

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Gelecek Varlık Yönetimi A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### Gelecek Varlık Yönetimi A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Gelecek Varlık Yönetimi A.Ş.	
Borsa Kodu	GLCVY
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %40 Yurt İçi Yüksek Başvurulu : %20 Yurt İçi Kurumsal : %30 Yurt Dışı Kurumsal : %10
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	14-15 Ekim 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	126.500.000 TL
Sermaye Artırımı	13.200.000 TL
Ortak Satışı	8.800.000 TL
Ek Satış	4.400.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	139.700.000 TL
Halka Açıklık Oranı	15,75%
Talep Toplama Fiyatı	13,65 TL
Halka Arz Büyüklüğü	300.300.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	360.360.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.726.725.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.906.905.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç2	9,52
FD/FAVÖK 2021Ç2	5,30
PD/DD 2021Ç2	3,21

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç2	10,51
FD/FAVÖK 2021Ç2	5,30
PD/DD 2021Ç2	2,66

## Özet Bilgi

- 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 yurt dışında 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 seğmenlerindeki teminatlı ve teminatsız tüm kredi portföyleri olmak üzere finansal kuruluş alacaklarına yatırım yapan ve tahsilat süreçlerini yöneten bir Varlık Yönetim Şirketi'dir.
- Tahsisli Gecikmiş Alacaklar (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. 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.
- 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 dönem 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 verilerini 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 istatistiksel modellere sahiptir.

## Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

- %40-%80'ini mevcut finansal borçlarının bir kısmının geri ödenmesi
- %20-%60'ını ise yeni portföy yatırımlarının finansmanı

### Ortaklık Yapısı

Gelecek Varlık Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Hissedar						
Fiba Holding A.Ş.	110.853.021	87,63%	102.053.021	73,05%	97.653.021	69,90%
Ayşe Can Özyeğin Oktay	7.821.740	6,18%	7.821.740	5,60%	7.821.740	5,60%
Murat Özyeğin	7.821.741	6,18%	7.821.741	5,60%	7.821.741	5,60%
Fiba Faktöring A.Ş.	2.006	0,00%	2.006	0,00%	2.006	0,00%
Fiba Kapital Holding A.Ş.	1.492	0,00%	1.492	0,00%	1.492	0,00%
Halka Açık Kısım		0,00%	22.000.000	15,75%	26.400.000	18,90%
<b>Toplam</b>	<b>126.500.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>139.700.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>139.700.000</b>	<b>100,0%</b>

### Mali Tablolar

#### Gelecek Varlık Bilanço (Bin TL)

VARLIKLAR	2018	2019	2020	2021/06
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 Dur. Faal. İlişkin Duran Var.	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
<b>AKTİF TOPLAM</b>	<b>1.195.605</b>	<b>1.266.001</b>	<b>1.197.125</b>	<b>1.222.640</b>
<b>YÜKÜMLÜLÜKLER</b>				
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
<b>Özkaynaklar</b>	<b>280.010</b>	<b>384.943</b>	<b>461.001</b>	<b>537.849</b>
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
<b>PASİF TOPLAM</b>	<b>1.195.605</b>	<b>1.266.001</b>	<b>1.197.125</b>	<b>1.222.640</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Gelecek Varlık Gelir Tablosu						
Bin TL	2018	2019	2020	2020/06	2021/06	Son 4Ç
Faiz Gelirleri	387.628	630.541	508.138	183.637	325.845	650.346
Faiz Giderleri	103.643	143.266	97.197	59.484	39.623	77.336
<b>Net Faiz Geliri/Gideri</b>	<b>283.985</b>	<b>487.275</b>	<b>410.941</b>	<b>124.153</b>	<b>286.222</b>	<b>573.010</b>
Net Ücret ve Komisyon Gel./Gid.	-35.581	-30.663	-37.530	-13.979	-28.319	-51.870
Ticari Kar/Zarar	-14.641	15.706	26.501	17.020	27.665	37.146
Diğer Faaliyet Gelirleri	5.289	9.541	9.742	2.943	3.682	10.481
<b>Faaliyet Brüt Karı</b>	<b>239.052</b>	<b>481.859</b>	<b>409.654</b>	<b>130.137</b>	<b>289.250</b>	<b>568.767</b>
Beklenen Zarar Karşılıkları Gid.	-112.380	-215.434	-107.726	-38.001	-62.493	-132.218
Diğer Karşılık Giderleri	-302	-400	-12.676			-12.676
Personel Giderleri	-54.429	-69.229	-77.860	-38.743	-45.961	-85.078
Diğer Faaliyet Giderleri	-58.649	-64.608	-81.258	-33.200	-46.652	-94.710
<b>Net Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>13.292</b>	<b>132.188</b>	<b>130.134</b>	<b>20.193</b>	<b>134.144</b>	<b>244.085</b>
Sürdürülen Faal. Vergi Karşılığı	-2.952	-27.317	-27.858	-4.131	-38.903	-62.630
<b>Dönem Net Karı/Zararı</b>	<b>10.340</b>	<b>104.871</b>	<b>102.276</b>	<b>16.062</b>	<b>95.241</b>	<b>181.455</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Düzeltilmiş FVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK Hesaplaması						
Bin TL	2018	2019	2020	2020/06	2021/06	Son 4Ç
<b>Dönem net karı/zararı</b>	<b>10.340</b>	<b>104.871</b>	<b>102.276</b>	<b>16.062</b>	<b>95.241</b>	<b>181.455</b>
Sürdürülen faaliyetler vergi karşılığı	2.952	27.317	27.858	4.131	38.903	62.630
Diğer karşılık giderleri		400	218			218
Kiralama faiz giderleri		498	569	377	893	1.085
Vergi inceleme karşılık gideri			12.458			12.458
KKDF Vergi Cezası			1.630			1.630
İdari para cezası		4.534	490			490
Bankalardan alınan faizler	-3.726	-1.331	-881	-336	-562	-1.107
Kullanılan kredilere verilen faizler	87.852	135.175	96.628	59.107	34.626	72.147
İhraç edilen menkul kıymetlere verilen faizler	15.791	7.593			4.104	4.104
<b>Ticari kar/zarar(net)</b>	<b>14.641</b>	<b>-15.706</b>	<b>-26.501</b>	<b>-17.020</b>	<b>-27.665</b>	<b>-37.146</b>
Yabancı para alacakların değerlemesi	57.381	25.467	36.281	18.874	28.840	46.247
<b>Düzeltilmiş FVÖK</b>	<b>185.231</b>	<b>288.818</b>	<b>251.026</b>	<b>81.195</b>	<b>174.380</b>	<b>344.211</b>
Dönem içindeki tahsilat	370.373	502.481	550.651	232.607	313.977	632.021
Kredilerden alınan faizler	-383.802	-629.210	-507.257	-183.301	-325.283	-649.239
Beklenen zarar karşılıkları giderleri	112.682	215.434	107.726	38.001	62.493	132.218
Yabancı para alacakların değerlemesi	-57.381	-25.467	-36.281	-18.874	-28.840	-46.247
Maddi duran varlık amortisman giderleri	2.083	8.918	11.921	5.578	6.140	12.483
Maddi olmayan duran varlık amortisman giderleri	1.337	2.316	3.172	1.488	1.935	3.619
Elden çıkarılacak kıymetler amortisman giderleri	303	331	274	43		231
Kiralanan gayr.ve taşıtlar için ödenen kira tutarı		-6.966	-10.005	-5.321	-5.265	-9.949
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>230.826</b>	<b>356.655</b>	<b>371.227</b>	<b>151.416</b>	<b>199.537</b>	<b>419.348</b>
<b>Toplam Gelirler</b>	<b>370.778</b>	<b>514.550</b>	<b>559.075</b>	<b>235.782</b>	<b>316.388</b>	<b>639.681</b>
Toplam tahsilat gelirleri	370.373	502.481	550.651	232.607	313.977	632.021
Alınan ücret ve komisyonlar	51	3.173	310	268	6	48
Elden çıkarılacak gayrimenkullere ilişkin satış geliri	4.112	5.238	5.156	2.226	1.684	4.614
Aktiflerin satışından doğan zararlar	-4.935	-645	-1.628	-36	-1.277	-2.869
Diğer faaliyet geliri	1.177	4.303	4.586	717	1.998	5.867
<b>Düzeltilmiş FAVÖK Marjı</b>	<b>62,3%</b>	<b>69,3%</b>	<b>66,4%</b>	<b>64,2%</b>	<b>63,1%</b>	<b>65,6%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Değerleme

- Garanti Yatırım, Gelecek VYŞ'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Gelecek VYŞ özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

## Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Garanti Yatırım tarafından Gelecek VYŞ'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının yanı sıra yurt dışı benzer şirketlerin İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanlarının ortalaması kullanılmış olup tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Benzer şirketlerin çarpanları, açıkladıkları en son finansal tablolar dikkate alınarak son 12 aylık verilere ve 5 Ekim 2021 kapanışa göre hesaplanmıştır. Gelecek VYŞ'nin de son 12 aylık (30.06.2020-30.06.2021) finansalları kullanılmıştır.

## Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Gelecek VYŞ'nin yurt içi çarpan analizinde, Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'un XUMAL kodlu BIST Mali endeksi altında yer alan şirketler incelenmiştir. Bu kapsamda 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 kurumlardan oluşan 12 şirket seçilmiştir. Bu şirketlerin İD/FAVÖK çarpanları olmadığından dolayı finansal kurumlara yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan F/K çarpanı kullanılmıştır. Söz konusu şirketler arasından LIDFA ve CRDFA, F/K çarpanının diğer factoring şirketlerine göre önemli ölçüde yüksek olmasından dolayı uç değer olarak hesaplamaya katılmamıştır. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.'nin F/K çarpanları da uç değer olduklarından hesaplamaya katılmamıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler	
Şirket	F/K
CRDFA	28,6
GARFA	12,4
GEDİK	7,7
GLBMD	8,1
INFO	6,6
ISFIN	7,0
ISMEN	3,8
LIDFA	23,6
OSMEN	6,8
SEKFK	14,9
VAKFN	28,6
UNLU	12,5
<b>Ortalama</b>	<b>9,9</b>
<b>Medyan</b>	<b>8,1</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak yurt içi benzer şirket çarpan analizinden şirket için 1.797.440 bin TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler (Bin TL)	
Net Kar	181.455
F/K (x)	9,9
<b>F/K Çarpan Değeri</b>	<b>1.797.440</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt dışı benzer şirket olarak, Avrupa'da varlık yönetim sektöründe faaliyet gösteren şirketler kullanılmıştır. Bu kapsamda seçilen 8 şirketin 2'sinin İD/FAVÖK çarpanı ve 4'ünün ise F/K çarpanı uç değer olması nedeniyle hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler		İD/Nakit	F/K
Şirket		FAVÖK	
LSE: ARW	Arrow Global Group PLC	7,1	14,5
OB: ACR	Axactor SE	4,7	31,6
OB:B2H	B2Holding ASA	3,6	7,7
OM:DDM	DDM Holding AG	1,7	6,3
BIT:DOV	doValue S.p.A.	7,7	18,8
OM:HOFI	Hoist Finance AB (publ)	5,1	24,3
OM:INTRUM	Intrum AB (publ)	6,8	10,4
WSE:KRU	KRUK Spolka Akcyjna	6,1	13,2
<b>Ortalama</b>		<b>5,6</b>	<b>11,5</b>
<b>Medyan</b>		<b>5,6</b>	<b>11,8</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak yurt dışı benzer şirket çarpan analizinde şirket için F/K çarpanından 2.079.175 bin TL ve İD/FAVÖK çarpanından 1.838.438 bin TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler (Bin TL)	
Net Kar	181.455
F/K (x)	11,5
F/K Çarpan Değeri	2.079.175
Düzeltilmiş FAVÖK	419.348
İD/FAVÖK (x)	5,6
Net Finansal Borç	494.683
İD/FAVÖK Çarpan Değeri	1.838.438

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2036 yılları için projekte edilmiştir.
- **Gelirler:** Şirketin gelirleri muhasebesel olarak birkaç farklı kalemden 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. Personel giderleri, maaş ve diğer personel giderleri, bonus ve primler ile yan haklar olmak üzere 3 ana kalemden incelenmiştir.
- 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.
- Bonus ve primler kaleminin ise şirketin mevcut uygulamaları ile tutarlı olarak tahsilatlara göre projeksiyonu yapılmıştır.



- 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 kalemden incelenmiştir. Hukuki giderler, projeksiyon dönemi boyunca tahsilata bağlı olarak, danışmanlık giderleri ise enflasyon oranında artırılarak tahmin edilmiştir. Süreli iş giderleri, projeksiyon dönemi boyunca tahsilata bağlı olarak artırılmıştır. Aktif takip giderleri projeksiyonu, tahsilatlara ve dosyaların aktif takip oranı beklentilerine göre yapılmıştır. İstihbarat ve sorgu giderleri, 2021 yılındaki düşüş tapu sorgu giderlerindeki azalıştan kaynaklanırken, 2022 yılından itibaren tahsilat ve enflasyona göre artmaktadır. Noter giderleri, projeksiyon dönemi boyunca, ilgili yıl satın alınan portföy büyüklüğünün yaklaşık %0,04'üne eşit olacağı varsayılmıştır. İletişim giderleri, projeksiyon dönemi boyunca enflasyon ile artacağı varsayılmıştır.
- BSMV giderleri, Tahsilatların maliyeti aşan kısmı üzerinden %5 BSMV ödenmektedir. Şirketin halihazırda BSMV istisnası bulunan portföylerinin istisna süresi 2023 yılında sona ermektedir, bu tarihten sonra muhafazakar kalınarak Şirketin 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: Gayrimenkul satış komisyonları, gayrimenkul satışlarının bir oranı olarak tahmin edilirken diğer giderlerin enflasyon ile artacağı varsayılmıştır.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirketin 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 ve 2010-2019 yılları arası gerçekleşen reel ortalama TGA atışları 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. 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.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** 2021 yılı için risksiz TL faizi 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin (TRT131130T14) 5 Ekim 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %17,79 olarak dikkate alınmış olup tarafımızca makul karşılamakla birlikte Türkiye 10 yıllık tahvil faizinin %19 seviyesinin üzerine çıktığı göz önüne bulundurulduğunda değerlemeyi olumsuz etkileyebilir. İlerleyen yıllardaki risksiz getiri oranı ise geçmiş 10 yıldaki risksiz getiri oranının enflasyon beklentisi (TCMB tarafından yayınlanan 12 aylık enflasyon beklenti anketi verileri kullanılmıştır) ile yapılan regresyon analizine göre tahmin edilmiştir.
  - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.



- **Şirket risk primi:** Şirketin faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak, %1 oranında ekstra Şirket risk primi alınmış olup pandemi ve ülkemiz ekonomisi de göz önünde bulundurulduğunda tahsilatlarının aksama riskinin yüksek olması sebebiyle şirket risk primi oranının iyimser olduğu daha yüksek alınması gerektiği kanaatindeyiz.
  - **Beta:** Kaldıraçsız beta değeri uç değerler çıkarıldıktan sonra yurtdışı benzer şirketlerin son 5 yıl değerlerinin ortalaması olan 0,60 olarak sabit dikkate alınmıştır. Kaldıraçlı beta ise 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla 1,02 ve 1,03 kullanılırken sonrası için 1,05 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Özsermaye Maliyeti:** 2021 yılı için %24,4 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti %21,3 olarak alınmıştır ve tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Borç Oranı:** Borç / Toplam Kaynaklar oranı %48,38 olarak dikkate alınmıştır.
- AOSM 2021-2036 yılları arasında %20,3-%11,4 aralığında hesaplanmıştır.
  - **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
  - İNA analizi sonucunda Gelecek VYŞ'nin 30.06.2021 tarihi itibarıyla şirket değeri 2.942 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket değerinden 495 milyon TL finansal borç düşülerek 2.448 milyon TL değer elde edilmiştir. 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 getirilmiştir. Sonuçta İNA'dan şirket için, 2.596 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

## Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (Bin TL)	Ağırlık	Değer
İNA Yöntemi	50,0%	2.595.510
Yurt İçi Benzer Şirketler (F/K)	12,5%	1.797.440
Yurt Dışı Benzer Şirketler (F/K)	12,5%	2.079.175
Yurt Dışı Benzer Şirketler (İD/FAVÖK)	25,0%	1.838.438
<b>Ağırlıklandırılmış Değer</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.241.942</b>
Ödenmiş Sermaye		126.500
<b>Pay Başı Değer (TL)</b>		<b>17,7</b>
Halka Arz İskontosu		23%
<b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>		<b>13,65</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50, yurt içi benzer şirket çarpan analizine %12,5, yurt dışı benzer şirketler F/K çarpan değerine %12,5 ve İD/FAVÖK çarpan değerine %25 ağırlık verilmiş ve %23 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 13,65 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %23'lük iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Gelecek VYŞ'nin fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Gelecek VYŞ özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Garanti Yatırım tarafından Gelecek VYŞ'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının yanı sıra yurt dışı benzer şirketlerin İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanlarının ortalaması kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2026 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı, 2021 yılı için risksiz TL faizi 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin (TRT131130T14) 5 Ekim 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %17,79 olarak dikkate alınmış olup tarafımızca makul karşılamakla birlikte Türkiye 10 yıllık tahvil faizinin %19 seviyesinin üzerine çıktığı göz önüne bulundurulduğunda değerlemeyi olumsuz etkileyebilir. İlerleyen yıllardaki risksiz getiri oranı ise geçmiş 10 yıldaki risksiz getiri oranının enflasyon beklentisi (TCMB tarafından yayınlanan 12 aylık enflasyon beklenti anketi verileri kullanılmıştır) ile yapılan regresyon analizine göre tahmin edilmiştir. Günümüz koşulları dikkate alındığında enflasyon tahminlerinin iyimser kaldığı bunun paralelinde hesaplanan risksiz getiri oranı ve AOSM'nin 2021-2036 yılları arasında kademeli olarak %20,3'ten %11,4'e gerilemesinin değerlemeyi pozitif etkileyebileceği kanaatindeyiz. BMD yaklaşımı olarak değerlendirme tarihi itibarıyla risksiz getiri oranı olarak uzun vadeli devlet tahvili alınmış olduğu için projeksiyon dönemi boyunca değişmemesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Şirketin faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak, %1 oranında ekstra şirket risk primi alınmış olup pandemi ve ülkemiz ekonomisi göz önünde bulundurulduğunda tahsilatlarının aksama riskinin yüksek olması sebebiyle şirket risk primi oranının iyimser olduğu daha yüksek alınması gerektiği kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %23'lük iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekle beraber özellikle AOSM varsayımlarında yapılacak değişiklikler sonrası iskonto öncesi fiyatın değişebileceği ve bu durumun uygulanan iskonto oranını etkileyeceğini hatırlatmak isteriz.
- Sonuç olarak Gelecek VYŞ'in halka arz fiyatının tespit edilmesinde %23 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 13,65 TL pay başı talep toplama fiyatının Garanti Yatırım'ın kullanmış olduğu varsayımlar altında makul olduğu kanaatindeyiz. Özellikle İNA metodu ve AOSM hesaplamalarında farklı varsayımların kullanılmasının Şirket değerini değiştirebileceğini belirtmek isteriz.