkz. Görsel 13). 2008 yılından bu yana piyasada faal olan ve önemli bir büyüklüğe ulaşmış olan öncü firmalar Gelecek ve Dünya, kümülatif ÖAB (ödenmemiş Anapara bakiyesi) payı ve toplam aktif büyüklüğü bakımından en büyük paya sahip şirketlerdir. Aktif büyüklüğü bakımından öncü firmaları, Birikim, Sümer ve İstanbul takip etmektedir.

Operasyonel mükemmeliyet, IT/teknik altyapı ve finansman yetkinlikleri, rekabet ortamında varlık yönetim şirketleri arasında ayırt edici faktörlerden bazılarıdır. Bu yetkinlikleri gelişmiş şirketler, piyasadaki rakiplerine üstünlük sağlayabilmektedirler. Ayrıca, büyük portföy hacmi ve ölçek ekonomisi de, varlık yönetim şirketlerinin operasyonlarını daha etkin yönetmesini sağlayarak rekabet güçlerini artırmaktadır.”

[Handwritten signature]

Şirket'in Finansal Bilgileri

Şirket'in KPMG ve DRT tarafından TMS/TFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş mali tablolarına göre hazırlanan gelir tablosu aşağıda verilmektedir.

Sekil 6 Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (Bin TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
Faiz Gelirleri	387.628	630.541	508.138	183.637	325.845
Faiz Giderleri	103.643	143.266	97.197	59.484	39.623
Net Faiz Geliri/Gideri	283.985	487.275	410.941	124.153	286.222
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri/Giderleri	(35.581)	(30.663)	(37.530)	(13.979)	(28.319)
Ticari Kar/Zarar	(14.641)	15.706	26.501	17.020	27.665
Diğer Faaliyet Gelirleri	5.289	9.541	9.742	2.943	3.682
Faaliyet Brüt Karı	239.052	481.859	409.654	130.137	289.250
Beklenen Zarar Karşılıkları Giderleri	(112.380)	(215.434)	(107.726)	(38.001)	(62.493)
Diğer Karşılık Giderleri	(302)	(400)	(12.676)	-	-
Personel Giderleri	(54.429)	(69.229)	(77.860)	(38.743)	(45.961)
Diğer Faaliyet Giderleri	(58.649)	(64.608)	(81.258)	(33.200)	(46.652)
Net Faaliyet Karı/Zararı	13.292	132.188	130.134	20.193	134.144
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı	(2.952)	(27.317)	(27.858)	(4.131)	(38.903)
Dönem Net Karı/Zararı	10.340	104.871	102.276	16.062	95.241

Kaynak :Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Tahsilat Gelirleri: Şirket'in gelirleri sahip olduğu portföylerden yapmış olduğu tahsilattan kaynaklanmaktadır. Yapılan tahsilatın "Maliyete isabet eden kısmı" ve "Maliyeti aşan kısmı" olmak üzere iki kısmı vardır. Maliyeti aşan kısmı faiz gelirlerine kaydedilirken maliyete isabet eden kısmı bilançodaki kredi ve alacaklar hesabından azalış şeklinde muhasebeleştirilmektedir.

Faiz Gelirleri: Faiz gelirleri, kredilerden alınan faizler, yapılan tahsilatın maliyeti aşan kısmı ve alacakların pozitif değerlendirme farkları ile diğer faiz gelirlerinden oluşmaktadır.

Şirket, satın aldığı kredi portföylerinin değerlemelerini tahsili gecikmiş alacakların ilk alımı sırasında belirlenen tahsilat projeksiyonlarının net bugünkü değerlerini hesaplamakta ve kayıtlarına almaktadır. Kredi portföylerinin hesaplanan tahsilat projeksiyonlarının net bugünkü değerleri ile kayıtlı defter değerleri arasındaki pozitif farklar "Kredilerden alınan faizler" kalemi altında gelir olarak kaydedilmektedir. İlgili tahsilat projeksiyonları ilk alım esnasında hesaplanan etkin faiz oranı dikkate alınarak iskonto edilmektedir. Net bugünkü değeri ile itfa edilmiş maliyetleri arasındaki negatif farklar için beklenen zarar karşılıkları gideri açıklamasına bakılmalıdır.

Faiz Giderleri: Şirket'in kullanmış olduğu banka kredileri ve ihraç etmiş olduğu menkul kıymetler için ödediği faizler bu kalemde gösterilmektedir.

Net Ücret ve Komisyonlar: Net ücret ve komisyonlar, Şirket'in hasılat paylaşımli işlemler ve diğer komisyon işlemlerinden elde etmiş olduğu gelir ile hukuk bürolarına, bankalara ödenen ve diğer işlemlerden kaynaklanan komisyon giderlerinin toplamından kaynaklanmaktadır. Komisyon giderleri, komisyon gelirlerinden yüksek olduğu için (-) bakiye vermektedir.

Ticari Kar/Zarar: Ticari kar zarar, kur farkı gelir giderleri ve türev işlem gelir giderlerinden oluşmaktadır.

Diğer Faaliyet Gelirleri: Diğer faaliyet gelirleri alacaklardan dolayı edinilen ve Şirket'in aktifinde yer alan gayrimenkullerin satış gelirleri ile diğer gelirlerden kaynaklanmaktadır.

Beklenen Zarar Karşılıkları Gideri: Şirket'in itfa edilmiş maliyetinde gösterilen kredi ve alacakları satın alınan sorunlu ve zafiyete uğramış alacaklardan oluşmakta olup, satın alımdan sonra oluşan değer düşüklüğü zararı tutarı, gelecekteki tahmini nakit akışlarının ilk alımda belirlenene göre düzeltilmiş etkin faiz oranı üzerinden iskonto edilerek hesaplanan bugünkü değeri ile defter değeri arasındaki fark olarak ölçülür ve hesaplanan tahmini tahsil edilebilir tutarın defter değerinden düşük olması durumunda değer düşüklüğü için karşılık ayrılır ve ayrılan karşılık "Krediler" altında yer alan "Beklenen Zarar Karşılıkları" hesabında değer düşüklüğü olarak kaydedilir. Beklenen zarar karşılıkları gideri kalemini kredi faiz gelirleri ile birlikte değerlendirmek gerekir. Faiz gelirlerinde de açıklandığı üzere Şirket hesaplanan tahmini tahsil edilebilir tutarın defter değerinden yüksek olması durumunda aradaki farkı faiz geliri olarak kaydeder.

Diğer Karşılık Gideri: Diğer karşılık gideri, kredi ve alacaklar değer düşüş karşılığı dışındaki karşılık işlemlerinin giderleştirildiği gelir tablosu kalemidir.

Personel Giderleri: Şirket çalışanlarına ödenen, maaş, ücret, ikramiye, prim, yemek, kıdem ve izin karşılık ve eğitim giderleri personel giderlerinde gösterilmektedir.

Diğer Faaliyet Giderleri: Şirket'in, karşılık, komisyon, faiz, personel gideri dışında kalan operasyonel giderleri, gelir tablosunda diğer faaliyet giderleri kaleminde gösterilir.

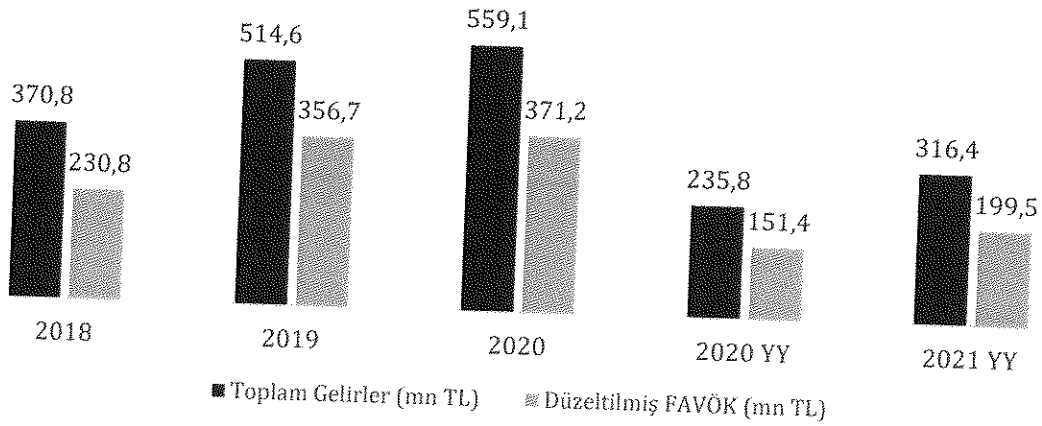
Düzeltilmiş FVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK: Şirket yönetimi, Şirket performanslarının değerlendirilmesinde Düzeltilmiş FVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK'ü kullanmaktadır.

Şekil 7 Düzeltilmiş FVÖK ve FAVÖK Hesaplaması

Düzeltilmiş FVÖK ve düzeltilmiş FAVÖK (BİN TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
Dönem net karı/zararı	10.340	104.871	102.276	16.062	95.241
Sürdürülen faaliyetler vergi karşılığı	2.952	27.317	27.858	4.131	38.903
Diğer karşılık giderleri	-	400	218	-	-
Kiralama faiz giderleri	-	498	569	377	893
Temettü gelirleri	-	-	-	-	-
Vergi inceleme karşılık gideri	-	-	12.458	-	-
KKDF Vergi Cezası	-	-	1.630	-	-
İdari para cezası	-	4.534	490	-	-
Bankalardan alınan faizler	(3.726)	(1.331)	(881)	(336)	(562)
Kullanılan kredilere verilen faizler	87.852	135.175	96.628	59.107	34.626
İhraç edilen menkul kıymetlere verilen faizler	15.791	7.593	-	-	4.104
Ticari kar/zarar(net)	14.641	(15.706)	(26.501)	(17.020)	(27.665)
Yabancı para alacakların değerlemesi	57.381	25.467	36.281	18.874	28.840
Düzeltilmiş FVÖK	185.231	288.818	251.026	81.195	174.380
Dönem içindeki tahsilat	370.373	502.481	550.651	232.607	313.977
Kredilerden alınan faizler	(383.802)	(629.210)	(507.257)	(183.301)	(325.283)
Beklenen zarar karşılıkları giderleri	112.682	215.434	107.726	38.001	62.493
Yabancı para alacakların değerlemesi	(57.381)	(25.467)	(36.281)	(18.874)	(28.840)
Maddi duran varlık amortisman giderleri	2.083	8.918	11.921	5.578	6.140
Maddi olmayan duran varlık amortisman giderleri	1.337	2.316	3.172	1.488	1.935
Elden çıkarılacak kıymetler amortisman giderleri	303	331	274	43	-

Düzeltilmiş FVÖK ve düzeltilmiş FAVÖK (BİN TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
Kiralanan gayrimenkul ve taşıtlar için ödenen kira tutarı	-	(6.966)	(10.005)	(5.321)	(5.265)
Düzeltilmiş FAVÖK	230.826	356.655	371.227	151.416	199.537
Toplam Gelirler	370.778	514.550	559.075	235.782	316.388
Toplam tahsilat gelirleri	370.373	502.481	550.651	232.607	313.977
Alınan ücret ve komisyonlar	51	3.173	310	268	6
Elden çıkarılacak gayrimenkullere ilişkin satış geliri	4.112	5.238	5.156	2.226	1.684
Aktiflerin satışından doğan zararlar	(4.935)	(645)	(1.628)	(36)	(1.277)
Diğer faaliyet geliri	1.177	4.303	4.586	717	1.998
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	62,3%	69,3%	66,4%	64,2%	63,1%

Şekil 8 Gelir ve FAVÖK Gelişimi (mn TL)



Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket 2019 yılında 2015 yılına ait bir işleme yönelik olarak yapılan vergi incelemesi nedeniyle 4,5 milyon TL damga vergisi ve cezası ödemiştir. Bu ödeme ilgili bulunduğu dönemde yapılışaydı 2019 yılı net dönem karı 109,4 milyon TL olacaktı.

Şirket 2020 yılında 2015-2018 yıllarına ait vergi incelemeleri nedeniyle bu dönemle ilgili olarak 12,4 milyon TL BSMV ve 1,6 milyon TL KKDF için karşılık ayırmıştır. Bu iki kalemler ilgili buldukları dönemde ayrılışaydı 2020 yılı net dönem karı 116,3 milyon TL olacaktı.

Şirket'in düzeltilmiş FAVÖK marjı 2018 yılında %62,5 iken 2019 yılında %69,3 olmuştur. Düzeltilmiş FAVÖK marjının artışı, giderlerdeki artışın tahsilat artışından daha düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Şirket'in düzeltilmiş FAVÖK marjı 2019 yılında %69,3 iken 2020 yılında %66,4 olmuştur. Düzeltilmiş FAVÖK marjının düşüşü, 9,4 milyon TL ek BSMV artışı olmak üzere giderlerdeki artışın tahsilatlardaki artıştan daha yüksek olmasından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in düzeltilmiş FAVÖK marjı 2020 yılının ilk altı ayında %64,2 iken 2021 yılının ilk altı ayında %63,1 olmuştur. 2021 yılının ilk 6 ayında FAVÖK önceki senenin aynı dönemine göre %32 oranında artmıştır. Artışın temel sebebi şirketin tahsilat performansındaki dolayısıyla, gelirlerindeki yükseliştir. FAVÖK marjı önceki döneme göre yaklaşık aynı seviyede korunmuştur.

Şekil 9 Bilanço

Finansal Durum Tablosu (Bin TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Finansal Varlıklar (Net)	112.304	13.419	26.309	9.456
Bankalar	113.619	13.557	26.457	9.550
Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	(1.385)	(138)	(148)	(94)
Türev Finansal Varlıklar	70	-	-	-
Krediler (Net)	1.034.375	1.165.404	1.069.856	1.089.015
Krediler	1.540.315	1.888.719	1.763.149	1.845.094
Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	(505.940)	(723.315)	(693.293)	(756.079)
Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Duran Varlıklar	26.607	52.271	71.303	78.155
Ortaklık Yatırımları	1.269	1.269	1.269	-
Maddi Duran Varlıklar	4.504	20.090	12.556	14.883
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.499	4.497	6.112	6.542
Diğer Aktifler	12.047	9.051	9.720	24.589
Aktif Toplamı	1.195.605	1.266.001	1.197.125	1.222.640

Alınan Krediler	646.461	765.145	583.171	456.486
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	164.119	-	-	47.643
Türev Finansal Yükümlülükler	34.817	281	-	-
Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler	-	8.287	1.058	4.148
Karşılıklar	6.159	8.310	22.118	16.251

Cari Vergi Borcu	3.004	4.576	10.064	21.565
Ertelenmiş Vergi Borcu	50.845	78.310	102.329	119.258
Diğer Yükümlülükler	10.190	16.149	17.384	19.440
Özkaynaklar	280.010	384.943	461.001	537.849
Ödenmiş Sermaye	126.500	126.500	126.500	126.500
Sermaye Yedekleri	9.213	10.419	10.577	10.789
Kar Yedekleri	15.393	15.393	93.888	76.200
Geçmiş Yıllar Karı	118.564	127.760	127.760	229.119
Dönem Karı	10.340	104.871	102.276	95.241
Pasif Toplamı	1.195.605	1.266.001	1.197.125	1.222.640

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

Değerleme Yöntemleri

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde 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 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.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır. Şirket'in, pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmalarının pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi, kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğuna düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

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 sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerleme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Şirket BDDK'nın düzenleyici otorite olarak yer aldığı varlık yönetim sektöründe faaliyet göstermektedir. Her bir şirketin denetim yükümlülüğü ve bunları düzenli aralıklarla BDDK'ya raporlama yükümlülüğü bulunmaktadır. Şirket gelirlerinin önemli bir bölümünü satın almış oldukları portföylerden elde edilen tahsilatlardan elde etmektedir. Varlık yönetim şirketleri, portföy satın alım fiyatını belirlerken, genellikle 10 yıllık tahsilat projeksiyonlarını ve hedefledikleri iç verim oranını (IRR) dikkate alırlar. Tahsilat projeksiyonları şirketlerin geçmiş dönemdeki portföylerden elde ettikleri deneyimlere, makroekonomik beklentilerine, tahsilat maliyetlerine, fonlama maliyetlerine ve satışa konu portföyün özelliklerine bağlıdır. İlgili portföyler satın alındıktan sonra, satın alım fiyatına ve tahsilat projeksiyonlarına göre belirlenen iç verim oranı (IRR) portföye ilişkin tahsilatlar tamamlanana kadar finansal tablolara ilişkin hesaplamalarda sabit tutulmaktadır. Bu oranın sabit tutulduğu bağımsız denetim şirketlerince denetime tabidir.

Bu kapsamda, Şirket'in gelecekte elde edeceği gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcuttur. Ek olarak Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin yatırımcının gözünde değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması dolayısıyla, değerlemenin amacına uygun olduğu düşünülerek, Gelir Yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlendirme amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında Şirket'in paylarının halka arz edileceği ve Şirket'in benzeri olan borsada işlem gören nitelikteki emsallerine ilişkin güvenilir bilgilerden istifade edilebileceği dikkate alınarak Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. Değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve

zamanlamasına ilişkin makul tahminlerde bulunulabilmesinden dolayı Gelir Yaklaşımı ve Şirket'e önemli ölçüde benzerlik taşıyan şirketlerin aktif olarak teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesinden dolayı Pazar Yaklaşımı değerlendirilmiştir. Şirket'in kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğu düşünüldüğü için ise Maliyet Yaklaşımı değerlendirilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında 15 yıl boyunca nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.22 maddesinin a bendi uyarınca sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır.

Projeksiyonlar

Gelirler

Şirket gelirleri muhasebesel olarak birkaç farklı kaleme gösterilse de nihayetinde gelirler TGA portföylerinden elde edilen tahsilatlar ve diğer gelirler kaynaklı oluşmaktadır.

Tahsilat gelirleri farklı ödeme alışkanlıkları ve teminat yapılarına sahip bireysel, kobi ve ticari segmentleri için ayrı ayrı yapılmıştır. Her bir segment için mevcut portföylere ilişkin tahsilatlar ile alınacak portföylere ilişkin tahsilat projeksiyonları ayrı ayrı yapılmıştır. Mevcut portföyler için yapılan tahsilat projeksiyonlarında bağımsız denetim raporunda finansal tabloların hazırlanması için kullanılan tutarlar dikkate alınmıştır. Yeni portföylere ilişkin tahminler ise Şirket'in geçmiş yıllarda gerçekleşen iç verim oranı (IRR) ve portföylerin yapılarına ilişkin beklentilere göre yapılmıştır.

Diğer gelirler ise iki ana kalemden oluşmaktadır. Birinci kalem Şirket'in sahip olduğu portföyler kaynaklı elde etmiş olduğu gayrimenkullerden elde edilen satış karlarından oluşmaktadır. Bu gelirdeki 2023 yılında gerçekleşmesi beklenen artış kurumsal bir müşteriden teminat altına alınmış bir gayrimenkulün satışına ilişkin beklenti kaynaklıdır. İkinci kalem ise Şirket'in operasyonlarını sürdürürken elde ettiği çeşitli diğer gelir kalemlerini barındırmaktadır.

Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderlerinin büyük bir bölümünü personel masrafları ile tahsilat masrafları kalemleri oluşturmaktadır. Amortisman giderlerinin projeksiyonları faaliyet giderlerine dahil edilmeyerek ayrı bir bölümde açıklanmaktadır.

Faaliyet giderleri ve kullanılan varsayımlar aşağıda belirtilmiştir:

- Personel gideri: (i) Maaş ve diğer personel giderleri, (ii) bonus, ve (iii) primler ve yan haklar olarak 3 ana kaleme incelenmiştir;
 - i- Maaş ve diğer personel giderleri kişi başı ortalama maaş ile toplam çalışan sayısının çarpımı ile hesaplanmaktadır. Çalışan sayısı tahmini ise kişi başına ortalama tahsilat tutarı dikkate alınarak yapılmıştır. Maaş ve personel giderleri 2021 yılında; Şirket'in yıl içinde yaptığı zamlar dikkate alınarak bulunmuştur. 2021 yılı sonrasında ise maaş ve personel giderleri çalışan sayısı artışı ve enflasyon beklentisine göre belirlenmiştir.

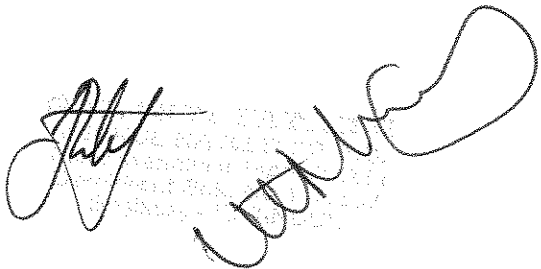
- ii- Bonus ve primler kaleminin ise şirketin mevcut uygulamaları ile tutarlı olarak tahsilatlara göre projeksiyonu yapılmıştır.
- iii- Yan haklar ise 2021 yılında enflasyon ve kişi sayısındaki değişime göre artırılmıştır. 2022 yılının tahminleri yapılırken ise kademeli olarak ofisten çalışmaya başlanacağı varsayımıyla servis ve ulaşım masrafı kalemi gibi masrafları içeren 2019 yılındaki giderler de dikkate alınmıştır. 2022 yılı sonrasında ise enflasyon ve kişi sayısındaki değişime göre artırılmıştır.
- Tahsilat giderleri: 6 ana kalemde incelenmektedir. Varsayımlar şu şekildedir:
 - i- Hukuki giderler: Tahsilatlara ilişkin hukuki giderler ve hukuki danışmanlık giderlerini içermektedir. Hukuki giderler projeksiyon dönemi boyunca tahsilata bağlı olarak, danışmanlık giderleri ise enflasyon oranında artırılarak tahmin edilmiştir.
 - ii- Süreli iş giderleri: Tahsilata hazırlık aşamasında hukuki dosya işlemlerini gerçekleştiren sözleşmeli çalışılan avukatlara ilişkin giderleri içermektedir. Bu gider projeksiyon dönemi boyunca tahsilata bağlı olarak artırılmıştır.
 - iii- Aktif takip giderleri: Şirket'in vekaleten belirli dosyaları aktif takip ile tahsilat amaçlı görevlendirdiği avukatlık giderlerinden oluşmaktadır. Projeksiyonu tahsilatlara ve dosyaların aktif takip oranı beklentilerine göre yapılmıştır.
 - iv- İstihbarat ve sorgu giderleri: Tapu sorgu, kimlik sorgu, mektup gönderim gideri vb. kalemlerden oluşmaktadır. 2021 yılındaki düşüş tapu sorgu giderlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır. Bu giderler 2022 yılından itibaren tahsilat ve enflasyona göre artmaktadır.
 - v- Noter giderleri: Projeksiyon dönemi boyunca, ilgili yıl satın alınan portföy büyüklüğünün yaklaşık %0,04'üne eşit olacağı varsayılmıştır.
 - vi- İletişim giderleri: Projeksiyon dönemi boyunca enflasyon ile artacağı varsayılmıştır.

BSMV giderleri: Tahsilatların maliyeti aşan kısmı üzerinden %5 BSMV ödenmektedir. Şirket'in halihazırda BSMV istisnası bulunan portföylerinin istisna süresi 2023 yılında sona ermektedir, bu tarihten sonra muhafazakar kalınarak Şirket'in BSMV istisnasından faydalanmayacağı varsayılmıştır. Tahsilatların maliyeti aşan kısmı ise geçmiş yıl verileri dikkate alınarak projeksiyon dönemi boyunca bireysel portföylerde yaklaşık %89, kobi portföylerinde %90 ve ticari portföylerde ise %74 olarak varsayılmıştır.

- Diğer operasyonel giderler: Bu kalemin altında ofis kirası, bilgi işlem giderleri, banka komisyonları, gayrimenkul değerlendirme, gayrimenkul satış komisyonu, araba kiralama masrafları vb. giderler yer almaktadır. Gayrimenkul satış komisyonları

gayrimenkul satışlarının bir oranı olarak tahmin edilirken diğer giderlerin enflasyon ile artacağı varsayılmıştır.

Yukarıda detayları anlatılan varsayımlara göre oluşturulmuş 2021 ile 2036 yılları arasındaki gelir ve gider projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Ali' followed by a large, stylized flourish.

Sekil 10 Gelir Projeksiyonu

(milyon TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Tahsilat Geliri	587	748	1.102	1.455	1.479	1.582	1.672	1.855	2.123	2.441	2.824	3.139	2.997	2.753	2.884	2.990
değişim (%)		27,5%	47,2%	32,1%	1,6%	7,0%	5,7%	10,9%	14,4%	15,0%	15,7%	11,1%	-4,5%	-8,2%	4,8%	3,7%
Bireysel	421	416	482	536	535	559	601	664	744	838	935	991	913	817	843	843
Kobi	84	86	109	132	137	147	159	178	204	239	269	303	281	256	269	281
Ticari	81	246	511	787	807	877	913	1.013	1.175	1.364	1.621	1.845	1.803	1.680	1.772	1.866
Komisyon Geliri	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Diğer Gelirler	5	4	51	15	27	40	40	42	45	50	58	66	78	87	85	79
Gayrimenkul																
Satış Karları	3	2	49	13	25	38	38	40	43	47	54	63	74	84	81	75
Diğer Çeşitli Gelirler	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	4	4	4	4
One-off Giderler	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam Gelirler	592	752	1.153	1.470	1.506	1.622	1.713	1.897	2.169	2.491	2.882	3.205	3.075	2.840	2.969	3.069
değişim (%)		26,9%	53,3%	27,5%	2,5%	7,7%	5,6%	10,8%	14,3%	14,9%	15,7%	11,2%	-4,1%	-7,6%	4,5%	3,4%

Sekil 11 Gider Projeksiyonu

(milyon TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Gider Projeksiyonu																
Personel Giderleri	92	111	138	168	174	187	201	221	247	276	310	340	337	328	344	360
Maş ve Diğer Personel Giderleri	58	70	84	99	104	113	122	133	147	163	181	198	200	200	210	222
Bonus ve primler	26	31	43	55	56	59	64	71	81	93	107	118	112	103	108	111
Yan haklar	7	10	11	13	14	15	16	17	19	21	23	25	25	25	26	28

[Handwritten signature]

Tahsilat Giderleri	77	103	153	200	205	215	232	257	294	337	391	435	418	387	406	422
Hukuki giderler	28	44	74	104	107	112	121	134	155	178	209	235	228	211	222	232
Sürelî iş giderleri	34	37	48	58	58	61	66	73	83	95	108	118	111	101	105	108
Aktif takip giderleri	6	9	15	22	22	23	25	28	32	37	44	49	48	44	46	49
İstihbarat ve sorğu giderleri	7	8	10	12	12	13	14	16	18	20	23	25	24	22	23	24
Noter giderleri	1	4	4	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	4	4
İletişim giderleri	2	2	2	3	3	3	3	4	4	4	4	5	5	5	6	6
BSMV Giderleri	19	15	14	59	60	63	68	75	86	99	114	126	120	110	115	119
Diğer Tahsilat Giderleri	28	31	36	40	44	48	52	56	60	64	68	73	78	83	87	91
Toplam Faaliyet Giderleri	216	260	341	467	483	512	552	608	686	776	883	975	953	907	952	993
Değişim (%)	20,4%	31,0%	36,8%	3,5%	6,1%	7,8%	10,1%	12,7%	13,1%	13,8%	10,4%	10,4%	-2,2%	-4,8%	5,0%	4,2%
FAVÖK	376	492	812	1.003	1.023	1.109	1.161	1.289	1.483	1.715	1.999	2.231	2.122	1.933	2.017	2.077
Değişim (%)	30,7%	65,1%	23,6%	2,0%	8,4%	4,6%	11,1%	15,0%	15,6%	16,6%	11,6%	-4,9%	-8,9%	4,3%	3,0%	3,0%

Yatırım Harcamaları

Şirket'in faaliyet konusu nedeniyle, yatırımları satın alınan TGA portföylerinden oluşmaktadır. Satın alınması ön görülen portföy miktarı belirlenirken Sektör Raporu'nda baz senaryoda 2024 yılına kadar öngörülen TGA satışları, 2024 yılı ve sonrasında ise bankacılık sektöründeki TGA oranının geçmiş ortalamaların üzerinde kalacağı varsayılarak muhafazakar kalınmış ve 2010-2019 yılları arası gerçekleşen reel ortalama TGA satışları baz alınmıştır. Sektör Raporu'nda 30.06.2021'de kaldırılması öngörülen borç erteleme

tedbirlerinin BDDK tarafından 30.09.2021'e kadar uzatılması sonucunda Sektör Raporu'nda baz senaryoda öngörülen 2021 yılı TGA satışlarının yaklaşık üçte biri Şirket yönetiminin tahmini ile 2022 yılına kaydırılmıştır. Hesaplanan TGA satışları ile Şirket'in ilgili segmentteki 2010-2019 yılları arası ortalama Pazar payı dikkate alınarak satın alınması ön görülen portföy miktarı belirlenmiştir. Tahsilat projeksiyonları geçmiş dönemlerde portföylerden elde edilen deneyimlere, makroekonomik ve satış konu portföylerin özelliklerine ilişkin beklentilere bağlı olarak yapılmıştır.

Şekil 12 TGA & Yatırım Projeksiyonu

(milyon TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
TGA & Yatırım Projeksiyonu																
Bireysel	879	2.638	2.640	1.139	1.238	1.335	1.436	1.540	1.648	1.759	1.873	1.989	2.107	2.227	2.349	2.471
Kobi	525	3.641	3.719	1.604	1.744	1.880	2.022	2.170	2.321	2.478	2.638	2.802	2.968	3.137	3.308	3.481
Ticari	282	2.427	3.043	1.312	1.427	1.539	1.655	1.775	1.899	2.027	2.158	2.292	2.429	2.567	2.707	2.848
Toplam Satın Alınan TGA	1.686	8.707	9.401	4.055	4.408	4.754	5.113	5.485	5.868	6.264	6.669	7.083	7.504	7.931	8.364	8.800
Toplam Yatırım Tutarı	160	940	1.097	473	514	555	596	640	685	731	778	826	875	925	976	1.027

Gayrimenkul yatırımları TGA tahsili kapsamında şirketin tahsilatlar sonucu şirketin mülkiyetine geçen gayrimenkullerin eklenmesi ve daha önceden mülkiyetine sahip olunup ilgili yıl içerisinde satışı gerçekleşen gayrimenkullerin çıkarılarak gayrimenkul stoğundaki net değişimden oluşmaktadır.

Şekil 13 Gayrimenkul Yatırım Projeksiyonu

(milyon TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Net Gayrimenkul Yatırımları (ahm-satım karı hariç)	21	44	30	102	56	12	21	33	51	68	86	92	34	(33)	(6)	36

Diğer yatırımlar ofis araç ve gereçler, taşıtlar vb. yatırımlardan oluşmaktadır.

Şekil 14 Diğer Yatırım Projeksiyonu
(milyon TL)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Yeni Edinilen Duran Varlıklar	7	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	23	24	25

Amortisman ve İtfa Giderleri

Amortisman giderleri Şirket'in mevcut amortisman ayırma politikalarına uygun olarak hesaplanmıştır. Hesaplamalar Şirket'in halihazırda sahip olduğu duran varlıklar ve projeksiyon döneminde edinilmesi varsayılanlar üzerinden gerçekleştirilmektedir.

Şekil 15 Amortisman Projeksiyonu
(milyon TL)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Amortisman Projeksiyonu																
Mevcut Duran Varlıklar	3	3	3	3	-											
Yeni Edinilen Duran Varlıklar	1	3	5	8	10	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	23
Toplam Amortisman	5	7	9	11	13	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	23

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaması gerekli görülmektedir. Bu kapsamda değerlendirme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtilen ve işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi için enflasyon tahminlerine göre değişen AOSM tahmin edilmiştir.



2021 yılı için risksiz TL faizi 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin (TRT131130T14) 5 Ekim 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %17,79 olarak dikkate alınmıştır. İlerleyen yıllardaki risksiz getiri oranı ise geçmiş 10 yıldaki risksiz getiri oranının enflasyon beklentisi (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından yayınlanan 12 aylık enflasyon beklenti anketi verileri kullanılmıştır) ile yapılan regresyon analizine göre tahmin edilmiştir. Yapılan regresyon analizi sonucunda enflasyon ve risksiz getiri oranında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilmediğinden ($R^2=0,8245$), projeksiyon dönemi için risksiz getiri oranı enflasyon tahminleri üzerinden modellenmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Şirketin faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak, muhafazakar olmak adına %1 oranında ekstra Şirket risk primi, AOSM hesaplamalarına dahil edilmiştir. Şirket'in borçlanma oranı ise, mevcut borçlanma maliyetleri de dikkate alınarak, projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının 350 baz puan üzerinde olacağı tahmin edilmiştir. Borç / Toplam Kaynaklar oranı %48,38 olarak dikkate alınmıştır. Kaldıraçsız beta değeri uç değerler çıkarıldıktan sonra yurtdışı benzer şirketlerin son 5 yıl değerlerinin ortalaması olan 0,60 olarak sabit dikkate alınmıştır.

Şekil 16 Sermaye Maliyeti / AOSM Tablosu

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Enflasyon	16,82%	12,94%	10,71%	9,66%	8,71%	7,85%	7,55%	7,27%	7,00%	6,73%	6,48%	6,21%	5,94%	5,69%	5,45%	5,22%
Risksiz Getiri Oranı	17,79%	13,1%	12,0%	11,0%	10,1%	9,8%	9,5%	9,3%	9,0%	8,7%	8,5%	8,2%	7,9%	7,7%	7,4%	7,2%
Kaldıraçlı Beta	1,02	1,03	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Şirket Risk Primi	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Sermaye Maliyeti	24,4%	19,8%	18,8%	17,8%	16,9%	16,6%	16,4%	16,1%	15,8%	15,5%	15,3%	15,0%	14,7%	14,5%	14,3%	14,0%
Borçlanma Maliyeti (vergi öncesi)	21,3%	16,6%	15,5%	14,5%	13,6%	13,3%	13,0%	12,8%	12,5%	12,2%	12,0%	11,7%	11,4%	11,2%	10,9%	10,7%
Vergi	25,00%	23,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Borç Maliyeti	16,0%	12,8%	12,4%	11,6%	10,9%	10,7%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%	9,3%	9,1%	8,9%	8,8%	8,6%
Borç /Varlık	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%	48,38%
AOSM	20,3%	16,4%	15,7%	14,8%	14,0%	13,8%	13,5%	13,2%	13,0%	12,8%	12,5%	12,3%	12,0%	11,8%	11,6%	11,4%

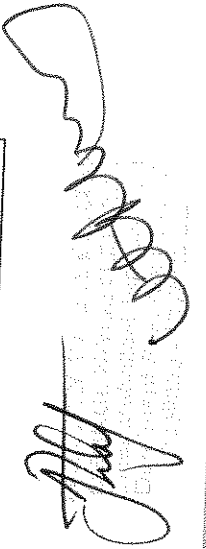
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi kapsamında Şirket'in gelecek 15 yıl boyunca nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve AOSM yöntemi kullanılarak bu değerler indirgenmiştir. Devam eden değer bulunması için ise sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır.

Devam eden değer hesabında sabit büyüme oranı olarak %5 kullanılmıştır. Bu oranda yapılan hesaplama sonrasında elde edilen değer 2036 yılındaki indirgeme faktörü kullanılarak bugüne indirgenmiştir. İNA analizi sonucunda Şirket Değeri, 15 yıllık projeksiyon dönemine ilişkin değer ve sabit büyüme ile hesaplanan projeksiyon dönemi sonrası devam eden değer toplamından oluşmaktadır.

Şekil 17 İNA Tablosu

(milyon TL)	2021 (6 ay)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Düzeltilmiş FAVÖK	177	492	812	1.003	1.023	1.109	1.161	1.289	1.483	1.715	1.999	2.231	2.122	1.933	2.017	2.077
Düzeltilmiş FVÖK	(41)	(77)	(116)	(140)	(143)	(151)	(163)	(181)	(209)	(242)	(283)	(317)	(300)	(272)	(283)	(291)
Üzerinden Vergi	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Yatırımlar	(146)	(994)	(1.137)	(586)	(583)	(580)	(632)	(688)	(752)	(817)	(883)	(939)	(931)	(914)	(993)	(1.087)
Yeni Portföy Yatırımları	(128)	(940)	(1.097)	(473)	(514)	(555)	(596)	(640)	(685)	(731)	(778)	(826)	(875)	(925)	(976)	(1.027)
Gayrimenkul Yatırımları	(15)	(44)	(30)	(102)	(56)	(12)	(21)	(33)	(51)	(68)	(86)	(92)	(34)	33	6	(36)
Diğer Yatırımlar	(4)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(23)	(24)	(25)
Serbest Nakit Akımları	(11)	(579)	(442)	277	298	379	366	420	522	656	833	975	891	746	740	699
İndirgeme Faktörü	0,91	0,78	0,68	0,59	0,52	0,45	0,40	0,35	0,31	0,28	0,25	0,22	0,20	0,18	0,16	0,14
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları	(10)	(453)	(299)	163	154	172	147	149	164	182	206	215	175	131	117	99
Projeksiyon Dönemi Değeri																
2036 Sonrası Değer																
Projeksiyon Dönemi Değeri																
2036 Sonrası Değer																



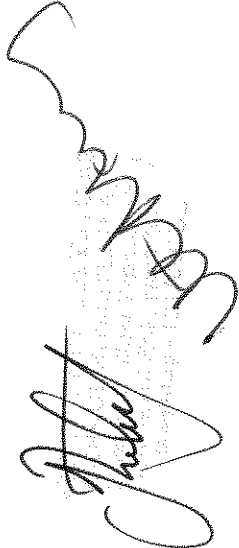
2036 İndirgeme Faktörü	0,14
2036 sonrası Bugünkü Değer	1.632
İNA Şirket Değeri	2.942

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi sonucunda Gelecek VYŞ'nin 30.06.2021 tarihi itibarıyla şirket değeri 2,942 milyar TL olarak hesaplanmıştır.

Şekil 18 İNA Özsermaye Değeri (milyon TL)

İNA Şirket Değeri	2.942
Net Finansal Borç	495
İNA Özsermaye Değeri	2.448
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,06
Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri	2.596

İndirgenmiş Nakit Akımları sonucunda şirketin 30.06.2021 itibarıyla değeri bulunmuştur. Şirket özsermaye değeri değerlendirme tarihi olan 6 Ekim 2021 tarihi itibarıyla özsermaye değerini yansıtması amacıyla düzeltilmiştir. Bu kapsamda, değerlemede kullanılan 2021 yılı özsermaye maliyeti %24,4 dikkate alınarak özsermaye değeri 6 Ekim 2021 tarihine getirilmiştir.



Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsada işlem gören ve Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak İşletme Değeri bulunabilmesi için Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem etkin işleyen spekülasyonun yapılmadığı durumlarda payların rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

UDS 104 Değer Esasları'nın "UDS Tanımlı Değer Esası – Pazar Değeri" başlığının altında yer alan madde 30.6 uyarınca değerlendirilmesi yapılan varlık için mevcut verilere ve pazarla ilişkili koşullara göre en geçerli ve en uygun değerlendirme yönteminin veya yöntemlerinin tespit edilmesi gerekmektedir.

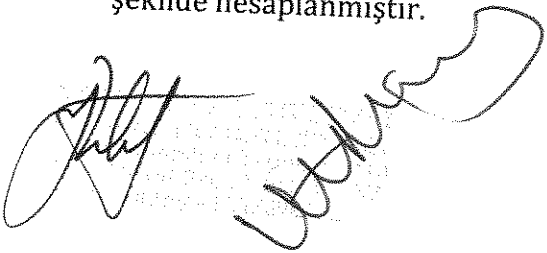
İşletme Değeri / FAVÖK (İD/ Düzeltilmiş FAVÖK) çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu ve bu yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edildiği için Pazar Yaklaşımı kapsamında kullanılması en uygun çarpan olduğu düşünülmektedir. Fakat Düzeltilmiş FAVÖK hesabı VYŞ'ler dışında diğer finansal kurumlarda çeşitli nedenlerden ötürü faaliyet karını doğru yansıtmadığı için (örneğin bankalar ağırlıklı olarak gelirlerini komisyon ve faiz gelirlerinden elde etmektedir, FAVÖK içerisinde faiz gelirleri olmadığı için Düzeltilmiş FAVÖK hesabı bankalar için anlamlı değildir) takip edilen bir finansal gösterge değildir. Yurtiçinde Borsa İstanbul'da işlem gören bir VYŞ olmadığı için benzer şirketlerin İşletme Değeri/ Düzeltilmiş FAVÖK (İD/ Düzeltilmiş FAVÖK) çarpanı kullanılamamaktadır.

VYŞ yatırımcıları tarafından İD/ Düzeltilmiş FAVÖK çarpanından sonra da yine yaygın olarak kullanılan Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı, değerlendirme kapsamında hem yurtiçi hem de yurtdışı benzer şirketler için İD/ Düzeltilmiş FAVÖK çarpanına göre daha düşük ağırlık ile kullanılmıştır.

İD/ Düzeltilmiş FAVÖK oranı işletme değerinin Düzeltilmiş FAVÖK rakamına oranlanması neticesinde elde edilir. Düzeltilmiş FAVÖK ise, Net Dönem Karı ile ilgili dönemde Satışlar'dan Net Kar'a ulaşılırken düşülen vergi giderleri, faiz ve kur farkı gelir-giderine ek olarak karşılıklar ve amortisman giderlerinin toplanması ile değerlendirme gelirinin çıkartılması sonucu bulunmaktadır. Bu yöntem ile İşletme Değeri, Şirket'in ilgili yıla ait Düzeltilmiş FAVÖK rakamının, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık diğer şirketlerin İD/ Düzeltilmiş FAVÖK oranları ortalamaları ile çarpılması sonucunda elde edilir.

F/K oranı şirketin güncel piyasa değerinin dönem net karı rakamına oranlanması neticesinde elde edilir. Bu yöntem ile Piyasa Değeri, Şirket'in ilgili yıla ait net kar rakamının, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık diğer şirketlerin F/K oranları ortalamaları ile çarpılması sonucunda elde edilir.

İD/ Düzeltilmiş FAVÖK ve F/K oranlarının hesaplanması kapsamında mevcut durumun yansıtılabilmesi için Şirket'in ve benzer olarak seçilen şirketlerin en son açıklanan finansal tablolarındaki veriler dikkate alınmıştır. Dolayısıyla Düzeltilmiş FAVÖK ve Net Kar değerleri açıklanan son finansal tablolara göre son 12 aylık dönemi kapsayacak şekilde hesaplanmıştır.



Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'un XUMAL kodlu BIST Mali endeksi altında yer alan şirketler incelenmiştir.

Şekil 19 BIST Mali Endeksinde Yer Alan Şirketler

Endeks	Şirket Kodu	Şirket
XUMAL	AGESA	AGESA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.
XUMAL	AGHOL	AG ANADOLU GRUBU HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	AGYO	ATAKULE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	AKBNK	AKBANK T.A.Ş.
XUMAL	AKFGY	AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	AKGRT	AKSİGORTA A.Ş.
XUMAL	AKMGY	AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	AKSGY	AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	AKYHO	AKDENİZ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	ALARK	ALARKO HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	ALBRK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.
XUMAL	ALGYO	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	ANHYT	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş.
XUMAL	ANSGR	ANADOLU ANONİM TÜRK SİGORTA ŞİRKETİ
XUMAL	ATAGY	ATA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	AVGYO	AVRASYA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	AVHOL	AVRUPA YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	BASGZ	BAŞKENT DOĞALGAZ DAĞITIM GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	BERA	BERA HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.
XUMAL	CRDFA	CREDITWEST FAKTORİNG A.Ş.
XUMAL	DAGHL	DAGI YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	DERHL	DERLÜKS YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	DGGYO	DOĞUŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	DZGYO	DENİZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	ECILC	EİS ECZACIBAŞI İLAÇ SİNAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
XUMAL	ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	EKGYO	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	EUHOL	EURO YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	GARAN	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.
XUMAL	GARFA	GARANTİ FAKTORİNG A.Ş.
XUMAL	GEDİK	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
XUMAL	GLBMD	GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
XUMAL	GLRYH	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	GOZDE	GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	GSDHO	GSD HOLDİNG A.Ş.

XUMAL	HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.
XUMAL	HDFGS	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	HLGYO	HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	HUBVC	HUB GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	ICBCT	ICBC TURKEY BANK A.Ş.
XUMAL	IDGYO	İDEALİST GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	IEYHO	İŞIKLAR ENERJİ VE YAPI HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	IHLAS	İHLAS HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	IHYAY	İHLAS YAYIN HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	INFO	İFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
XUMAL	INVEO	INVEO YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	ISATR	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.
XUMAL	ISBTR	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.
XUMAL	ISCTR	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.
XUMAL	ISFIN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
XUMAL	ISGSY	İŞ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	ISGYO	İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	ISMEN	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
XUMAL	ITTFH	İTTİFAK HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	KGYO	KORAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	KLGYO	KİLER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	KRGYO	KÖRFEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	KZBGY	KIZILBÜK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	LIDFA	LİDER FAKTORİNG A.Ş.
XUMAL	MARKA	MARKA YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	METRO	METRO TİCARİ VE MALİ YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	METUR	METEMTUR YATIRIM ENERJİ TURİZM VE İNŞAAT A.Ş.
XUMAL	MRGYO	MARTI GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	MSGYO	MİSTRAL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	MZHLD	MAZHAR ZORLU HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	NTHOL	NET HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	NUGYO	NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	OSMEN	OSMANLI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
XUMAL	OSTİM	OSTİM ENDÜSTRİYEL YATIRIMLAR VE İŞLETME A.Ş.
XUMAL	OYYAT	OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
XUMAL	OZGYO	ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	OZKGY	ÖZAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	PAGYO	PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	PEGYO	PERA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	PEKGY	PEKER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	POLHO	POLİSAN HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	RALYH	RAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	RAYSG	RAY SİGORTA A.Ş.
XUMAL	RHEAG	RHEA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	RYGYO	REYSAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

XUMAL	SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	SEKFK	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
XUMAL	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
XUMAL	SKBNK	ŞEKERBANK T.A.Ş.
XUMAL	SNGYO	SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	SRVGY	SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	TDGYO	TREND GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	TKFEN	TEKFEN HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.
XUMAL	TRGYO	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	TSGYO	TSKB GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	TSKB	TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
XUMAL	TURSG	TÜRKİYE SİGORTA A.Ş.
XUMAL	UNLU	ÜNLÜ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	VAKBN	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.
XUMAL	VAKFN	VAKIF FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
XUMAL	VERTU	VERUSATURK GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	VERUS	VERUSA HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	VKGYO	VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	YESIL	YEŞİL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	YGGYO	YENİ GİMAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	YGYO	YEŞİL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.
XUMAL	ZRGYO	ZİRAAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu

Yukarıda detayları paylaşılmış olan BIST Mali endeksinde yer alan şirketler faaliyet konularına göre farklı alt sektör gruplarına ayrılmıştır. Bu alt gruplar; Bankacılık (XBANK), Sigorta (XSGRT), Aracı Kurumlar (XAKUR), Faktoring ve Finansal Kiralama (XFINK), Holding (XHOLD) ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (XGMYO) olarak verilebilir.

BIST Mali endekste işlem gören şirketler incelendiğinde faktoring şirketlerinin alacak satın alıp tahsilatlarını gerçekleştirmesinden dolayı Şirket'e en benzer şirketler olduğu düşünülmektedir.

Yıldız ve Ana pazarda işlem gören toplam 3 faktoring şirketi (LIDFA, CRDFA ve GARFA) bulunmaktadır. Bu şirketler incelendiğinde Lider Faktoring A.Ş. ve Creditwest Faktoring A.Ş.'nin F/K çarpanının diğer faktoring şirketlerine göre önemli ölçüde yüksek olmasından dolayı uç değer olarak hesaplamaya katılmamıştır. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.'nin F/K çarpanları da uç değer olduklarından hesaplamaya katılmamıştır. Faktoring şirketlerinin faaliyetlerinin birebir Şirket faaliyetleriyle aynı olmamasından dolayı faktoring şirketleriyle aynı endekse dahil olan finansal kiralama şirketleri ile faktoring şirketlerinden sonra finansal kurum olarak faaliyetleri bakımından Şirket'e en çok benzediği düşünülen ve VYŞ'ler,

finansal kiralama ve faktoring şirketleri gibi bankacılık sektörünü tamamlayıcı nitelikte olan aracı kurumlar da benzer şirket olarak incelenmiştir.

Sekil 20 Yurt İçi Benzer Şirket Tanımları

Şirket Kodu	Şirket	Faaliyet Alanına İlişkin Özet Bilgi
GEDİK	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	1991 yılında kurulmuş olan Gedik Yatırım, Borsa İstanbul Pay Piyasası, Repo/Ters Repo Pazarı, Borçlanma Araçları Piyasası, Uluslararası Pazar Depo Sertifikaları Piyasası, Uluslararası Pazar Borçlanma Araçları Piyasası ile Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası ve Kaldıraçlı Alım Satım İşlemleri'nde aracılık hizmeti vermektedir.
GLBMD	GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.	1990 yılında Global Yatırım Holding iştiraki olarak kurulmuş olan Global Menkul Değerler A.Ş., 2011 yılından itibaren halka açık yapısı ile operasyonlarını sürdürmektedir. Hizmetleri arasında araştırma, işlem aracılığı, kurumsal finansman ve yatırım danışmanlığı yer almaktadır.
INFO	İFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	1994 yılında kurulmuş olan İfo Yatırım, bireysel ve kurumsal yatırımcılara, sermaye piyasası araçlarının alım - satım aracılığının yanı sıra, yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi ve kurumsal finansman hizmetleri sunmaktadır. Şirket 2011 yılından beri halka açık yapısını sürdürmektedir.
ISMEN	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	1996 yılında Türkiye İş Bankası A.Ş. tarafından kurulmuş olup, 2007 yılından itibaren Borsa İstanbul'da halka açık yapısını sürdürmektedir. İş Yatırım, yerli-yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılara, geleneksel alım-satım aracılığının yanı sıra; Kurumsal Finansman, Yatırım Danışmanlığı, Portföy Yönetimi, Piyasa Yapıcılığı ve Likidite Sağlayıcılığı hizmetleri sunmaktadır.
OSMEN	OSMANLI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Osmanlı Yatırım 2010 yılında kurulmuş olup, sunmuş olduğu hizmetleri arasında varlık yönetimi ve saklama hizmeti, yatırım danışmanlığı ve online sermaye piyasası işlem platformlarında hizmetler yer almaktadır.
LIDFA	LİDER FAKTORİNG A.Ş.	1992 yılında kurulmuş olan Lider Faktoring, 2014 yılından itibaren halka açık yapısını sürdürmektedir. Şirket operasyonlarını Türkiye sınırları içinde ve faktoring alanında sürdürmektedir.
SEKFK	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	1997 yılında kurulmuş olan Şeker Finansal Kiralama A.Ş., Şekerbank'ın bir iştiraki olarak operasyonlarını sürdürmektedir.
VAKFN	VAKIF FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	1988 tarihinde Vakıfbank iştiraki olarak kurulmuş olan, Vakıf Finansal Kiralama A.Ş., 1991 yılından itibaren halka açık yapısı ile faaliyetlerini sürdürmektedir.
CRDFA	CREDITWEST FAKTORİNG A.Ş.	1994 yılında Toprak Factoring A.Ş. olarak kurulan Şirket, ana hissedarı olan Toprakbank'ın TMSF'ye devri sonrasında süreç devamında Altınbaş Holding A.Ş. tarafından satın alınarak Creditwest Faktoring A.Ş. olarak operasyonlarını sürdürmektedir.
GARFA	GARANTİ FAKTORİNG A.Ş.	1990 yılında Aktif Finans Faktoring Hizmetleri A.Ş. adıyla kurulan Garanti Faktoring A.Ş., 2002 tarihinden itibaren Garanti Faktoring A.Ş. ismi altında, endüstriyel ve ticari şirketlere faktoring hizmeti vermeye devam etmektedir. 1993 yılında halka arz edilmiştir.
ISFIN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	İş Leasing 1988 yılında Dünya Bankası kuruluşu IFC, Türkiye İş Bankası, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, Sınai Yatırım Bankası ve Societe Generale ortaklığı ile kurulmuş olup, 2000 yılından itibaren halka açık yapısı ile operasyonlarını yürütmektedir.

UNLU	ÜNLÜ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	1996 yılında bağımsız bir finansal danışmanlık firması olarak kurulmuştur. Yatırım hizmetleri danışmanlığı, sermaye piyasası, aracılık hizmetleri, fon ve portföy yönetimi ve TGA yönetimi alanlarında faaliyet göstermekte olup, 2021 yılında halka arz edilmiştir.
------	---------------------------	--

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve KAP

Sekil 21 Yurt İçi Benzer Şirket F/K Çarpanları

Şirket Kodu	Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	LTM Net Kar (mn TL)	F / K LTM
CRDFA	CREDITWEST FAKTORİNG A.Ş.	380,8	13,3	28,6x
GARFA	GARANTİ FAKTORİNG A.Ş.	1.208,4	97,7	12,4x
GEDİK	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	1.731,2	224,8	7,7x
GLBMD	GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.	239,2	29,4	8,1x
INFO	İFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	535,8	81,2	6,6x
ISFIN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	2.092,9	300,9	7,0x
ISMEN	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	4.728,6	1.232,9	3,8x
LIDFA	LİDER FAKTORİNG A.Ş.	301,8	12,8	23,6x
OSMEN	OSMANLI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	505,9	74,9	6,8x
SEKFK	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	242,5	16,3	14,9x
VAKFN	VAKIF FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	1.875,0	65,5	28,6x
UNLU	ÜNLÜ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	998,7	79,6	12,5x
Ortalama*				9,9x
Medyan				8,1x

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve CapitalIQ veritabanı

*Üzeri çizili olan uç değerleri içermemektedir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Vakıf Finansal Kiralama A.Ş., Lider Faktoring A.Ş. ve Creditwest Faktoring A.Ş.'ye ait F/K çarpanları uç değer olarak görüldüğü için ortalamaya dahil edilmemiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yurtdışında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen Avrupa menşeli varlık yönetim şirketlerin listesi aşağıda verilmektedir.

Şekil 22 Yurt Dışı Benzer Şirket Tanımları

Şirket Kodu	Şirket	Ülke	Faaliyet Alanın İlişkin Özet Bilgi
LSE:ARW	Arrow Global Group PLC	İngiltere	2005 yılında kurulmuş olan İngiltere merkezli Şirket, İngiltere, İrlanda, Portekiz, İtalya, ve Hollanda pazarlarında ağırlıklı olarak operasyonlarını sürdürmektedir. Varlık yönetiminin yanısıra Şirket'in faaliyetleri arasında fon yönetimi de bulunmaktadır.
OB:ACR	Axactor SE	Norveç	2015 yılında kurulan Şirket; Norveç, İsveç, Finlandiya, Almanya, İtalya ve İspanya'da faaliyetlerini sürdürmektedir. Varlık yönetimine ek olarak, 3. taraflar için tahsilat hizmetleri vermekte ve gayrimenkul yatırımları yapmaktadır.
OB:B2H	B2Holding ASA	Norveç	2008 yılında kurulmuş olan firma, varlık yönetimi alanında operasyonlarını sürdürmektedir. Faaliyet ülkeleri arasında Norveç, İsveç, Danimarka, Finlandiya, Estonya, Litvanya, Polonya, Hırvatistan, Çekya, Avusturya, Macaristan, Portekiz, İtalya, Fransa, Bulgaristan, Romanya, Yunanistan gibi ülkeler yer almaktadır.
OM:DDM	DDM Holding AG	İsviçre	2007 yılında kurulmuş olan firma, varlık yönetimi alanında operasyonlarını sürdürmektedir. DDM Holding AG'nin faaliyet gösterdiği bölgeler ağırlıklı olarak Güney, Orta ve Doğu Avrupa olarak öne çıkmaktadır.
BIT:DOV	doValue S.p.A.	İtalya	2015'de İtalya'da doBank S.p.A. adıyla kurulan Şirket 2019 yılından itibaren yeni ismiyle operasyonlarını sürdürmektedir. Varlık yönetiminin yanısıra yeniden yapılandırma ve ortak yatırımcılık konularında da müşterilerine hizmet vermektedir.
OM:HOFI	Hoist Finance AB (publ)	İsveç	1994 yılında Hoist International AB (publ) olarak kurulan Şirket, 2015 itibarıyla Hoist Finance AB (publ) olarak faaliyetlerine devam etmektedir. Varlık yönetim alanında Avrupa çapında operasyonlarını sürdürmektedir.
OM:INTRUM	Intrum AB (publ)	İsveç	Avrupa ve Latin Amerika'da toplam 24 farklı ülkede varlık yönetim sektöründe operasyonlarını sürdürmektedir.
WSE:KRU	KRUK Spolka Akcyjna	Polonya	1998 yılında kurulmuş olan Şirket; TGA portföyü satın alımları konusunda operasyonlarını sürdürmektedir. Faaliyetlerini Polonya, Romanya, İtalya, Çekya, Almanya ve İspanya gibi Avrupa ülkelerinde sürdürmektedir.

Kaynak: CapitalIQ, Şirketlerin websiteleri

Sekil 23 Yurt Dışı Benzer Şirket FD/ Nakit FAVÖK Çarpanları

Şirket Kodu	Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	İD / Nakit FAVÖK LTM	F/K LTM
LSE:ARW	Arrow Global Group PLC	6.587	20.665	7,1x	14,5x
OB:ACR	Axactor SE	2.961	11.239	4,7x	31,6x
OB:B2H	B2Holding ASA	4.378	14.537	3,6x	7,7x
OM:DDM	DDM Holding AG	404	1.540	4,7x	6,3x
BIT:DOV	doValue S.p.A.	8.234	12.857	7,7x	18,9x
OM:HOFI	Hoist Finance AB (publ)	2.744	25.415	5,1x	(24,3)
OM:INTRUM	Intrum AB (publ)	29.197	82.662	6,8x	10,4x
WSE:KRU	KRUK Spółka Akcyjna	14.654	19.081	6,1x	13,2x
Ortalama*				5,6x	11,5x
Medyan				5,6x	11,8x

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve CapitalIQ veritabanı

*Üzeri çizili olan uç değerleri içermemektedir.

doValue S.p.A., DDM Holding AG'ye ait İD / Nakit FAVÖK çarpanları ve Axactor SE, DDM Holding AG, doValue S.p.A., Hoist Finance AB'ye ait F/K çarpanları uç değer olarak görüldüğü için ortalamaya dahil edilmemiştir.

Çarpan Analizi Sonucu

Yurt içi benzer şirket olarak, yurt içinde halka açık bir varlık yönetim şirketi olmadığı için Şirket'in faaliyet alanına en yakın olduğu düşünülen factoring ve finansal kiralama şirketleri ile aracı kurumlar incelenmiştir. Bu şirketlerin İD/Düzeltilmiş FAVÖK çarpanları olmadığından dolayı finansal kurumlara yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı kullanılmıştır.

Yurt dışı benzer şirket olarak ise, Avrupa'da varlık yönetim sektöründe faaliyet gösteren şirketler kullanılmıştır. Bu kapsamda hem İD/ Düzeltilmiş FAVÖK çarpanı hem de F/K çarpanı incelenmiştir.

Benzer şirketlerin çarpanları açıkladıkları en son finansal tablolar dikkate alınarak son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır. Gelecek VYŞ'nin özsermaye değeri hesaplanırken de Şirket'in son 12 aylık (30.06.2020-30.06.2021) finansalları kullanılmıştır.

Benzer şirket çarpan değerleri 5 Ekim 2021 kapanış itibarıyla "Capital IQ" platformundan ve Şirket'lerin websitelerindeki halka açık finansal raporlarından elde edilmiştir.

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpan sonuçları ile çarpan analizi özeti aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Sekil 24 F/K Çarpan Analizi Tablosu

(BİN TL)	F/K Çarpanı	30.06.2021 LTM Net Kar	Özkaynak Değeri
Yurtiçi Benzer Şirketler	9,9	181.455	1.797.440
Yurtdışı Benzer Şirketler	11,5	181.455	2.079.175

Sekil 25 İD/FAVÖK Çarpan Analizi Tablosu

(BİN TL)	İD / Düzeltilmiş FAVÖK Çarpanı	30.06.2021 LTM Düzeltilmiş FAVÖK	Şirket Değeri	Net Finansal Borç	Özkaynak Değeri
Yurtdışı Benzer Şirketler	5,6	419.348	2.333.121	494.683	1.838.438

Gelecek Varlık Değerlemesi Sonucu

Nakit Akımları ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırılması sonucunda hesaplanan özsermaye değeri aşağıda gösterilmiştir.

Sekil 26 Çarpan Analizi Tablosu

(BİN TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi	2.595.510	50,0%	1.297.755
Yurtiçi Benzer Şirketler (F/K çarpanı)	1.797.440	12,5%	224.680
Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K çarpanı)	2.079.175	12,5%	259.897
Yurtdışı Benzer Şirketler (İD/FAVÖK Çarpanı)	1.838.438	25,0%	459.610
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			2.241.942

Belirtilen ağırlıklandırma ile Şirket'in halka arz öncesi hesaplanan özsermaye değeri **2.241.942 bin TL**'dir. Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden belirlenen fiyata göre hesaplanan iskonto oranı aşağıda gösterilmiştir.

Sekil 27 Halka Arz Fiyatı ve İskontosu

	Özet
Hesaplanan Özkaynak Değeri (BİN TL)	2.241.942
Gelecek VYŞ Ödenmiş Sermayesi (BİN TL)	126.500
1 TL Nominal Değerli Pay Başına Düşen Değer	17,7
Halka Arz Fiyatı	13,65
Halka Arz İskonto Oranı	23,0%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (BİN TL)	1.726.725

Değerleme yöntemleri sonucunda hesaplanan halka arz öncesi 1 TL nominal değerli pay başına fiyat dikkate alındığında, halka arz fiyatı olan **13,65 TL** üzerinden **%23,0** iskonto oranı hesaplanmaktadır.

Ek: Sorumluluk Beyanı

Ek: Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU
BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km no:156

 **Garanti BBVA**
Yatırım

Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Etiler Mahallesi Tepecik Yolu
Demirkent Sokak No : 1 34337
Etiler - Beşiktaş - İstanbul
Tel : (0212) 384 10 10
Fax: (0212) 352 42 40
Ticaret Sicil No: 235103
Mersis No: 0-3890-0068-3300011
www.garantiyatirim.com.tr

İstanbul, 06.10.2021

Konu: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen 11.04.2019 tarihli ve 21/500 sayılı kararına ("Kurul Kararı") istinaden;

Kurul Kararı'nın "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemesinde Uyulacak Esaslar" başlıklı F maddesinin 9. bendi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Kurul Kararı'nda belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Utku Ergüder
Genel Müdür

Y. Jankat Bozkurt
Genel Müdür Yardımcısı

