

Gelecek Varlık Yönetimi A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin hazırladığı Gelecek Varlık Yönetimi A.Ş.'nin Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır ve yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidir. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 8 Ekim 2021 tarihinde Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Gelecek Varlık Yönetimi Anonim Şirketi ("Şirket" veya "Gelecek Varlık") 2005 yılından beri lisanslı bir varlık yönetim şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, BDDK'nın 15/11/2018 tarih ve 8092 sayılı Kararı ile 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 143. Maddesi, VYŞ Yönetmeliği ve diğer uygulanabilir mevzuata tabidir. Şirket bankalardan tahsili gecikmiş alacakları ("TGA") satın almaktadır ve bu portföyleri çözümleyerek tahsilata/gelire dönüştürmeyi hedeflemektedir. Şirket kuruluşundan itibaren karlılığını arttırarak sektör liderliğini koruma stratejisine odaklanmıştır.

Şirket, toplam yatırım tutarı, toplam satın alınan anapara büyüklüğü ve 2020 yılı tahsilat tutarına göre sektöründe lider konumdadır (*). 30/6/2021 itibarıyla 24 farklı bankanın 166 portföyünü ve 5 finansal kurumun 14 portföyünü devir ve temlik almıştır. Bu kapsamda, 1.5 milyon müşterinin 3 milyon adet kredisi ve 17.4 milyar TL kredi anapara bakiyesi toplam 1.9 milyar TL'lik yatırımla satın alınmıştır. Haziran 2021 sonu tahsilat ile çözümlenen borçlar sonrasında Şirket'in yönettiği TGA portföyünün anaparası 14.5 milyar TL, faiz dahil bakiyesi ise 58.2 milyar TL'dir ve bugüne kadar toplam 4.2 milyar TL tahsil edilmiştir. Mevcut portföylerden 10 yıl ileri dönük tahsilat beklentisi 3 milyar TL seviyesindedir ve bu tutar güncel finansal tablolarda yer alan net krediler bakiyesinin 2.7 katıdır.

Şirket'in Haziran'21 sonu son 12 aylık gelirleri 639 milyon TL, düzeltilmiş VAFÖK'ü 419 milyon TL (VAFÖK marjı: %65,6) ve net dönem karı 181 milyon TL'dir. Şirketin 2018, 2019 ve 2020 yıllarında düzeltilmiş VAFÖK tutarı sırasıyla 231 milyon TL, 357 milyon TL ve 371 milyon TL, VAFÖK marjı ise sırasıyla %62.3, %69.3 ve %66.4 olmuştur.

(*) PriceWaterhouseCoopers Danışmanlık Türkiye TGA Raporuna göre

2. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Gelecek Varlık Yönetimi Anonim Şirketi
Talep Toplama Tarihi	14-15 Ekim 2021
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı ve Bedelli Sermaye Artırımı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Bedelli Sermaye Artırımı: 13.200.000 TL nominal değerli paylar Ortak Satışı: 8.800.000 TL nominal değerli paylar Ek Satış: 4.400.000 TL nominal değerli paylar
Talep Toplama Yöntemi	"Sabit Fiyat ile Talep Toplama"
Halka Arz Fiyatı	13,65 TL
Öngörülen Piyasa Değeri (halka arz öncesi)	1.726.725.000 TL
Tahmini Arz Büyüklüğü	Ek satış hariç: 300,3 milyon TL Ek satış dahil: 360,4 milyon TL
Halka Arz Oranı	Ek satış hariç (%15,7), Ek satış dahil (%18,9)
Fon Kullanım Yeri	i) %40-%80'i mevcut finansal borçların bir kısmının geri ödenmesi ii) %20-%60'ı yeni portföy yatırımlarının finansmanı

3. Şirket Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi Sermaye Payı		Halka Arz Sonrası Sermaye Payı (ek satış hariç)		Halka Arz Sonrası Sermaye Payı (ek satış dahil)	
	TL	%	TL	%	TL	%
Fiba Holding A.Ş.	110,853,021	87.6%	102,053,021	73.1%	97,653,021	69.9%
Ayşe Can Özyeğin Oktay	7,821,740	6.2%	7,821,740	5.6%	7,821,740	5.6%
Murat Özyeğin	7,821,741	6.2%	7,821,741	5.6%	7,821,741	5.6%
Fiba Faktoring A.Ş.	2,006	0.0%	2,006	0.0%	2,006	0.0%
Fiba Kapital Holding A.Ş.	1,492	0.0%	1,492	0.0%	1,492	0.0%
Halka Açık	-	-	22,000,000	15.7%	26,400,000	18.9%
Toplam	126,500,000	100.0%	139,700,000	100.0%	139,700,000	100.0%

4. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

Kar & Zarar Tablosu (milyon TL)	2018	2019	2020	6A20	6A21
Toplam Gelirler	371	515	559	236	316
Net Faiz Geliri	284	487	411	124	286
Faaliyet Brüt Karı	239	482	410	130	289
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	-112	-215	-108	-38	-62
Net Faaliyet Karı / Zararı	13	132	130	20	134
Dönem Net Karı / Zararı	10	105	102	16	95
Düzeltilmiş VAFÖK	231	357	371	151	200
Düzeltilmiş VAFÖK marjı	62.3%	69.3%	66.4%	64.2%	63.1%

Bilanço (milyon TL)	2018	2019	2020	6A21
Krediler (net)	1,034	1,165	1,070	1,089
Toplam Aktifler	1,196	1,266	1,197	1,222
Alınan Krediler	646	765	583	457
İhraç Edilen Tahviller	164	0	0	48
Özkaynaklar	280	384	461	538
Toplam Finansal Borç	646	765	583	505
Net Finansal Borç	534	752	557	495

4.1. Gelirler

Şirket'in gelirleri sahip olduğu portföylerden yapmış olduğu tahsilattan kaynaklanmaktadır. Yapılan tahsilatın portföy satın alınırken hesaplanan "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. Şirket'in gelirleri, 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 371 milyon TL, 515 milyon TL ve 559 milyon TL'dir. 2020 yılı gelir büyümesi %9'dur. Bu artışın sınırlı kalmasının ana nedeni pandemi döneminde ekonomik büyümenin belirgin yavaşlaması ve tahsilat gelirlerinin baskı altında kalmasıdır. Ayrıca bankaların pandemi döneminin ilk başlarında BDDK'nın sağlamış olduğu esneklik doğrultusunda TGA portföylerini satmamayı tercih etmiş olmaları da Şirket'in yeni yatırımlarını bir miktar olumsuz etkilemiştir. 2021 yılının ilk altı ayında ise ekonomik toparlanmanın ivme kazanması sayesinde toplam gelirler yıllık bazda %34 artışla 316 milyon TL'ye ulaşmıştır. Haziran sonu yıllıklandırılmış satışlar 639 milyon TL'dir.

4.2. Giderler

4.2.1. Faiz Giderleri

Şirket'in 30 Haziran 2021 itibarı ile 505 milyon TL toplam finansal borcu bulunmaktadır. Bu tutarın 457 milyon TL'si finans kurumlarından temin ettiği krediler, 48 milyon TL'si ise ihraç ettiği tahvillerden oluşmaktadır. Bu finansal borçların 2021'in ilk 6 ayında faiz gideri yaklaşık 40 milyon TL'dir. Geçen senenin aynı döneminde faiz gideri 59 milyon TL'dir. Bu gerilemede Şirket'in toplam finansal borcundaki düşüş en önemli etkidir. Şirket'in toplam finansal borcu 2020 sonunda 583 milyon TL seviyesindedir.

4.2.2. Beklenen Zarar Karşılık Giderleri

Şirket'in itfa edilmiş maliyetinde gösterilen satın alınan TGA'lar, 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. Hesaplanan tahmini tahsil edilebilir tutarın defter değerinden düşük olması durumunda değer düşüklüğü için karşılık ayrılır. Gelecek Varlık 2021'in ilk 6 ayında 62 milyon TL beklenen zarar karşılık gideri muhasebeleştirmiştir (6A20: 38 milyon TL gider). Şirket 2018, 2019 ve 2020'de ise sırasıyla 112 milyon TL, 215 milyon TL ve 108 milyon TL beklenen zarar karşılık gideri muhasebeleştirmiştir.

4.2.3. Personel ve Diğer Faaliyet Giderleri

Şirket'in personel giderleri 2021'in ilk 6 ayında geçen senenin aynı dönemine göre yıllık %19 artış kaydetmiştir ve aynı dönemde toplam gelirlere oranı %15 seviyesindedir. Şirket'in diğer faaliyet giderleri ise aynı dönemde yıllık %40 artış kaydetmiştir. Diğer faaliyet giderlerinin toplam gelirlere oranı da %15 seviyesindedir.

4.3 VAFÖK

Şirket'in düzeltilmiş VAFÖK marjı 2018 yılında %62,3 iken 2019 yılında %69,3 olmuştur. Düzeltilmiş VAFÖK marjının artışı, giderlerdeki artışın tahsilat artışından daha düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Düzeltilmiş VAFÖK marjı 2020'de ise %66,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Marjdaki bu düşüşte 2020'de başta BSMV giderlerindeki 9,4 milyon TL artıştan ve toplam gider artışının tahsilat artışından daha yüksek olmasından kaynaklanmıştır. 2021'in ilk 6 ayında ise VAFÖK geçen senenin aynı dönemine göre yıllık %32 oranında artmıştır. Artışın temel etkeni, Şirket'in tahsilat performansındaki, dolayısıyla gelirlerindeki yükseliştir. Aynı dönemde VAFÖK marjı ise %63,1 seviyesindedir (6A20: %64,2).

4.4 Net Kar

Şirket'in net karı 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 10 milyon TL, 105 milyon TL ve 102 milyon TL'dir. Şirket'in 2021 yılının ilk yarısındaki net dönem karı ise yıllık bazda %491 artarak 95 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bu artışın arkasında ivme kazanan tahsilat gelirleri, azalan faiz giderleri ve disiplinli yönetilen personel giderleri etkili olmuştur. Personel giderlerinin toplam gelirlere oranı %15 seviyesindedir.

4.5. Borçluluk

2021 yılının Haziran ayı sonunda Şirket'in toplam finansal borcu 505 milyon TL seviyesindedir. Bu rakam 2018, 2019 ve 2020'de sırasıyla 646 milyon TL, 765 milyon TL ve 583 milyon TL seviyelerindedir. Toplam finansal borçtaki düşüş, Şirket'in faiz giderlerine olumlu yansımış ve 2021'de net karını desteklemiştir.

5. Riskler

- **Bankaların TGA portföylerini satmamayı tercih etmeleri:** 1 Ekim 2021'den itibaren BDDK'nın bankalara pandemi başında sağladığı TGA esneklikleri sona erdi. Bu esnekliklerin uygulandığı dönemde TGA satışları belirgin yavaşlama göstermişti. 1 Ekim sonrası dönemde bankaların TGA portföylerini satmamaya devam etmeleri halinde Şirket'in iş modeli olumsuz etkilenecektir.
- **Makro-ekonomik oynaklıkların ve düşük ekonomik büyümenin tahsilat gelirlerini baskı altına alma riski:** Tahsilat gelirleri ekonomik büyümeye bağlıdır. Ekonominin güçlü büyüme gösterdiği yıllarda tahsilat gelirleri de buna paralel olarak ivmelenmektedir. 2020 gibi ekonomik büyümenin yavaşladığı dönemlerde ise tahsilat gelirleri yavaşlamaktadır.
- **Sektöre yeni oyuncuların girmesi:** Pazardaki büyüme fırsatları, yeni oyuncuların bu sektöre girmesine ve rekabetin artmasına yol açabilir

6. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Garanti Yatırım") Gelecek Varlık paylarının halka arz fiyatını belirlerken "İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)", "Yurtiçi Benzer Şirketler (F/K çarpanı)", "Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K ve İD/Düzeltilmiş VAFÖK çarpanları) yöntemlerini kullanmış ve bu yöntemler sırasıyla %50, %12,5, %12,5 ve %25 ağırlıklandırılmıştır.

a. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntem kapsamında, Şirket'in gelecek 15 yıl boyunca nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve AOSM yöntemi kullanılarak bu değerlerler bugüne indirgenmiştir. Devam eden değer bulunması için ise sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır. Devam eder değer hesabında sabit büyüme oranı %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 eder değer toplamından oluşmaktadır.

Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

- Şirket'in 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 160 milyon TL ve 940 milyon TL TGA portföy yatırımı yapması tahmin edilmektedir. 2022'deki belirgin artışta 30/9/2021 itibarı ile BDDK'nın bankalar için uyguladığı TGA esnekliklerinin sonlanması ve TGA satışlarının 2022'ye kayması öngörülmüştür. Bu yatırım tutarları ile Gelecek Varlık'ın 2021 ve 2022'de sırasıyla yaklaşık 1.7 milyar TL ve yaklaşık 8.7 milyar TL'lik TGA portföyü satın alması beklenmektedir.
- Vergi oranı 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla %25 ve %23 olarak dikkate alınmış, 2023 ve sonrasında ise %20 olarak öngörülmüştür.
- Borç / Varlık oranı projeksiyon döneminde %48,4 olarak sabit varsayılmıştır.
- AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) 2021 yılı için %20,3, 2022 yılı için ise %16,4 kullanılmıştır. Sonraki yıllarda da sınırlı düşüşler uygulanmıştır.
- Devam eden değer hesabında büyüme oranı %5 kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi sonucunda, Şirket için 30 Haziran 2021 itibarı ile 2.942 milyon TL şirket değeri hesaplanmıştır. Net finansal borç olan 495 milyon TL bu tutardan düşülerek 2.448 milyon TL özsermaye değeri hesaplanmıştır. Şirket özsermaye değeri değerlendirme tarihi olan 6 Ekim 2021 tarihi itibarıyla özsermaye değerini yansıtmayı amacıyla düzeltilmiştir. Bu kapsamda, değerlemede kullanılan 2021 yılı özsermaye maliyeti %24,4 dikkate alınarak özsermaye değeri 6 Ekim 2021 tarihine getirilmiştir ve 2.596 milyon TL hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı

Varsayımlar	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Enflasyon	16.8%	12.9%	10.7%	9.7%	8.7%	7.9%	7.6%	7.3%	7.0%	6.7%	6.5%	6.2%	5.9%	5.7%	5.5%	5.2%
Risksiz Getiri Oranı	17.8%	13.0%	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	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
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%	1738.0%	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	25.0%	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Borç Maliyeti	16.0%	12.8%	12.4%	11.6%	10.9%	10.6%	10.4%	10.2%	10.0%	9.8%	9.6%	9.4%	9.1%	9.0%	8.7%	8.6%
Borç / Varlık	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%
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%

Finansal Tahminler (milyon TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Tahsilat Gelirleri	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
Diğer Gelirler	5	4	51	15	27	40	41	42	46	50	58	66	78	87	85	79
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
Toplam Faaliyet Giderleri	216	260	341	467	483	512	552	608	686	776	883	975	953	907	952	993
Düzeltilmiş VAFÖK	376	492	812	1,003	1,023	1,109	1,161	1,289	1,483	1,715	1,999	2,230	2,122	1,933	2,017	2,077
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

İNA Tablosu (milyon TL)	6A21	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Düzeltilmiş VAFÖK	177	492	812	1,003	1,023	1,109	1,161	1,289	1,483	1,715	1,999	2,230	2,122	1,933	2,017	2,077
Düzeltilmiş VAFÖK Üzerinden Vergi	-41	-77	-116	140	-143	-151	-163	-181	-209	-242	-283	-317	-300	-272	-283	-291
Yatırımlar	-146	-994	-1,137	-586	-583	-580	-632	-688	-752	-817	-883	-939	-931	-914	-993	-1,087
Serbest Nakit Akımı	-11	-579	-441	557	297	378	366	420	522	656	833	974	891	747	741	699
İndirgeme Faktörü	0.91	0.78	0.68	0.59	0.52	0.45	0.4	0.35	0.31	0.28	0.25	0.22	0.2	0.18	0.16	0.14
İndirgenmiş Serbest Nakim Akım	-10	-453	-299	163	154	172	147	149	164	182	206	215	175	131	117	99
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															

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

b. Piyasa Çarpanları Analizi

Yurt içi benzer şirketler çarpan analizinde Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen aracı kurumlar, faktoring şirketleri ve finansal kiralama şirketleri seçilmiştir.

Yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinde Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen Avrupa menşeli varlık yönetim şirketleri seçilmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	F/K (LTM)
Garanti Faktoring	1,208	12.4
Gedik Yatırım	1,731	7.7
Global Menkul	239	8.1
İş Finansal Kiralama	2,093	7.0
Osmanlı Yatırım	506	6.8
Şeker Finansal Kiralama	242	14.9
Ünlü Yatırım Holding	999	12.5
Ortalama		9.9

Yurt Dışı Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	İD/Nakit VAFÖK (LTM)	F/K (LTM)
Arrow Global	6,587	7.1	14.5
Axactor	2,961	4.7	
B2Holding	4,378	3.6	7.7
DDM Holding	404	1.7	
doValue S.p.A.	8,234	7.7	
Hoist Finance AB	29,197	5.1	
Intrum AB	14,654	6.8	10.4
Kruk Spolka		6.1	13.2
Ortalama		5.6	11.5

F/K Çarpan Analizi Tablosu (milyon TL)	F/K Çarpanı	30.6.2021 LTM Net Kar	Özkaynak Değeri
Yurt İçi Benzer Şirketler	9.9	181	1,797
Yurt Dışı Benzer Şirketler	11.5	181	2,079

ID / VAFÖK Çarpan Analizi Tablosu (milyon TL)	F/K Çarpanı	30.6.2021 LTM Düzeltilmiş VAFÖK	Şirket Değeri	Net Finansal Borç	Özkaynak Değeri
Yurt Dışı Benzer Şirketler	5.6	419	2,333	495	1,838

7. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Garanti Yatırım tarafından Gelecek Varlık için yapılan değerleme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akımları”, “Yurtiçi Benzer Şirketler (F/K çarpanı)”, “Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K çarpanı)” ve “Yurtdışı Benzer Şirketler (İD/Düzeltilmiş VAFÖK çarpanı)” yöntemleri sırasıyla %50, %12,5, %12,5 ve %25 ağırlıklandırılmıştır. Bu analizler neticesinde özsermaye değeri 2.242 milyon TL ve 17,7 TL pay bedeli hesaplanmıştır. Söz konusu değerlere %23 halka arz iskontosu uygulanması sonrası, Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri 1.727 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 13,65 TL olarak belirlenmiştir. Son 12 aylık finansallara göre Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri 5.3x FD/VAFÖK ve 9.5x F/K çarpanlarına denk gelmektedir.

Değerleme Tablosu (milyon TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri
İNA Yönetim	2,596	50.0%	1,298
Yurtiçi Benzer Şirketler (F/K çarpanı)	1,797	12.5%	225
Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K çarpanı)	2,079	12.5%	260
Yurtdışı Benzer Şirketler (İD / VAFÖK çarpanı)	1,838	25.0%	460
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			2,242

Halka Arz Fiyatı ve İskontosu	Özet
Hesaplanan Özkaynak Değeri (milyon TL)	2,242
Gelecek VYŞ Ödenmiş Sermayesi (milyon TL)	126.5
1TL Nominal Değerli Pay Başına Düşen Değer (TL)	17.7
Halka Arz Fiyatı (TL)	13.65
Halka Arz İskonto Oranı	23%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (milyon TL)	1,727

Gelecek Varlık için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket hakkında kapsamlı bir bilgilendirme sunulduğunu düşünüyoruz. Ayrıca kullanılan değerleme yöntemlerini ve nihai değerleme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz. Bununla birlikte, Fiyat Tespit Raporuna ilişkin aşağıdaki yorumlarımızı/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz:

- Şirket’in finansal hizmetler veren bir şirket olması sebebiyle İNA yöntemini ve piyasa çarpanları yönteminde de F/K ve ID/VAFÖK çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz. Öte yandan, benzer şirket analizinde F/DD çarpanına da yer verilebileceğini düşünüyoruz. Ayrıca piyasa çarpanları analizinde ortalama değer yerine medyan değerinin tercih edilebileceği görüşündeyiz.
- İNA Analizinde 2021 için risksiz getiri oranı %17.8 kullanılmış, 2022 yılında ise %13’e gerilemesi öngörülmüştür. Rapor tarihi itibarıyla referans 10 yıl vadeli devlet tahvili (TAHVİL10Y) getirisi %19’lar seviyesindedir ve 2022 yılında varsayımlara konu olan gerileme gözlemlenmeyebilir.
- Yurtdışı benzer şirket F/K ve ID/Düzeltilmiş VAFÖK analizinde kullanılan çarpanların makul olduğunu düşünüyoruz.
- Uygulanan halka arz iskontosu (%23) 2021 yılında gerçekleşen halka arzlardaki oranlara paralel bir düzeydedir.

Özetle, yukarıda yer verdiğimiz yorumlarımız/çekincelerimiz ışığında, Gelecek Varlık’ın halka arz fiyatının belirlenmesi için izlenen yöntemin ve ulaşılan iskonto sonrası pay başı 13,65 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.