



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.

15 Mart 2023

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN KONUSU	3
2. FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR	3
3. TAHMİN VE GERÇEKLEŞME VERİLERİ	6
4. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	7

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 Denetim Komitesi tarafından hazırlanmıştır.

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 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 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 değerlerin 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)
Projeksiyon Dönemi Değeri	1.310
2036 Sonrası Değer	11.530
2036 İndirgeme Faktörü	0,14
2036 sonrası Bugünkü Değer	1.632
İNA Şirket Değeri	2.942

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

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 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 yansıtması 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
	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.

	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

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 2022 yılına ilişkin tahmini toplam gelirler, toplam giderler ve FAVÖK ile 2022 yıl sonu gerçekleşme verileri aşağıdaki tabloda karşılaştırılmıştır.

Gelir- Gider Projeksiyonu ve Gerçekleşme

(milyon TL)	Halka Arz Öncesi 2022 Yıl Sonu Tahmini	2022 Yıl Sonu Gerçekleşen	2022 Yıl Sonu Gerçekleşme Oranı (%)
Tahsilat Geliri	748	1.212	162%
Bireysel	416	794	191%
Kobi	86	175	203%
Ticari	246	243	99%
Diğer Gelirler	4	18	515%
Toplam Gelirler	752	1.230	164%
Personel Giderleri	111	181	163%
Diğer Faaliyet Giderleri	149	258	173%
Toplam Faaliyet Giderleri	260	439	169%
Düzeltilmiş FAVÖK	492	791	161%

2022 Yılında Toplam gelirler 1.230 Milyon TL, Tahsilat gelirleri ise 1.212 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Düzeltilmiş FAVÖK rakamı ise 791 Milyon TL olmuştur.

2022 yılı sonunda elde edilen gerçekleşen gelir rakamlarımız göre Tahsilat gelirlerinde gerçekleşme oranı %162, Toplam gelirlerde ise %164 olarak gerçekleşmiştir. Düzeltilmiş FAVÖK rakamında ise Fiyat Tespit Raporun'nda yer alan tahminlere göre 2022 yıl sonu gerçekleşmesinin %61 daha fazla olduğu görülmektedir.

Şirket tüm segmentlerde yüksek performans göstererek tahsilatlarını artırmaya devam etmiş, 2021 yılına göre %70,3'e ulaşan yüksek düzeyde bir tahsilat büyümesi ve düzeltilmiş FAVÖK rakamındaki %75,6 artış ile yüksek karlılık seviyelerine erişmiştir.

TGA & Yatırım Projeksiyonu ve Gerçekleşme

(milyon TL)	Halka Arz Öncesi 2022 tahmini	2022 Yıl Sonu Gerçekleşen	2022 yıl sonu Gerçekleşme Oranı
Toplam Satın Alınan TGA	8.707	2.144	24,6%
Toplam Yatırım Tutarı	940	389	41,3%

Varlık Yönetimi Sektöründe 2022 yılının tamamında 10-12 Milyar TL olarak beklenen TGA satış hacmi 12,0 Milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

2022 yılında Gelecek Varlık olarak 2.144 Milyon TL anapara alımı gerçekleştirilmiş 389 mn TL tutarında bir yatırım yapılmıştır. Şirket, 2022 yılında 2021 yılına göre %46 daha fazla TGA alımı gerçekleştirmiştir. Ağustos ayında Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda duyurulduğu üzere 3. Çeyrekte yurtdışından 33,1 Milyon USD ve 6,0 Milyon Euro tutarında anaparaya sahip ticari nitelikli alacak portföyünün alımıyla Varlık Yönetimi sektöründe bir ilk gerçekleştirilmiştir. Sektörün büyümesinde asıl etken olması beklenen kurumsal ve ticari tekil alacakların satışının artması Şirket ve sektör için memnuniyet verici olmakla birlikte henüz beklenen seviyelerde değildir. Şirket, sektörde 2023 yılına ilişkin alacak satışlarının 16-20 milyar TL arasında olmasını ve şirketin satın alacağı TGA hacminin ise 4,0-5,2 milyar TL arasında gerçekleşmesini beklemektedir.

4. Sonuç ve Değerlendirme

Sektörün büyümesinde asıl etken olması beklenen kurumsal ve ticari tekil alacak satışlarının Fiyat Tespit Raporu'nda beklenen seviyede olmaması nedeniyle Şirket'in Satın Alınan TGA hacmi ve toplam yatırım tutarında artış hızının beklenenden daha yavaş gerçekleşmiş olmasına rağmen 2021 yılı ile karşılaştırıldığında tahsilat gelirlerinde %70,3, düzeltilmiş FAVÖK rakamında ise %75,6 artış ile yüksek karlılık düzeylerine erişildiği görülmektedir. 2022 yılında toplam tahsilat gelirlerinin Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen tahminlerden %62 daha fazla gerçekleşmiş olduğu görülmektedir. Diğer taraftan enflasyonda yaşanan artış sonrası Personel ve Diğer İşletme Giderlerindeki artış, Şirketin Toplam Faaliyet Giderlerinin Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan tahminlere göre %69 üzerinde olmasına neden olmuştur. Bu iki kalemin net etkisi, 2022 yılı düzeltilmiş FAVÖK tutarını Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan düzeltilmiş FAVÖK tahminine göre %61 daha yukarı taşımıştır. Portföy alımlarında gösterilen kârlılık odaklı yaklaşım ve mevcut alacakların tahsilat süreçlerindeki verimlilik sayesinde, gerçekleşen satışların beklenen alacak satışlarına göre düşük kalması, ek tahsilatla telafi edilerek yüksek karlılık elde edilmesi sağlanmıştır.

Demet ÖZDEMİR
Denetimden Sorumlu Komite Başkanı

Orkun OĞUZ
Denetimden Sorumlu Komite Üyesi