



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.

13 Kasım 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 göstere 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 dūřūlen vergi giderleri, faiz ve kur farkı gelir-giderine ek olarak karşılıklar ve amortisman giderlerinin toplanması ile değerleme gelirinin çıkartılması sonucu bulunmaktadır. Bu yōntem ile İşletme Deęeri, Őirket'in ilgili yıla ait Dūzeltilmiř FAVōK rakamının, aynı sektōrde faaliyet gōsteren halka açık diğer Őirketlerin İD/Dūzeltilmiř FAVōK oranları ortalamaları ile çarpılması sonucunda elde edilir.

F/K oranı Őirketin gūncel piyasa değerinin dōnem net karı rakamına oranlanması neticesinde elde edilir. Bu yōntem ile Piyasa Deęeri, Őirket'in ilgili yıla ait net kar rakamının, aynı sektōrde faaliyet gōsteren halka açık diğer Őirketlerin F/K oranları ortalamaları ile çarpılması sonucunda elde edilir.

İD/Dūzeltilmiř FAVōK ve F/K oranlarının hesaplaması kapsamında mevcut durumun yansıtılabilmesi için Őirket'in ve benzer olarak seçilen Őirketlerin en son açıklanan finansal tablolarındaki veriler dikkate alınmıştır. Dolayısıyla Dūzeltilmiř FAVōK ve Net Kar değerleri açıklanan son finansal tablolara gōre son 12 aylık dōnemi kapsayacak Őekilde hesaplanmıştır.

Yurt içi benzer Őirket olarak, yurt içinde halka açık bir varlık yōnetim Őirketi olmadığı için Őirket'in faaliyet alanına en yakın olduğu dūřūnūlen faktoring ve finansal kiralama Őirketleri ile aracı kurumlar incelenmiştir. Bu Őirketlerin İD/Dūzeltilmiř FAVōK arpanları olmadığından dolayı finansal kurumlara yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıklıkla kullanılan Fiyat/Kazanç (F/K) arpanı kullanılmıştır.

Yurt dışı benzer Őirket olarak ise, Avrupa'da varlık yōnetim sektōründe faaliyet gōsteren Őirketler kullanılmıştır. Bu kapsamda hem İD/Dūzeltilmiř FAVōK arpanı hem de F/K arpanı incelenmiştir.

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

Benzer Şirket arpan 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 arpan sonuçları ile çarpan analizi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

F/K arpan Analizi Tablosu

(BİN TL)	F/K arpanı	ōzkaynak Değeri
Yurt içi Benzer Şirketler	9,9	1.797.440
Yurt dışı Benzer Şirketler	11,5	2.079.175

İD/FAVōK arpan Analizi Tablosu

(BİN TL)	İD / Dūzeltilmiř FAVōK arpanı	30.06.2021 LTM Dūzeltilmiř FAVōK	Şirket Değeri	Net Finansal Borç	ōzkaynak Değeri
Yurt dışı Benzer Şirketler	5,6	419.348	2.333.121	494.683	1.838.438

b- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Yōntemi

İndirgenmiş Nakit Akışları yōntemi kapsamında Şirket'in gelecek 15 yıl boyunca nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti yōntemi kullanılarak bu değerler indirgenmiştir. Devam eden değerin bulunması için ise sınırsız ōmürlü varlıklar için kullanılabilen sabit bŧyŧme yōntemi 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 Özkaynak 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 yer alan 2023 yılına ilişkin tahmini toplam gelirler toplam giderler ve FAVÖK ile 2023 3. Çeyrek döneminde fiili verileri aşağıdaki tabloda karşılaştırılmıştır.

Gelir- Gider Projeksiyonu ve Gerçekleşme

(milyon TL)	Halka Arz Öncesi 2023 Yıl Sonu Tahmini	2023 3. Çeyrek Gerçekleşen	2023 Yıl Sonu Gerçekleşme Tahmini	2023 Yıl Sonu Tahmini Gerçekleşme Oranı (%)
Tahsilat Geliri	1.102	1.833	2.400	218%
Bireysel	482	1.091	1.488	309%
Kobi	109	277	382	351%
Ticari	511	464	530	104%
Diğer Gelirler	51	24	33	64%
Toplam Gelirler	1.153	1.857	2.433	211%
Personel Giderleri	138	282	392	284%
Diğer Faaliyet Giderleri	203	389	524	258%
Toplam Faaliyet Giderleri	341	671	916	269%
Düzeltilmiş FAVÖK	812	1.186	1.517	187%

2023 Yılı'nın 9 aylık Döneminde Toplam Gelirler 1.857 Milyon TL, Tahsilat gelirleri ise 1.833 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Düzeltilmiş FAVÖK rakamı ise 1.186 Milyon TL olmuştur.

2023 yılı 9 Aylık dönem sonunda oluşan gelir rakamlarımız ile oluşturduğumuz yıl sonu gerçekleşme tahminlerimiz, Yıl sonunda Tahsilat gelirlerinde gerçekleşme oranının %218, Toplam gelirlerde ise %211 olarak gerçekleşeceğini göstermektedir. Düzeltilmiş FAVÖK rakamı gerçekleşme oranının ise yıl sonu itibariyle Halka Arz öncesi tahminlerine göre %187 olacağı öngörülmektedir.

TGA & Yatırım Projeksiyonu ve Gerçekleşme

(milyon TL)	Halka Arz Öncesi 2023 tahmini	2023 ilk 9 ay Gerçekleşen	2023 Yıl Sonu Gerçekleşme Tahmini	2023 Yıl Sonu Tahmini Gerçekleşme Oranı
Toplam Satın Alınan TGA	9.401	1.174	3.000-4.000	32%-43%
Toplam Yatırım Tutarı	1.091	392	1.000-1.200	92%-110%

Varlık Yönetimi Sektöründe görülen mevsimselliğin etkisi nedeniyle 2023 yılı ilk 9 aylık dönemde sektörde TGA satış hacmi 9,0 Milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Gelecek Varlık beklentisi sektörde 2023 yılının tamamında yapılacak alacak satışlarının 13-16 milyar TL seviyesinde olması ve Gelecek Varlık tarafından satın alınan TGA hacminin 3,0-4,0 milyar TL arasında olmasıdır.

2023 yılının 9 aylık döneminde Gelecek Varlık olarak 1.174 Milyon TL anapara alımı gerçekleştirilmiş ve 392 mn TL tutarında bir yatırım yapılmıştır. Sektörde görülen mevsimsellik etkilerinin yanısıra portföy alımlarında verimlilik ve kârlılık odaklı yaklaşım sergileyen şirketimizin kuruluşundan bu yana satın aldığı TGA anapara tutarı toplamda 22,0 Milyar TL seviyesine ulaşmıştır.

2023 Yılı 9 aylık dönemine ilişkin açıklanan rakamlar ile 2023 yıl sonu gerçekleşme projeksiyonlarımıza göre, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Satın Alınan TGA tahminlerinin %32-%43, Toplam Yatırım tutarının ise %92-%110 aralığında gerçekleşeceği öngörülmektedir.

4. Sonuç ve Değerlendirme

Sektörde görülen mevsimsellik etkisi ile birlikte verimlilik ve kârlılık odaklı yaklaşım sonucu Şirket'in Satın Alınan TGA hacmi ve toplam yatırım tutarında artış hızının yılın ilk yarısında beklenenden daha yavaş olmasına rağmen Şirket'in Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen 2023 tahminlerine göre toplam tahsilat gelirlerinin %118 daha fazla gerçekleşeceği öngörülmektedir. Diğer taraftan enflasyonda yaşanan artış sonrası Personel ve Diğer İşletme Giderlerinde görülen artış nedeniyle, Şirketin 2023 yıl sonu Toplam Faaliyet Giderlerinin Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan tahminlere göre %169 üzerinde olacağı tahmin edilmektedir. Bu iki kalemin net etkisi ile birlikte 2023 yıl sonu düzeltilmiş FAVÖK rakamının Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan düzeltilmiş FAVÖK tahminine göre %87 daha fazla olacağı öngörülmektedir.

Demet ÖZDEMİR
Denetimden Sorumlu Komite Başkanı

Orkun OĞUZ
Denetimden Sorumlu Komite Üyesi