



BİRİKİM VARLIK YÖNETİM A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Analizi

07 ARALIK 2022

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Birikim Varlık Yönetim A.Ş. paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Fiyatı	14,20 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	50.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	56.000.000 TL
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	12.000.000 TL
Sermaye Artırımı	6.000.000 TL
Ortak Satışı	6.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	170.400.000 TL
Halka Açıklık oranı	21,43%
Ek satış	-
Ek satış sonrası Halka Açıklık Oranı	-
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal (Ek Satış Dâhil)	-
Talep Toplama Tarihleri	08.12.2022-09.12.2022

Şirket'in Faaliyetleri

Şirket, BDDK'nın 21.04.2016 tarihli ve 6858 sayılı kararı ile kuruluş izni verilmesini takiben, 03.10.2016 tarihinde 10.000.000 TL'lik ödenmiş sermaye ile kurulmuştur.

BDDK'nın 13.03.2018 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanan 08.03.2018 tarihli ve 7753 sayılı kararı ile Bankacılık Kanunu'nun 143. Maddesi ve Mülga VYS Yönetmeliği'nin 6. maddesi çerçevesinde Şirket'e faaliyet izni verilmiştir. Faaliyet izninin alınmasını takiben, mevcut organizasyon yapısı güçlendirilerek ve personel sayısı artırılarak fiilen varlık yönetim şirketi olarak faaliyetlere başlanmıştır.

Bankacılık Kanunu'nun 143. maddesinin, 01.01.2022 tarihinden önce yürürlükte olan haline göre, varlık yönetim şirketlerinin kuruluşlarını takip eden 5 yıllık süreyle varlık yönetim şirketlerinin yaptıkları işlemler, bazı vergi ve harçlardan istisna tutulmuş idi. Söz konusu "kuruluşu takip eden 5 yıllık süre" koşulu yürürlükteyken, sektörde bulunan şirketler tarafından Gelir İdaresi Başkanlığı'na "5411 sayılı Bankacılık Kanununun 143'üncü maddesinin beşinci fıkrasında yer alan beş yıllık vergi ve harç istisnasından yararlanan varlık yönetim şirketinin ve beş yıllık istisna süresi biten bir başka varlık yönetim şirketinin birleşme kararı alması durumunda birleşme sonrası yapılacak işlemlerden vergi ve harç aranılıp aranılmayacağı hk." özelge talebinde bulunulmuştur. Gelir İdaresi Başkanlığı'nın 97895701-140[123-2014/61]-740 sayı ve 04.04.2014 tarihli yazısında, yeni kurulan bir şirket tarafından devralınan varlık yönetim şirketleri için vergi istisnasının 5 yıl süre ile yeniden başlaması uygun görülmüştür. Söz konusu istisnadan yararlanmak için sektördeki varlık yönetim şirketleri 5 yıllık süreler itibarıyla, BDDK onayıyla yeni varlık yönetim şirketleri kurmuş ve yine BDDK onayıyla birleştirmeler gerçekleştirilmiştir.

Bu düzenleme uyarınca söz konusu dönemde, vergi avantajının sürdürülebilmesi için her 5 yılda aynı ortaklık yapısı ile yeni varlık yönetim şirketleri kurulup, BDDK onayının alınması ve faaliyete geçmesi sonrasında aynı grubun bir önceki şirketi ile birleştirilmesi yöntemi sektörde benimsenmiştir. Şirket'in asıl kuruluş amacı, 14.04.2011 tarihinde (Şirket ile aynı ortaklık yapısında) kurulmuş olan Final Varlık'ın devamı yıllarda bu vergi avantajını sürdürmesidir. Dolayısıyla Final Varlık'ın 5 yıllık vergi ve harç istisna süresinin dolacak olması sebebiyle söz konusu dönemde sektörde sıkça görülen şekilde Şirket ile birleşme işlemi yapılmıştır.

Şirket, 14.04.2011 Tarihinde Kurulmuş olan Final Varlık'ı 11.05.2018 Tarihli VE 2018/9 Sayılı Yönetim Kurulu Kararı ile tüm hak, alacak ve borçları ile birlikte kolaylaştırılmış birleşme yoluyla devralmaya karar vermiştir. Bu doğrultuda, söz konusu birleşme işlemi için Şirket 11.05.2018 tarihli ve 51 sayılı yazısı ile BDDK'ya başvurmuş ve BDDK söz konusu birleşme işlemine 06.09.2018 tarihli ve 12509071-110.01.03-E.11240 sayılı yazısı ile onay vermiştir ve 21.09. 2018 tarihinde Final Varlık tüm aktif ve pasifi ile kül halinde devir olarak Şirket ile birleşmiştir.

Bu çerçevede, birleşme işleminde birbirinden ayrı ortaklık yapısına sahip şirketlerin birleşmesi söz konusu olmamaktadır. Yukarıda da belirtildiği üzere aynı ortaklık yapısına sahip iki şirketin, anılan mevzuattan faydalanılmasını teminen ve sektör uygulamasına paralel olarak, BDDK onayı ile birleşmesi söz konusudur. Dolayısıyla Birikim Varlık, Final Varlık'ın devamı niteliğinde faaliyetlerini sürdürmek amacıyla kurulmuş ve birleşme işlemini gerçekleştirmiştir.

01.01.2022 tarihi itibarıyla yürürlüğe giren yasal düzenlemeler çerçevesinde ise, söz konusu "kuruluşu takip eden 5 yıllık süre" koşulu kaldırılmış; güncel durumda varlık yönetim şirketlerinin yaptıkları işlemler çeşitli vergi ve harçlardan kuruluş tarihine bakılmaksızın istisna tutulmuştur. Bundan sonra sektördeki şirketlerin her 5 yılda yeni bir şirket kurması ve kurulan bu şirket ile birleşmesi söz konusu olmayacaktır.

Birikim Varlık, faaliyete geçtikten sonra banka ve diğer finans kurumlarının açmış olduğu tahsili gecikmiş alacak portföyü ihalelerine katılmış, ilk etapta 04.05.2018 tarihinde Final Varlık'tan, 269.253.226,02 TL satış bedeli karşılığında, 01.04.2018 tarihi itibarıyla 3.961.364.338, 68 TL anapara tutarlı portföy alımı yapılmıştır ve 400.009.661.- TL anapara tutarlı TGA ise birleşme suretiyle devir alınmıştır. Final Varlık'tan satın alınan ve birleşme suretiyle devir alınan tahsili gecikmiş alacak portföylerinin müşterilere sunulan çözüm fırsatlarıyla tahsil çalışmaları devam etmektedir.

Şirket 26.03.2021 tarihinden bu yana Finansal Kurumlar Birliği'ne üyedir.

Finansal Kurumlar Birliği 21.11.2012 tarih, 6361 no'lu Finansal Kiralama, Faktoring, Finansman ve Tasarruf Finansmanı Şirketleri Kanunu'nun ilgili maddelerine göre teşekkül eden, tüzel kişiliği haiz, kamu kurumu niteliğinde bir meslek kurur. Kurumsal yapısı itibarıyla Birlik, Türkiye ekonomisinin üretim, satış ve tüketim kanallarının üçünde de yer alan Finansal Kiralama, Faktoring, Finansman, Varlık Yönetim ve Tasarruf Finansman sektörlerinin çatı kuruluşudur.

Ortaklık Yapısı

Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutarı (TL)	Oranı (%)
ORTAK				
Altınhas Yatırım Holding A.Ş.	47.823.456,25	95,65%	41.823.456	74,68%
Ak Faktoring A.Ş.	2.176.543,75	4,35%	2.176.544	3,89%
Halka Açık	0	0,00%	12.000.000	21,43%
Toplam	50.000.000,00	100,00%	56.000.000	100,00%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket sermaye artırımını ile ihraç edilecek olan yeni paylarının halka arz edilmesi sonucunda halka arz masrafları çıkarılmasından sonra elde edilecek gelirin kullanım yerleri aşağıda gösterilmektedir. Şirket, pay sahibinin satışından herhangi bir gelir elde etmeyecektir.

Kullanım Alanı	Kullanım Yüzdesi
Yeni Portföy Alımları	75%
Finansal Borçların Ödenmesi	25%

Şirket, halka arzdan elde edilen net geliri, yukarıda yer alan alanlarda kullanmaya başlayana kadar Türk Lirası bazlı vadeli mevduat ve/veya Türk Lirası Yatırım Fonlarında nemalandıracaktır.

Değerleme Özeti

Değerleme Özeti- TL	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	70%	465.312.630
Yurt İçi Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	10%	175.653.305
Yurt Dışı Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	10%	188.385.999
Yurt Dışı Benzer Şirketler (İD/FAVÖK Çarpanı)	10%	111.269.241
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	100%	940.621.175
Pay Adedi		50.000.000
Pay Başına Piyasa Değeri (TL)		18,81

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri -TL	940.621.175
Pay Adedi -TL	50.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri-TL	18,81
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri-TL	710.000.000
Halka Arz İskontosu	24,50%
Halka Arz Fiyatı -TL	14,20

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FINANSAL BİLGİLER

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.06.2021 ve 30.06.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri aşağıdadır.

Özet Mali Tablolar- Gelir Tablosu

KAR veya ZARAR TABLOSU					
(binTL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022
Faiz Gelirleri	122.606	113.370	331.198	63.162	284.041
Faiz Giderleri	-48.202	-26.097	-20.165	-11.017	-11.507
Net Faiz Gelir /Gideri	74.404	87.273	311.033	52.145	272.534
Faaliyet Brüt Karı / Zararı	50.444	71.890	302.915	51.031	262.376
Net Faaliyet Karı /Zararı	4.200	7.560	190.544	18.112	191.415
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zarar	4.200	7.560	190.544	18.112	191.415
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı (-)	-902	-1.829	-29.051	-3.889	-49.307
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Net Karı / Zararı	3.298	5.731	161.493	14.223	142.108
Dönem Net Karı / Zararı	3.298	5.731	161.493	14.223	142.108

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.06.2021 ve 30.06.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri aşağıdadır.

Özet Mali Tablolar- Bilanço

Özet Bilanço Kalemleri				
(binTL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Finansal Varlıklar (Net)	31.176	20.094	93.791	68.494
Krediler (Net)	197.231	154.561	216.933	441.225
AKTİF TOPLAMI	278.635	234.577	401.290	604.972
Alınan Krediler	125.898	92.933	33.142	47.401
Para Piyasalarına Borçlar	6.000	10.000	15.000	45.000
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	52.796	41.741	34.515	42.898
Özkaynaklar	68.828	70.237	231.771	373.883
PASİF TOPLAMI	278.635	234.577	401.290	604.972

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Çarpan Analizi

- Birikim Varlık Yönetim A.Ş. halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK ve F /K çarpanı kullanılmıştır.
- Değerleme Çalışmasında yurt içi benzer şirket çarpanları analizinde Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'un XUMAL kodlu BIST Mali endeksi altında yer alan şirketler incelenmiştir. Şirket'in sektörde birebir benzeri olan tek şirket Gelecek Varlık Yönetim A.Ş. olduğundan, BIST Mali endekste işlem gören şirketler incelenerek faktöring şirketlerinin alacak satın alıp tahsilatlarını gerçekleştirmesinden dolayı Şirket'e benzer şirketler olduğu düşünülmüştür.
- Şirket'e en çok benzediği düşünülen VYŞ'ler, finansal kiralama ve faktöring şirketleri gibi bankacılık sektörünün tamamlayıcı nitelikte olan aracı kurumlar da benzer şirket olarak incelenmiş olup, XUMAL endeksinde işlem gören faktöring şirketlerinden LIDFA, CRDFA, GARFA ve ULUFA benzer şirket olarak seçilmiştir.
- Benzer şirket seçimi yapılırken şirket değerine yakınlaşan değerler esas alınmış olup, 3,90 – 9,65 çarpan değerleri aralığındaki şirketler hesaplamaya dahil edilmemiştir.

(Milyon TL)	Çarpan Tablosu		
F/K Çarpan Analizi Tablosu	F/K Çarpanı	Yıllıklandırılmış Net Kar	Özkaynak Değeri
Yurt İçi Benzer Şirketler	6,07	289	1.757
Yurt Dışı Benzer Şirketler	6,51	289	1.884

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Yurt dışı benzer şirket çarpanları analizinde İD/FAVÖK çarpanıyla hesaplanan Şirket özsermaye değeri 1.112.692.410 TL olup değerlemede %10 ağırlık verilmiştir. F/K çarpanıyla hesaplanan Şirket piyasa değeri ise 1.883.859.989 TL olarak hesaplanmış olup, değerlemede %10 ağırlık verilmiştir.
- Çarpan Analizi kapsamında yurt içi benzer şirket F/K çarpanlarıyla hesaplanan Şirket piyasa değeri 1.756.533.046 TL olup, değerlemede %10 ağırlık verilmiştir.

(Milyon TL)	Çarpan Tablosu				
İD/FAVÖK Çarpan Analizi Tablosu	İD/Düzeltilmiş FAVÖK	Yıllıklandırılmış İD/ Düzeltilmiş FAVÖK	Şirket Değeri	Net Finansal Borç	Özkaynak Değeri
Yurt Dışı Benzer Şirketler	7,19	168	1.206	94	1.113

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Birikim Varlık Yönetim A.Ş. pay başına değeri tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi kullanılmış olup, 2022-2036 dönemleri esas alınarak Şirket özsermaye değeri hesaplanmıştır. Şirket için projeksiyon dönemi boyunca hesaplanan AOSM değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. İNA analizinde Şirket Serbest Nakit Akımları Bugünkü Değerleri toplamı 452 milyon TL olup, Şirket için projeksiyon dönemi sonrası indirgenmiş Uç Değer 255 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket Firma Değeri olan 707 milyon TL 'den net borç düşülerek hesaplanan Şirket piyasa değeri 665 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

AOSM	2022	2023-2031	2032-2036
Risksiz Faiz Oranı	20,0%	17,5%	15,0%
Piyasa Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1	1	1
Şirket Risk Primi	1,0%	1,0%	1,0%
Özkaynak Maliyeti	27,0%	24,5%	22,0%
Borçlanma Maliyeti	26,0%	22,8%	19,5%
Borç Maliyeti (1- Vergi)	19,5%	17,1%	14,6%
Borcun ağırlığı	26,6%	26,6%	26,6%
AOSM	25,0%	22,5%	20,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu	Mn TL
Projeksiyon Dönemi	452
Sonsuz Büyüme	5%
2036 Sonrası Değeri	255
Şirket Değeri	707
Net Finansal Borç	94
Özkaynak Değeri	613
Değerleme Faktörü	1,08
Özkaynak Değeri	665

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

SONUÇ

Birikim Varlık Yönetim A.Ş. için yapılan değerlendirme çalışmasında Piyasa Çarpanları Yöntemine %30, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemine %70 ağırlık verilmiş olup, ağırlıklandırılmış halka arz öncesi piyasa değeri 940.621.175 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in ödenmiş sermayesi 50.000.000 TL olup, halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 18,81 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in %24,50 halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanmış halka arz iskontolu piyasa değeri 710.000.000 TL, birim pay değeri 14,20 TL'dir.

Değerleme Özeti- TL	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	70%	465.312.630
Yurt İçi Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	10%	175.653.305
Yurt Dışı Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	10%	188.385.999
Yurt Dışı Benzer Şirketler (İD/FAVÖK Çarpanı)	10%	111.269.241
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	100%	940.621.175
Pay Adedi		50.000.000
Pay Başına Piyasa Değeri (TL)		18,81

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri -TL	940.621.175
Pay Adedi -TL	50.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri-TL	18,81
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri-TL	710.000.000
Halka Arz İskontosu	24,50%
Halka Arz Fiyatı -TL	14,20

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

GÖRÜŞ

- Birikim Varlık Yönetim A.Ş. için Halk Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" incelenmiştir. Piyasa Çarpanları Yönteminde hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine ve Piyasa Çarpanları Analizine değerlendirme sonucunda sırasıyla %70 ve %30 ağırlık verilmiştir. Kullanılan değerlendirme yöntemleri net ve anlaşılır bir şekilde açıklanmıştır.
- Piyasa Çarpanları analizinde çarpan olarak İD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmış olup, değerlemeyi olumsuz yönde etkilememesi adına Şirket değerine yakınlaşan değerlerin esas alınmasını, 3,90 -9,65 çarpan değerleri aralığındaki şirketlerin hesaplama dahil edilmesini makul buluyoruz. İlave Çarpan Analizinde uç değerlerin değerlemeyi olumsuz yönde etkilememesi adına ortalama değer yerine medyan değer kullanılmasını makul buluyoruz.
- Yurt içi benzer şirketler analizinde Şirket için bulunan piyasa değeri 1.756.533.046 TL olup, yurt dışı benzer şirketler F/K çarpanıyla hesaplanan Şirket piyasa değeri 1.883.859.989 TL 'dir. Yurt dışı benzer şirketler analizinde İD/ FAVÖK çarpanıyla hesaplanan özsermaye değeri ise 1.112.692.410 TL'dir. İNA analiziyle bulunan Şirket özsermaye değeri 664.732.329 TL olup, değerlendirme çalışmasında muhafazakâr tarafta kalınarak İNA analizine daha yüksek ağırlık verilmiş olmasını makul buluyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde AOSM hesaplamasında 2022 yılı için risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık TR tahvil faizinin yılbaşından rapor tarihine kadar ki ortalaması alınmış olup, projeksiyon döneminin sonraki yıllarında enflasyon beklentileri doğrultusunda kademeli olarak düşürülmüştür. Değerlemede muhafazakâr tarafta kalmak adına AOSM hesaplamasında 2022 yılı için kullanılan risksiz getiri oranının projeksiyon döneminin sonraki yıllarında da sabit kalabileceği görüşündeyiz. İlave Şirket'in bankalardan ve diğer finansal kurumlardan satın aldığı alacakları tahsilat edememesi ve/veya alacakların tahsilinin beklenenden daha uzun sürmesi, dolayısıyla Şirket'in projeksiyon döneminde varsaymış olduğu satış rakamlarına ulaşamaması durumunda farklı bir Şirket piyasa değerine ulaşabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Şirket için Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından Piyasa Yaklaşımı ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı ile hesaplanan halka arz iskontosu öncesi piyasa değeri 940.621.175 TL, iskonto öncesi pay başı değer 18,81 TL'dir.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %24,50 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Uygulanan iskonto oranını ve bu iskonto hesaplamasıyla bulunan 14,20 TL pay başına halka arz fiyatının bahsettiğimiz çekinceleri belirtmekle birlikte makul olduğunu düşünüyoruz.