



# Gelecek Varlık

## HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi uyarınca  
hazırlanmıştır.

14 MART 2022

## **İÇİNDEKİLER**

|  |          |
|--|----------|
| <b>1. RAPORUN KONUSU .....</b>   | <b>3</b> |
| <b>2. FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR .....</b> | <b>3</b> |
| <b>3. TAHMİN VE GERÇEKLEŞME VERİLERİ .....</b>                                       | <b>6</b> |
| <b>4. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME .....</b>   | <b>7</b> |

## 1. Raporun Konusu

---

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5. maddesi gereğince Gelecek Varlık Yönetimi A.Ş.'nin ("Gelecek Varlık" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor Yönetim Kurulu tarafından hazırlanmıştır. Şirketimiz payları 21.10.2021 tarihinden itibaren Borsa İstanbul'da işlem görmekte olup, SPK II-17.1 Kurumsal Yönetim Tebliği'nin 5/(4) maddesi çerçevesinde yapılacak ilk genel kurulda söz konusu II-17.1 Tebliği'ne uyum sağlanacak ve devam raporlar Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanacaktır.

## 2. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar

---

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Garanti Yatırım") tarafından 06.10.2021 tarihinde hazırlanan ve 08.10.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki varsayımlar ile tespit edilmiştir.

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 hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz edilecek pay başına değerin tespitinde, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nden Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları) yöntemi kullanılmıştır.

### a- Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

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.

İşletme Değeri / FAVÖK (İD/ Düzeltilmiş FAVÖK) çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerleme 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 ulaşılrken 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 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.

#### F/K Çarpan Analizi Tablosu

| (BİN TL)                   | F/K Çarpanı | Özkaynak Değeri |
|----------------------------|-------------|-----------------|
| Yurt içi Benzer Şirketler  | 9,9         | 1.797.440       |
| Yurt dışı Benzer Şirketler | 11,5        | 2.079.175       |

#### İD/FAVÖK Çarpan Analizi Tablosu

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

## b- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında Şirket’in gelecek 15 yıl boyunca nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti 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.

| (milyon TL)                       | 2021 (6 ay)  |
|-----------------------------------|--------------|
| <b>Projeksiyon Dönemi Değeri</b>  | <b>1.310</b> |
| 2036 Sonrası Değer                | 11.530       |
| 2036 İndirgeme Faktörü            | 0,14         |
| <b>2036 sonrası Bugünkü Değer</b> | <b>1.632</b> |
| <b>İNA Şirket Değeri</b>          | <b>2.942</b> |

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi sonucunda Gelecek Varlık’ın 30.06.2021 tarihi itibarıyla şirket değeri **2,942 milyar TL** olarak hesaplanmıştır.

|  |              |
|--|--------------|
| <b>İNA Şirket Değeri</b>                 | <b>2.942</b> |
| Net Finansal Borç                        | 495          |
| İNA Özsermaye Değeri                     | 2.448        |
| Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü       | 1,06         |
| <b>Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri</b> | <b>2.596</b> |

İndirgenmiş Nakit Akımları sonucunda bulunan Şirket Değeri’nden Net Finansal Borç düşülerek şirketin 30.06.2021 itibarıyla Özsermaye değerine ulaşılmıştır. Şirket özsermaye değeri değerlendirme tarihi olan 6 Ekim 2021 tarihi itibarıyla özsermaye değerini yansıtmaya amacıyla düzeltilmiştir. Bu kapsamda, değerlemede kullanılan 2021 yılı özsermaye maliyeti %24,4 dikkate alınarak özsermaye değeri 6 Ekim 2021 tarihine getirilmiş ve düzeltme sonucu Özsermaye Değeri 2,596 Milyar TL olarak bulunmuştur.

## c- Gelecek Varlık Değerlemesi Sonucu

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

| (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                     |
| <b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>   |                  |         | <b>2.241.942</b>            |

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.

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

Şirket'in halka arz öncesi Özsaynak Değeri üzerinden 1 TL nominal değerli pay başına düşen değer % 23 halka arz iskontosuyla birlikte 13,65 TL olarak hesaplanmıştır.

### 3. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Fiyat Tespit Raporu'nda 2021 yılına ilişkin tahmini toplam satış gelirleri, toplam giderler ve FAVÖK ile 2021 yılı fiili verileri aşağıdaki tabloda karşılaştırılmıştır.

#### Gelir- Gider Projeksiyonu ve Gerçekleşme

| (milyon TL)                          | Halka Arz Öncesi<br>2021 Yıl Sonu<br>Tahmini | 2021 Yıl Sonu<br>Gerçekleşen | Gerçekleşme<br>Oranı (%) |
|--------------------------------------|--|------------------------------|--------------------------|
| <b>Tahsilat Geliri</b>               | <b>587</b>                                   | <b>712</b>                   | <b>121%</b>              |
| Bireysel                             | 421  | 503                          | 119%                     |
| Kobi                                 | 84   | 99                           | 117%                     |
| Ticari                               | 81   | 110                          | 135%                     |
| <b>Diğer Gelirler</b>                | <b>5</b>                                     | <b>10</b>                    | <b>183%</b>              |
| <b>Toplam Gelirler</b>               | <b>592</b>                                   | <b>722</b>                   | <b>122%</b>              |
| Personel Giderleri                   | 92   | 101                          | 110%                     |
| <b>Diğer Faaliyet<br/>Giderleri</b>  | <b>124</b>                                   | <b>117</b>                   | <b>94%</b>               |
| <b>Toplam Faaliyet<br/>Giderleri</b> | <b>216</b>                                   | <b>218</b>                   | <b>101%</b>              |
| <b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>             | <b>376</b>                                   | <b>451</b>                   | <b>120%</b>              |

Fiyat Tespit Raporu'nda 2021 yılının tahmini verileri ile 2021 yılı fiilli verileri karşılaştırıldığında toplam gelirlerde %21,8 , Tahsilat Gelirlerinde %21,3 daha fazla gelir elde edilmiş, Düzeltilmiş FAVÖK ise tahminlerden % 19,8 daha fazla gerçekleşerek 451 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirketin Toplam Faaliyet Giderleri ise 218 Milyon TL olmuş ve Fiyat Tespit Raporundaki tahminler ile benzerlik göstermiştir.

## TGA & Yatırım Projeksiyonu ve Gerçekleşme

| (milyon TL)                    | Halka Arz Öncesi<br>2021 tahmini | 2021<br>Gerçekleşen | Gerçekleşme<br>Oranı |
|--------------------------------|----------------------------------|---------------------|----------------------|
| <b>Toplam Satın Alınan TGA</b> | <b>1.686</b>                     | <b>1.439</b>        | <b>%85</b>           |
| <b>Toplam Yatırım Tutarı</b>   | <b>160</b>                       | <b>242</b>          | <b>%152</b>          |

2021 yılı TGA satışları 2020 yılına göre tahminlere paralel olarak artış sergilese de tahmin edilen Pazar büyüklüğünün altında kalmıştır. Bu nedenle satın alınan TGA anapara büyüklüğü tahminin %15 kadar altında kalmıştır. Diğer taraftan satın alınan portföy değerlerinin yüksek olması nedeni ile toplam yatırım tutarı tahminin %52 üzerinde gerçekleşmiştir.

## 4. Sonuç ve Değerlendirme

Şirket'in Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen 2021 hedefleri ile 2021 fiili olarak gerçekleşen veriler karşılaştırıldığında toplam gelirlerde %21,8 FAVÖK'de %19,8 daha fazla gerçekleştirerek hedeflerin üzerinde bir performans elde ettiği tespit edilmiştir. Şirketin Toplam Faaliyet Giderleri ise Fiyat tespit raporunda yer alan tahminlere paralel olarak gerçekleşmiştir.

**Murat ÖZYEĞİN**  
Yönetim Kurulu Başkanı

**Hasan TENGİZ**  
Yönetim Kurulu Başkan  
Vekili

**Ayşe Can ÖZYEĞİN OKTAY**  
Yönetim Kurulu Üyesi

**Fevzi BOZER**  
Yönetim Kurulu Üyesi

**Mehmet GÜLEŞCİ**  
Yönetim Kurulu Üyesi

**Zehra Sezin ÜNLÜDOĞAN**  
Yönetim Kurulu Üyesi  
Genel Müdür