



**BİRİKİM VARLIK YÖNETİM
ANONİM ŞİRKETİ
FİYAT TESPİT RAPORU**

30 Kasım 2022


MALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İÇİNDEKİLER

1. RAPOR BİLGİLERİ.....	1
2. YÖNETİCİ ÖZETİ	5
3. HALKA ARZ GEREKÇESİ	8
4. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	9
5. SEKTÖREL GÖRÜNÜM.....	29
6. DEĞERLEME ANALİZİ	38
7. DEĞERLEME VE SONUÇ.....	54

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Sermaye Yapısı	6
Tablo 2: Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	6
Tablo 3: Halka Arza İlişkin Bilgiler	7
Tablo 4: Portföyün Kaynak Kuruluş Dağılımı	18
Tablo 5: Faiz Gelirleri	20
Tablo 6: Tahsilatlar	21
Tablo 7: Seçilmiş Kalemlerden Oluşan Bilanço	23
Tablo 8: Seçilmiş Kalemlerden Oluşan Gelir Tablosu	24
Tablo 9: Portföy Durumu	26
Tablo 10: Kredi ve Alacaklar	26
Tablo 11: Segmentlere Göre Portföy Durumu	26
Tablo 12: Rasyolar	27
Tablo 13: Düzeltilmiş FVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK	27
Tablo 14: Düzeltilmiş FVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK için Ekleme – Çıkarma Yöntemi	28
Tablo 15: Giderler	29
Tablo 16: Varlık Yönetim Şirketleri Konsolide Bilançosu	32
Tablo 17: Varlık Yönetim Şirketleri Konsolide Gelir Tablosu	33
Tablo 18: Birikim Varlık Yönetimi 2021 ve 2022/2Ç Varlık Yönetim Konsolide Mali Verilere Göre Sektör Payı	34
Tablo 19: Gelir Projeksiyonu	41
Tablo 20: Gayrimenkul Satış Gelirleri	42
Tablo 21: Gider Projeksiyonu	43
Tablo 22: TGA& Yatırım Projeksiyonu	44
Tablo 23: Sermaye Maliyeti / AOSM Tablosu	45
Tablo 24: İndirgenmiş Nakit Akışı Tablosu	46
Tablo 25: BIST Mali Endeksinde Yer Alan Şirketler	48
Tablo 26: Yurt İçi Benzer Şirket F/K Çarpanları	51
Tablo 27: Yurt Dışı Benzer Şirket F/K ve FD/FAVÖK Çarpanları	52
Tablo 28: Çarpan Analizi Tablosu	53
Tablo 29: Değerleme Yöntemleri Sonuçları	54
Tablo 30: Halka Arz İskontosu ve Pay Değeri Hesabı	54

ŞEKİLLER

Şekil 1: Grup Firmaları	11
Şekil 2: TGA Portföyü	15
Şekil 3: Portföy Büyüklüğü	15
Şekil 4: Borçlu Sayısı	16
Şekil 5: Yıllar İtibariyle Portföy Büyüklüğü	16
Şekil 6: Portföy Dağılımı	17
Şekil 7: Portföyün Kaynak Kuruluş Dağılımı	18
Şekil 8: Tahsilat Tutarı	19
Şekil 9: Personel Başına Ortalama Tahsilat (bin TL).....	36

KISALTMALAR

A.Ş.	Anonim Şirket
ABD \$, USD	Amerikan Doları
Altınhas Holding	Altınhas Holding A.Ş.
Altınhas Yatırım Holding / Halka Arz Eden Pay Sahibi	Altınhas Yatırım Holding A.Ş.
Aracı Kuruluş, Aracı Kurum, Halk Yatırım, Konsorsiyum Lideri	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
Bankacılık Kanunu	01.11.2005 tarih ve 25983 (1. Mükerrer) sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 5411 sayılı Bankacılık Kanunu
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST, Borsa, BİAŞ, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul A.Ş.
BSMV	Banka Sigorta Muamele Vergisi
ÇED	Çevresel Etki Değerlendirmesi
Esas Sözleşme	Birikim Varlık Yönetimi A.Ş. Esas Sözleşmesi
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
Final Varlık	Final Varlık Yönetim A.Ş.
FKB	Finansal Kurumlar Birliği
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
İVO	İç Verim Oranı
İhraççı, Şirket, Ortaklık	Birikim Varlık Yönetimi A.Ş.
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KDV	Katma Değer Vergisi
M ² , m ²	Metre Kare
MDV	Maddi Duran Varlık
Mn, mn	Milyon
Pay Tebliği	22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Pay Tebliği (VII-128.1)
ROA	Return of Assets (Aktif Karlılık Oranı)
ROE	Return on Equity (Özkaynak Karlılık Oranı)
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn.	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TGA	Tahsili Gecikmiş Alacaklar
TL	Türk Lirası
TTKn veya TTK	6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
VÖK	Vergi Öncesi Kar
VYŞ	Varlık Yönetim Şirketi

1. RAPOR BİLGİLERİ

1.1.Raporun Amacı

Birikim Varlık Yönetim A.Ş. ("Birikim Varlık", "İhraççı" veya "Şirket") paylarının planlanan halka arzı kapsamında Şirket, pay sahibi sıfatıyla Altınhas Holding ve Ak Faktoring A.Ş. ile halka arza aracılık eden yetkili kuruluş sıfatıyla Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") arasında 11.03.2022 tarihinde bir "Halk Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi" akdedilmiştir. Altınhas Holding, Şirket'in sermayesinde sahip olduğu tüm payları kısmı bölünme yolu ile Altınhas Yatırım Holding'e devretmiş ve söz konusu husus Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nin 01.06.2022 tarih ve 10589 sayılı nüshasında ilan edilmiştir. Söz konusu kısmi bölünme işlemi kapsamında taraflar, 11.03.2022 tarihli "Halk Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi"ni 16.08.2022 tarihinde imzaladıkları bir "Tadil Protokolü" ile tadil etmişlerdir. Bu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Halk Yatırım) ile Şirket arasında 11 Mart 2022 tarihinde imzalanmış olan Halk Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi ve 16.08.2022 tarihinde imzalanmış olan Tadil Protokolü kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği' gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

1.2.Etik İlkeler

Şirket'in işbu fiyat tespit raporunda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği' ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak; Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kurallarında belirtilen aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket ederek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır. Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatici, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin değerlendirme taleplerini yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına bağlı değildir.
- Raporda kullanılan Şirket ile ilgili bilgiler, KAP'ta Şirket'in daha önce yaptığı açıklamalar, Bloomberg ve BDDK verileri, emsal şirket değerleri için KAP'ta ilan edilen finansal tablolar dâhilde edilen bilgilerden oluşmaktadır.


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

- Değerleme çalışması, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır.

1.3.Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen ilke kararına istinaden;

“Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. bendi” çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Fiyat Tespit Raporu'nundayer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

1.4.Fiyat Tespit Raporunu Hazırlayanlar ve Proje Ekibi

İşbu Fiyat Tespit Raporu 11/11/2015 tarih ve G-015 (269) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan Halk Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Halk Yatırım Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar Hakkındaki İlke Kararı ile 13.01.2022 tarih ve 2/56 sayılı kararı uyarınca “Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar” ile “Makine ve Ekipmanları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar” olmak üzere iki ayrı listenin oluşturulması kapsamında, 06.10.2022 tarih ve 58/1477 sayılı Kurul onayı ile Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar” listesine alınmış olup, istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti vermektedir.

Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Halk Yatırım değerlemeyi tarafsız, bağımsız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personel istihdam etmektedir.

Halk Yatırım'ın 11 Mart 2022 tarihinde imzalanmış olan “Halka Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi” ve 16 Ağustos 2022 tarihinde imzalanmış olan “Tadil Protokolü” dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır. Halk Yatırım ile Şirket arasında ayrıca 01.09.2022 tarihinde Değerleme Sözleşmesi de imzalanmıştır.

1.5.Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü çalışanlarından oluşan ve konusunda uzman bir ekip tarafından yürütülmüştür. Çalışma ekibi üyeleri, bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 25 yıllık tecrübeye sahiptir.


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Zafer Mustafaoğlu, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman ve Hazineden sorumlu Genel Müdür Yardımcısı pozisyonunda çalışmakta olup; sürdürülebilirlik ve geri kazanım esaslı iş geliştirme, inovasyon yönetimi, stratejik planlama, risk yönetimi, alternatif finansman araçları, girişim sermayesi yatırımları yönetimi, sınır ötesi şirket birleşmeleri ve satın almalar, finansal kontrol alanlarında 20 yıldan fazla deneyim sahibidir. Lisans eğitimini İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Mühendisliği Bölümü'nden 1990 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Bölümü'nde tamamlamıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 200195).

Menevşe Özdemir Dilidüzgün, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Müdür pozisyonunda çalışmakta olup, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 12 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Bilkent Üniversitesi, İşletme Bölümü'nden 2009 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise Boğaziçi Üniversitesi, Finans Mühendisliği Bölümü'nde tamamlamıştır. Doktorasını ise Bahçeşehir Üniversitesi'nden Finans alanında almıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 205720).

Haşim Can Yılmaz, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Analist /Uzman Yardımcısı pozisyonunda çalışmaktadır. Lisans eğitimini Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Uluslararası İşletmecilik ve Ticaret Bölümü'nden 2021 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Ayrıca, bitirdiği bölüm içerisindeki Uluslararası Finans ve Bankacılık Uzmanlık Programını da tamamlamıştır. SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 920719)

İlknur Turhan, Halk Yatırım'da Araştırma Birimi'nde Müdür pozisyonunda çalışmaktadır. Lisans eğitimini Dumlupınar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü'nden 2006 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Ayrıca, yüksek lisans eğitimini ise Beykent Üniversitesinde Finans alanında yapmıştır. 2006 yılında analist olarak başladığı meslek hayatında çeşitli sektörlerle ilişkin değerlendirme çalışmalarında görev almış olup, toplam 16 yıllık tecrübesi bulunmaktadır. Ayrıca SPK Düzey 3 ve Türev Araçlar Lisanslarına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 204800, SPL Türev Araçlar Lisansı, sicil no: 304936)

Yasin Sarıhan, Halk Yatırım'da Araştırma Birimi'nde Analist /Uzman Yardımcısı pozisyonunda çalışmaktadır. Lisans eğitimini Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, Sermaye Piyasası bölümünden 2019 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 915817)

1.6.Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler; Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.06.2022 hesap dönemlerine ilişkin finansal tabloları ve HSY Danışmanlık ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanmış olan ilgili bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin iş planı, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Halk Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Halk Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememekle birlikte, Halk Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve

beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek bir değişimin olmayacağı varsayılmıştır.

Kullanılan finansal bilgiler Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Halk Yatırım tarafından finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler Halk Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir.

Halk Yatırım olarak, Şirket'in finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Bu raporda, pazar yaklaşımı kapsamında çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler ile kamuya açık kaynaklar, Bloomberg adlı veri sağlayıcı platformundan temin edilmiştir.

Halk Yatırım tarafından Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

1.7.Şirket, Kullanım, Dağıtım ve Yayınlanma Kısıtlamaları

Şirket ile 11 Mart 2022 tarihinde imzalanmış olan "Halk Arz Aracılık Sözleşmesi" ve 16 Ağustos 2022 tarihinde imzalanmış olan "Tadil Protokolü" ve 1 Eylül 2022 tarihinde imzalanmış olan Değerleme Sözleşmesi kapsamında hazırlanan bu rapor ve içinde yer alan veriler VII – 128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır, ancak bu raporun muhatabı Şirket olarak kalacaktır.

İşbu rapor Şirket'in paylarının halka arz işlemiyle ve ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır.

1.8.Değerlemenin Amacı , Değerleme Tarihi ve Para Birimi

Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli 1 adet payın değeri hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

İşbu rapor halka arz edilecek olan Şirket paylarının satış fiyatının nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak hazırlanmıştır.

1.9.Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak;

i. Pazar Yaklaşımı

ii. Gelir Yaklaşımı

dikkate alınmıştır.

UDS'nin 104 Değer Esasları kapsamında Gelir yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı sırası ile aşağıda tanımlanmıştır.

Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve / veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar Yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

2. YÖNETİCİ ÖZETİ

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri kapsamında sırası ile Madde 20 ve Madde 40 ile aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

i) Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

ii) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

Değerleme metodolojileri i) Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi, ii) Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları (“İNA”) analizi sektörün ve Şirket’in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket’in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

2.1.Sermaye Yapısı ve Halka Arza İlişkin Bilgiler

Şirket, 01.02.2022 tarihinde tescil olduğu üzere 40.000.000 TL olan sermayesini %25 arttırarak 50.000.000 TL’ye çıkartmıştır. Sermayesi 50.000.000 TL olan Şirket’in iskonto öncesi halka arz pay başına değeri 18,81 TL olarak hesaplanmıştır. Yaklaşık %24,5 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 710,0 mn TL, pay başına değer ise 14,20 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz, mevcut ortaklardan Altınhas Yatırım Holding A.Ş.’nin sahip olduğu 6.000.000 TL nominal değerli 6.000.000 adet payın satışı ve 6.000.000 nominal değerli 6.000.000 adet bedelli sermaye artışı yoluyla yapılacaktır. Şirket’in değerlemesinde Çarpan Analizleri %30 ve İNA %70 ağırlıklandırılmış olup, 940,6 mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 170,4 mn TL olup, halka açıklık oranı %21,43 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 1: Sermaye Yapısı

Ortaklık Yapısı	HalkaArz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Nominal Sermaye (TL)	Oranı (%)	Nominal Sermaye (TL)	Oranı (%)
Ünvanı/Adı Soyadı				
Altınhas Yatırım Holding A.Ş.	47.823.456,25	95,65	41.823.456,25	74,68
Ak Faktoring A.Ş.	2.176.543,75	4,35	2.176.543,75	3,89
Halka Açık	0	0,00	12.000.000	21,43
Toplam	50.000.000	100,00	56.000.000	100,00

Tablo 2: Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü

(TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	664.732.329	%70,0	465.312.630
Yurt içi Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	1.756.533.046	%10,0	175.653.305
Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	1.883.859.989	%10,0	188.385.999
Yurtdışı Benzer Şirketler (İD/FAVÖK Çarpanı)	1.112.692.410	%10,0	111.269.241
Ağırlıklı Özkaynak Değeri			940.621.175
Ödenmiş Sermaye			50.000.000
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			18,81 TL
Halka Arz İskontosu			%24,50
İskonto Sonrası Halka Arz Satış Fiyatı Değeri (TL)			14,20 TL
İskonto Sonrası Özkaynak Değeri			710.000.000
Halka Arz Edilen Nominal Pay Sayısı			12.000.000
Halka Arz Büyüklüğü			170.400.000

Tablo 3: Halka Arza İlişkin Bilgiler**Halka Arz Bilgileri**

İhraççı	Birikim Varlık Yönetimi A.Ş.
Konsorsiyum Lideri	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Çıkarılmış Sermaye	50.000.000 TL
Talep Toplama Tarihleri	Daha sonra belirlenecektir.
Halka Arz Yapısı	Ortak Satışı: 6.000.000 TL nominal değerli pay Sermaye Artırımı: 6.000.000 TL nominal değerli pay
Halka Açıklık Oranı	21,43%
Tahsisat Grupları	%50 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %35 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %15 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar
Fiyat	Pay Başına 14,20 TL

Payların Satılmaması ve Dolaşımdaki Payların Artırılmamasına İlişkin Taahhütler

1.Şirket, Halka Arz Edilecek Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, halka arza konu olmayan maliki olduğu Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olacak şekilde Borsa İstanbul'da satılmayacağını, devredilmeyeceğini veya payların satılması sonucunu doğuracak şekilde bu paylar üzerinde sair surette tasarrufta bulunulmayacağını ve hiçbir suretle dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olunmayacağını ve bu sonuçları doğurabilecek başkaca herhangi bir işlem yapılmayacağını (bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarına ilişkin aşağıdaki paragraflarda yer alan düzenlemeler saklıdır),
2. Şirket tarafından Halka Arz Edilecek Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 6 (altı) ay boyunca bedelsiz (iç kaynaklardan) sermaye artırımı yapılmayacağını ve bu suretle dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olunmayacağını ve bu sonuçları doğurabilecek başkaca herhangi bir işlem yapılmayacağını,
3. Şirket tarafından Halka Arz Edilecek Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 2 (iki) yıl boyunca da bedelli sermaye artırımı yapılmayacağını ve bu suretle dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olunmayacağını ve bu sonuçları doğurabilecek başkaca herhangi bir işlem yapılmayacağını, ve
4. Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, tasarruf sahiplerine satış duyurusunda belirtilen halka arz fiyatının üzerindeki bir fiyattan Borsa İstanbul'da işlem gören Şirket paylarına ilişkin geri alım yapılmayacağını, kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.

Halka Arz Eden Pay Sahibi Altınhas Yatırım Holding A.Ş., 14.11.2022 tarihli ve 2022/09 sayılı yönetim kurulu kararına istinaden vermiş olduğu 14.11.2022 tarihli taahhüdü ile, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, borsada ve/veya borsa dışında pay satışı yapmayacağını, sahibi olduğu halka arza konu olmayan Şirket paylarını söz konusu 1 (bir) yıl boyunca borsa fiyatından bağımsız olarak borsada veya borsa dışında hiçbir surette satmayacağını, devretmeyeceğini veya bu paylar üzerinde payların satılması sonucunu doğuracak şekilde sair surette tasarrufta bulunulmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını ve bu sonuçları doğurabilecek başkaca herhangi bir işlem yapmayacağını (şüpheye mahal vermemek adına, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 30 gün süreyle gerçekleştirilecek olan fiyat istikrarı işlemleri neticesinde


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Halka Arz Eden Pay Sahibi'nin edinebileceği paylar hariç olmak üzere) kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.

Şirket'in mevcut ortağı Ak Faktoring A.Ş., 14.11.2022 tarihli ve 2022/65 sayılı yönetim kurulu kararına istinaden vermiş olduğu 14.11.2022 tarihli taahhüdü ile, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, borsada ve/veya borsa dışında pay satışı yapmayacağını, sahibi olduğu halka arza konu olmayan Şirket paylarını söz konusu 1 (bir) yıl boyunca borsa fiyatından bağımsız olarak borsada veya borsa dışında hiçbir surette satmayacağını, devretmeyeceğini veya bu paylar üzerinde payların satılması sonucunu doğuracak şekilde sair surette tasarrufta bulunmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını ve bu sonuçları doğurabilecek başkaca herhangi bir işlem yapmayacağını kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.

Fiyat İstikrarı

Planlanmaktadır.

Fiyat İstikrarı Süresi

Payların BİAŞ'ta işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün

3. HALKA ARZ GEREKÇESİ

Şirket'in halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, Şirket'e değer yaratacak yatırım fırsatlarının fonlanması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Şirket, çıkarılmış sermayesini 50.000.000 TL'den 56.000.000 TL'ye çıkarmayı, bu nedenle 6.000.000 TL nominal değerli 6.000.000 adet payı ihraç etmeyi ve mevcut ortaklardan da Altınhas Yatırım Holding'e ait toplam 6.000.000 TL nominal değerli 6.000.000 adet payla beraber toplam 12.000.000 TL nominal değerli 12.000.000 adet payın halka arzını planlamaktadır. Bu bağlamda, yönetim kurulu kararıyla, Şirket sermayesinin mevcut pay sahiplerinin yeni pay alma hakları halka arz kapsamında talepte bulunacak yatırımcılar lehine kısıtlanarak 56.000.000 TL'ye artırılması, bu şekilde ihraç edilen payların da halka arz edilerek, pay bedellerinin halka arz gelirlerinden karşılanması planlanmaktadır. İlgili işlem masrafları düşüldükten sonra Şirket, toplamda 81.228.250.-TL kaynak elde etmeyi planlanmaktadır. Şirket, Altınhas Yatırım Holding'e ait payların satışından herhangi bir gelir elde etmeyecektir.

Şirket'in, sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek yeni payların halka arzı neticesinde elde edeceği 85.200.000.-TL brüt halka arz gelirinden, 3.971.750.-TL tutarındaki masraf ve maliyetler düşüldükten sonra kalan fonun, aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarla kullanılması planlanmaktadır.

- **Yeni Portföy Alımları:** Halka arzdan Şirket tarafından elde edilecek olan net gelirlerin %75'inin, Şirket tarafından portföy alımı amacıyla kullanılması planlanmaktadır. Söz konusu portföy alımlarının meblağları ve zamanlamaları, TGA (tahsili geçmiş alacak) ihalelerinin zamanlarına ve bu ihalelerde belirlenecek fiyatlara göre belirlenecektir.
- **Finansal Borç Ödemesi:** Halka arzdan Şirket tarafından elde edilecek olan net gelirlerin %25'inin, Şirket'in Takasbank'a olan ve aşağıdaki tabloda detaylarına yer verilen Türk

Lirası cinsinden vadeli kredileri tahtında ödemeler yapılarak finansal giderlerinin azaltılması amacıyla kullanılması ve bunun neticesinde, Şirket karlılığının ve dolayısıyla özkaynaklarının güçlendirilmesi planlanmaktadır.

Banka	Kredi Tipi	Nakit Risk (TL)	Faiz Oranı	Açılış Tarihi	Vade Tarihi
Takasbank	Spot	15.000.000	%31,00	2.11.2022	3.05.2023
Takasbank	Spot	20.000.000	%30,00	26.10.2022	26.04.2023

Şirket, halka arzdan elde edilen net gelirleri, yukarıda yer alan alanlarda kullanmaya başlayana kadar Türk Lirası bazlı vadeli mevduat ve/veya Türk Lirası Yatırım Fonlarında nemalandırılacaktır. Anılan süre boyunca ilgili fonun hangi yöntemler ile nemalandırılacağına ve nemalandırmanın koşullarına global ve yerel ekonomik koşullar çerçevesinde Şirket menfaatlerine uygun olarak karar verilecektir.

4. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

4.1.Şirket'e Genel Bakış

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 VYŞ 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 birleşmeler gerçekleştirmiştir.

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.

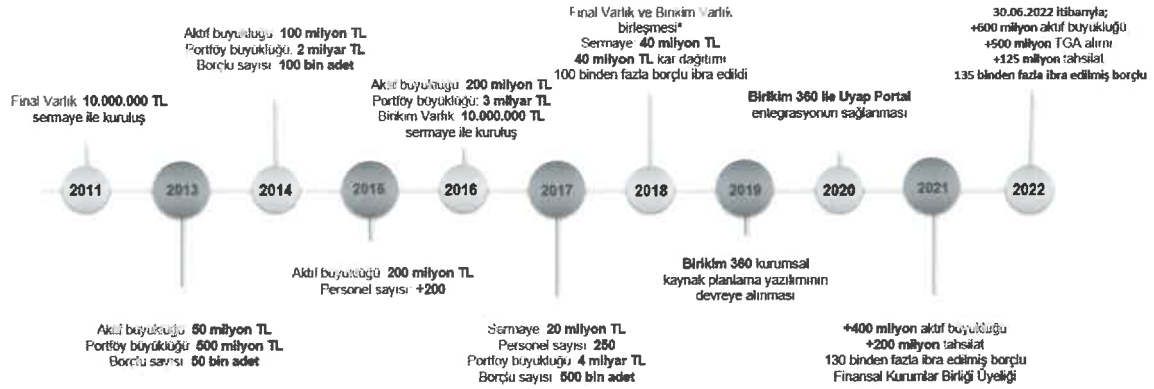
01.01.2022 tarihi itibarıyla yürürlüğe giren yasal düzenlemeler çerçevesinde ise, söz konusu "kuruluşu takip eden 5 yıllık süre" koşulu kaldırılmış; güncel durumda varlık yönetim şirketlerinin yaptıkları işlemler çeşitli vergi ve harçlardan kuruluş tarihine bakılmaksızın istisna tutulmuştur. Bundan sonra 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.

2018 yılında meydana gelen kur yükselişi sonrasında faizlerin artması ile birlikte Şirket, 2019 yıl sonu itibarıyla portföy alımı yerine finansal borçlarını kapatma amacıyla portföy alımı yapmamıştır. 2020 yılında sektörde Covid-19 pandemisi nedeniyle portföy satışlarında azalma olmuştur, satışlar 2021 yılının son çeyreği itibarıyla artış göstermiştir ancak, sektörde yaklaşık 2 yıl TGA portföy satışı olmaması ve satış fiyatlarında (alım bedeli/TGA anapara) artış meydana gelmesi nedeniyle Şirket bu süre zarfında alım yapmamıştır, 2022 yılında ise Şirket sektördeki yerini ve konumunu korumak amacıyla alım yapmaya yeniden başlamıştır ve 2022/01-2022/06 arasında 535 milyon TL anapara tutarına sahip TGA alımı gerçekleştirmiştir.

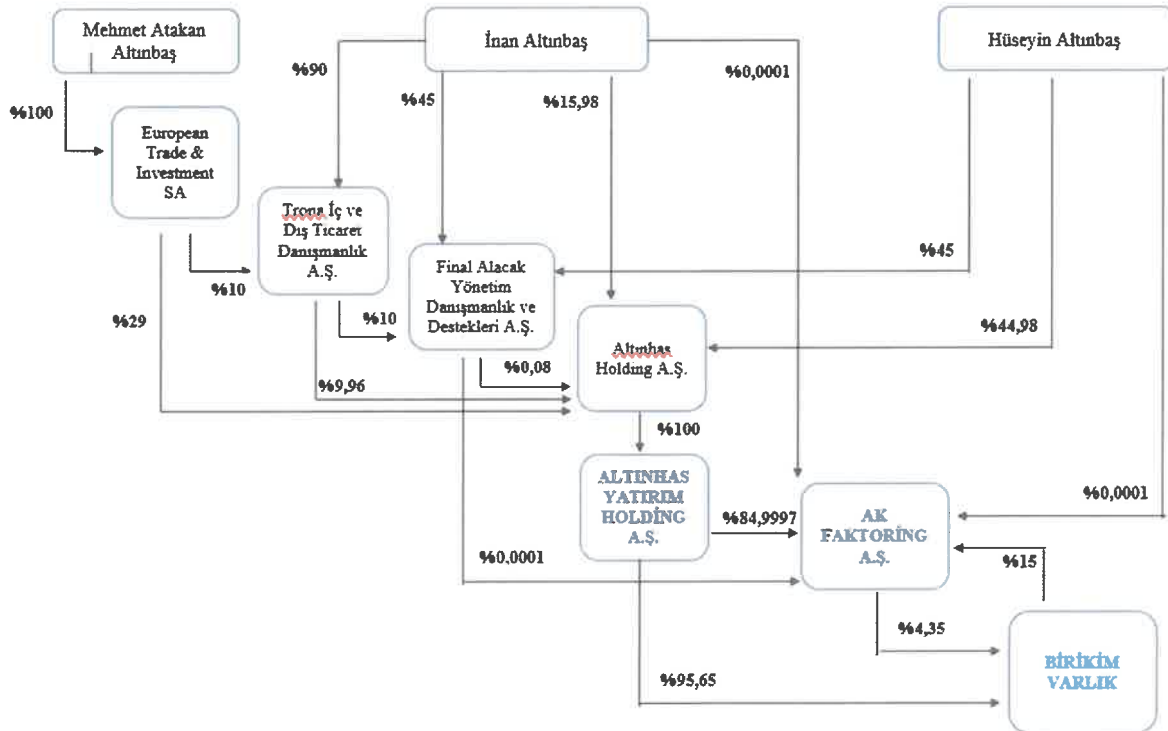
Şirket 26.03.2021 tarihinden bu yana Finansal Kurumlar Birliği'ne üyedir.

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 kuruluşudur. 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.



4.2.Grup Hakkında

Şekil 1: Grup Firmaları



Şirket, Altınhas Yatırım Holding'in bağlı ortaklığıdır. Şirket'in paylarının %95,65'i Altınhas Yatırım Holding ve %4,35'i Ak Faktoring A.Ş.'ye aittir. Bu kapsamda Şirket'in yönetim hakimiyetine Altınhas Yatırım Holding sahiptir.

Yukarıda yer verilen şemadan da görüleceği üzere Şirket, esas olarak Altınhas Holding A.Ş. grubu altında, Altınhas Yatırım Holding bağlı ortaklığı olarak bulunmaktadır. Altınhas Holding 01.06.2022 tarihinde tescil edilen, 01.06.2022 tarihli ve 10589 sayılı TTSG’de ilan edilen 17.05.2022 tarihli genel kurul kararı ile kısmı bölünme yoluna gitmiş ve içinde Şirket’in sermayesinin %100’ünü de içeren aktiflerinin bir kısmını Altınhas Yatırım Holding’e devretmiştir. Altınhas Holding bünyesinde 2011 yılında faktoring ve varlık yönetim

sektörlerindeki firmalarla başlanmış olan finans alanındaki yatırımların bundan böyle Altınhas Yatırım Holding çatısı altında devam etmesi planlanmaktadır.

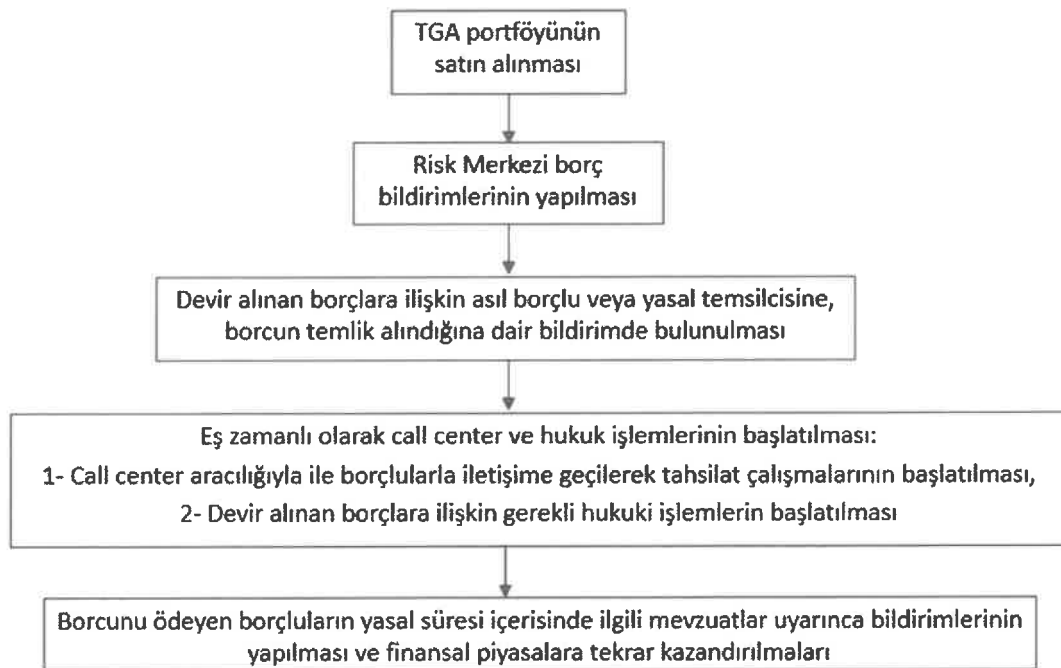
Altınhas Yatırım Holding, 04.09.2003 tarihinde “Onsa Petrol ve Ticaret Anonim Şirketi” unvanı ile kurulmuş olup; ticaret unvanı, 10.01.2005 tarihinde ticaret siciline tescil edilen ana sözleşme tadili ile “Onsa Sigorta Aracılık Hizmetleri Anonim Şirketi” olarak değişmiştir. Anılan unvan tadili ile birlikte şirketin amaç ve faaliyet konusu da ağırlıklı olarak petrol ve petrol ürünleri ticareti yerine yerli ve yabancı sigorta şirketlerinin acenteliklerini almak, sigorta aracılık faaliyetlerinde bulunmak ve sigorta konularında danışmanlık yapmak olarak değiştirilmiştir. Unvanı 05.01.2022 tarihinde ticaret siciline tescil edilen 27.12.2021 tarihli genel kurul kararı ile “Altınhas Yatırım Holding Anonim Şirketi” olmuştur. 17.08.2021 tarihinden itibaren Altınhas Yatırım Holding Altınhas Holding’in bağlı ortaklığıdır ve Altınhas Holding Grubu altında faaliyetlerine devam etmektedir.

Altınhas Holding, 250.000.000,00 TL ödenmiş sermaye ile 20.07.2009 tarihinde kurulmuş olup; 27.07.2009 tarihinde tescil edilmiştir. Altınhas Holding; finans, eğitim ve gayrimenkul alanlarında faaliyet göstermektedir. Finans alanında, Birikim VYŞ, Ak Faktoring A.Ş. ve KKTC’de kurulu bir banka olan Albank Limited, eğitim alanında Özel Vega Servis Eğitim A.Ş. bulunmaktadır.

4.3.Genel Olarak Varlık Yönetim Şirketi İşleyişi

Varlık yönetim sektöründeki iş modeli iki ana aşamadan oluşmaktadır. İlk aşama, kredi portföylerinin değerlemesinin, satın alımının yapıldığı yatırım aşaması, ikinci aşama ise satın alınan portföylerin çözümlenerek tahsilata/gelire dönüştürüldüğü tahsilat yönetimi aşamasıdır.

Özet İş Akış Şeması




ALTINHAS YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Yatırım Aşaması:

- **Portföyün Oluşturulması:** TGA portföyü satış süreci bir bankanın ya da finansal kurumun satışa konu kredileri belirleyerek portföyü oluşturmasıyla başlar. Satışı yapan kurum, satışa çıkarmak istediği bireysel ve ticari (KOBİ ve kurumsal dahil) gibi çeşitli segmentlerde, teminatl ve/veya teminatsız kredilerinden bir portföy oluşturur. Oluşturulan portföyün niteliği ve büyüklüğü, satışı yapan kurumun TGA oranlarına ve stratejisine göre değişiklik gösterebilir.
- **İhale Öncesi Değerleme Çalışmaları:** Portföy hazır olduğunda satışı yapan banka ya da finansal kurum, varlık yönetim şirketlerini VYŞ Yönetmeliği Madde 18/3 hükmü uyarınca bir ihaleye davet eder. Söz konusu ihale daveti, satışı yapacak olan banka ya da finansal kurumun kendi internet sayfasında ve ana sayfada görünecek şekilde en az 5 iş günü süreyle yayınlanır ve bu davet, ihale şartlarını ve devredilecek alacak portföyünün niteliklerini içerir.

Satışı yapan banka ya da finansal kurum tarafından, ihaleye katılacak varlık yönetim şirketlerine ihale öncesi inceleme yapabilmeleri için 10 iş gününden az olmamak üzere aynı süre ve bu süre zarfında aynı nitelikte bilgi ve belge paylaşılır. Varlık yönetim şirketleri, söz konusu bilgi ve belgeler kapsamında, satışa konu portföyün değerlemesini yapar ve ihale için fiyatlarını belirler.

Bu değerlendirme işlemleri, genellikle teminatı bulunmayan, bireysel ya da KOBİ kredilerinden oluşan, yoğun data içeren portföylerde istatistiki ya da makine öğrenmesi algoritmalarıyla oluşturulan finansal modellerle gerçekleştirilirken; ticari veya kurumsal krediler kapsamında yüksek tutarlı ve teminatl dosyalar tek tek hem finansal hem hukuki açıdan ayrıntılı olarak değerlendirilir.

Söz konusu değerlendirme yöntemleri varlık yönetim şirketlerinin bilgi birikimleri, tecrübeleri, veri zenginliği, veri modellemelerindeki kabiliyetleri, yatırım stratejileri ve rekabetçi yaklaşımlarına göre değişiklik gösterebilmektedir.

- **İhale ve İhale Sonrası Süreç:** İhale inceleme sürecinin sonunda satışı yapan bankanın ya da finansal kurumun standartlarını belirlediği ve ilan ettiği ihale yöntemi (ağırlıklı olarak açık arttırma yöntemi tercih edilmektedir) ile satış gerçekleştirilir. En yüksek teklifi veren varlık yönetim şirketinin teklifi, banka veya finansal kurumun yönetim kurulu tarafından da onaylandığında TGA portföyünün devir (temlik) işlemleri gerçekleştirilir.

İhaleyi kazanan varlık yönetim şirketi ile satışı yapan finansal kurum arasında devir sözleşmelerinin imzalanmasını müteakip portföyün tüm dijital verisi, ilgili varlık yönetim şirketinin sistemlerine aktarılır ve bu surette, yatırım süreçleri tamamlanmış olur.

İhale ve yatırım aşaması genellikle, satışı yapan kurumun satış ilanından itibaren, yaklaşık olarak 3 ilâ 6 hafta arasında bir sürede tamamlanmaktadır.

Tahsilat Yönetimi ve Takip Aşaması:

Satın alınan portföyün tahsilat yönetimi ve takip aşaması, devir/temlik işlemlerinin tamamlanması ile başlar. Birikim Varlık, 21.09.2018 tarihinde birleşme yoluyla Final Varlık'ı tüm aktif ve pasifi ile kül halinde devir almış olup; Birikim Varlık güncel durumda:

- 30.12.2011 tarihinde devir alınan ilk portföyün (söz konusu portföy başlangıçta Final Varlık'a ait bir portföy olmakla birlikte; daha sonra Birikim Varlık'a devredilmiştir), ve
- 26.03.2013 tarihinde devir alınan ilk özel banka bireysel portföyün (söz konusu portföy başlangıçta Final Varlık'a ait bir portföy olmakla birlikte; daha sonra Birikim Varlık'a devredilmiştir)
- 30.06.2022 itibarıyla ise toplamda 5,6 milyar TL anapara büyüklüğünde temlik almış olduğu TGA portföyünün;

2022 yılı itibari ile yönetimine ve tahsilatına devam etmektedir.

- Borçluların Bilgilendirilmesi ve Uzlaşma Süreci: Şirket, bir portföyü devir aldıktan sonra, ilk olarak portföydeki borçlulara sözlü ve yazılı bilgilendirme yapmakta ve sonrasında borçlular ile uzlaşma görüşmelerine başlamaktadır.

Uzlaşma süreci, kişilerin finansal durumlarının akıbetine göre değişiklik göstermekte; bazı borçlular temlik sonrasında kısa sürede borçlarını tamamen geri öderken, bazı borçlular için tahsilat süreci uzun yıllar alabilmektedir. Şirket bu süreçte, borçlularla iletişim halinde kalıp, kişiler için en uygun zamanda borçları kapatmak üzere anlaşmaya çalışmaktadır.

İlgili uzlaşma anlaşmaları peşin ödemeleri olduğu kadar kısa ve uzun vadeli ödeme planlarını da içerebilmektedir.

Borçlu ile uzlaşılan tutarın ödemesinin tamamlandığı gün, Risk Merkezi'ne bildirim yapılmakta ve borçlunun kredi sicili güncellenmektedir. Borçluya borcun bittiğine dair bilgilendirme ayrıca yapılmaktadır.

- Takip Süreci: Her ne kadar uzlaşma yoluyla (sulhen) çözüm, hem Şirket hem borçlu için öncelikli tercih edilen yöntem olsa da, eş zamanlı olarak hukuki hakların korunması için gerekli olan hukuki işlemler, seçici olarak tahsilatı artırıcı hukuki işlemler, teminatlı dosyalardaki hukuki işlemler ve kurumsal/ticari dosyalarda eğer mevcutsa iflas, konkordato gibi borçlunun davalarının takibi ve icra işlemleri de Şirket tarafından ayrıca takip edilmekte ve gerçekleştirilmektedir.

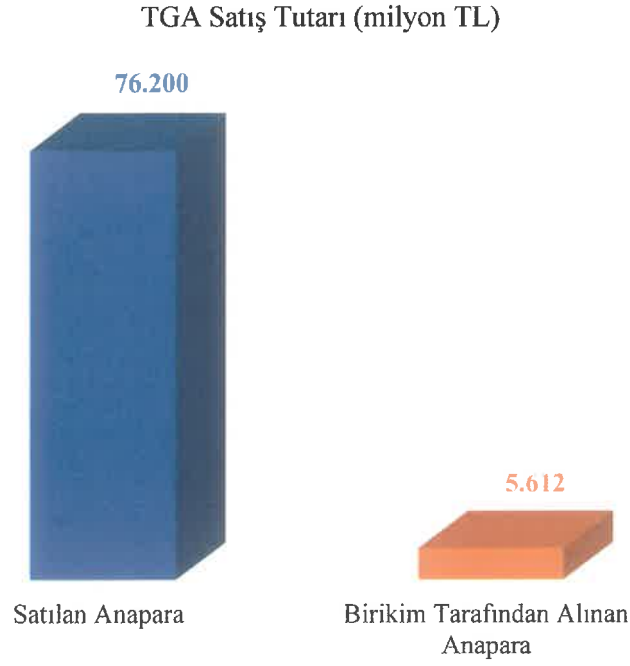
Tahsilat yönetimi ve takip aşaması, gelir yaratan aşama olup; portföyün içerdiği her bir TGA'nın çözümlenmesine kadar devam etmektedir.

4.4.Şirket'in Yönettiği TGA Portföyü

Şirket 30.06.2022 tarihi itibarıyla 5 milyar 612 milyon TL temlik alınmış anapara tutarının tahsilini yönetmektedir.

Finansal Kurumlar Birliği'nden temin edilen 30.06.2022 tarihli Özet VYŞ Sektör Raporu'na göre 2011-2022/06 yılları arasında Türkiye'de yaklaşık 76,2 milyar TL tutarında portföy satışa çıkarılmış olup; %7,36'sı Şirket tarafından temlik alınmıştır.

Şekil 2: TGA Portföyü



Şirketin 2013-2022/6 dönemleri arası portföy büyüklüğü ve borçlu sayılarına (2013-2018 arası Final Varlık nezdinde olmak üzere) aşağıda yer verilmiştir.

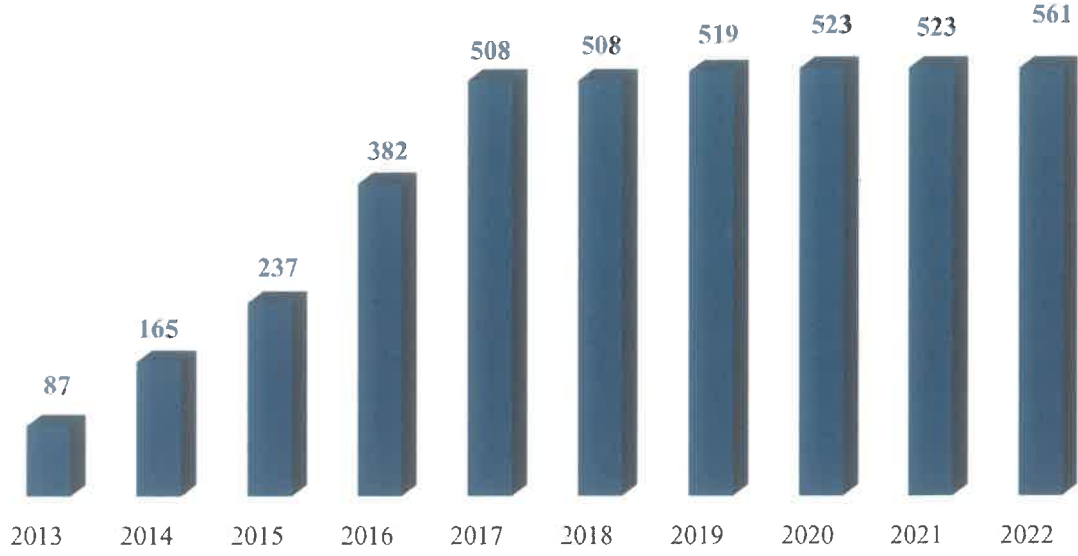
Şekil 3: Portföy Büyüklüğü

Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)



Şekil 4: Borçlu Sayısı

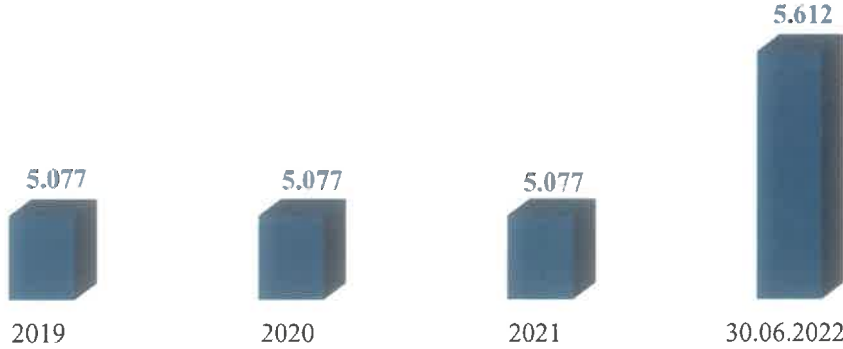
Borçlu Sayısı (Bin Kişi)



Şirket'in 2019, 2020, 2021 yılsonları ile 30.06.2022 tarihi itibarıyla yönettiği portföy büyüklüğüne aşağıda yer verilmiştir:

Şekil 5: Yıllar İtibariyle Portföy Büyüklüğü

Toplam TGA Tutarı (milyon TL)



(*) 2020 yılında Covid-19 sebebiyle piyasada TGA satışı olmamıştır; 2021 yılında ise sadece yılsonunda satış yapılmış olup; uzun süredir satış olmaması sebebiyle piyasa genelinde TGA alım fiyatları yükselmiştir. Bu sebeple, Şirket iç değerlendirmelerinde piyasa fiyatlarını cazip bulmamış ve alım yapmamıştır.

(milyon TL)	2019	2020	2021	30.06.2022(**)
Toplam TGA Tutarı (*)	5.077	5.077	5.077	5.612

(*) Toplam TGA Tutarının 4,896 milyar TL'lik kısmı Final Varlık tarafından, 0,716 milyar TL'lik kısmı Birikim Varlık tarafından temlik alınmıştır. (İlk temlik alınan tutarlardan oluşmaktadır.) Final Varlık tarafından Birikim Varlık'a satış ve birleşme

yoluyla devredilen toplam TGA anapara tutarı 4,361 milyar TL olup; 535 milyon TL tutarındaki anapara Final Varlık döneminde tahsilat yoluyla kapatıldığı için satış ve birleşme yoluyla devre konu olmamıştır.

(**) Şirket, kurulduğu günden 30.06.2022 tarihine kadar 1.212 milyar TL TGA anapara tutarını tahsilat yoluyla kapatmış olup, 30.06.2022 tarihi itibarıyla bakiyesi kapanmamış TGA anapara tutarı 4,4 milyar TL'dir.

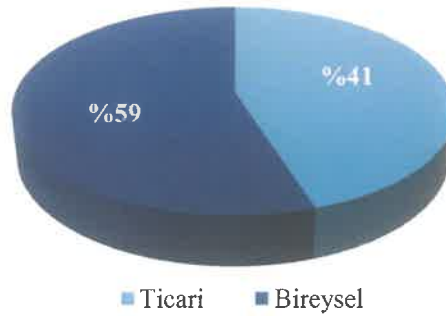
30.06.2022 tarihi itibarıyla Şirket'in yönettiği TGA portföyünün %59'u bireysel, %19'u hasılat paylaşımlı, %22'si ticari ve kurumsal nitelikli alacaklardan oluşmaktadır.

- Bireysel portföyler; yoğunluklu olarak ihtiyaç kredisi gibi bireysel kredilerden ve bireysel kredi kartlarından oluşan, borçlu sayısı yüksek ancak anapara tutarı düşük borçluların, temlik bedelinin temlik anında ödenmesi suretiyle devir alınan portföyleri,
- Ticari / kurumlar / KOBİ portföyler; yoğunluklu olarak ticari kredi türlerini içeren, aynı zamanda ticari kredi kartı, taksitli ticari kredi, senet karşılığı kredi vb. ürünleri de kapsayan, borçlu sayısı az ancak anapara tutarı yüksek borçluların, temlik bedelinin temlik anında ödenmesi suretiyle devir alınan portföyleri,
- Hasılat paylaşımlı portföyler; yoğunluklu olarak ticari kredi türlerini içeren, büyük montanlı kurumsal kredileri ve aynı zamanda ticari kredi kartı, taksitli ticari kredi, senet karşılığı kredi vb. ürünleri de kapsayan, borçlu sayısı az ancak anapara tutarı yüksek borçluların, temlik bedelinin, kaynak kuruluşla yapılan sözleşme neticesinde belirlenen oran dahilinde, borçludan yapılan tahsilat anında kaynak kuruluşa ödendiği portföyleri

ifade etmektedir.

Şirket portföylerinin borçlu tipine göre (bireysel ve (hasılat paylaşımlı portföyler de dahil ticari portföy olarak) ayırımına aşağıda yer verilmiştir:

Şekil 6: Portföy Dağılımı



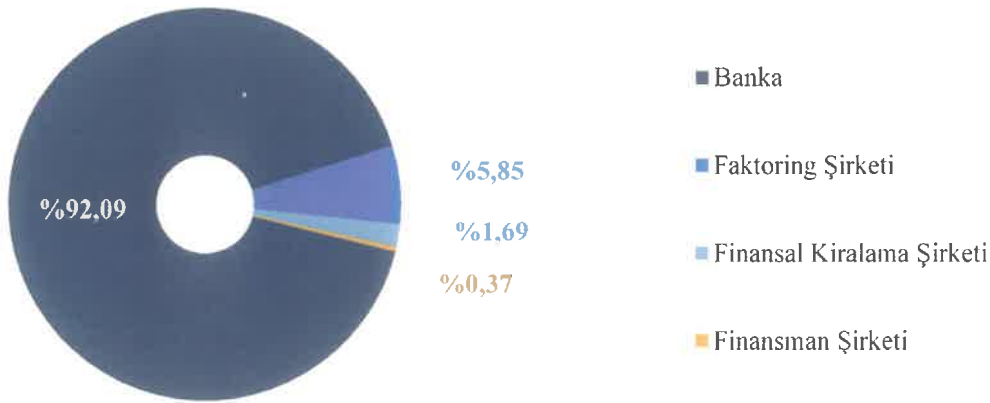
Şirket kurulduğu günden bu yana çeşitli bankalar, faktoring şirketleri, finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketlerinden (bir diğer deyişle, kaynak kuruluşlardan) portföyler temlik almış olup; temlik alınan her portföyü kendi iş süreçlerinden geçirerek tahsil etmeye çalışmaktadır. Şirket kaynak kuruluşun portföy büyüklüğü ve niteliği farketmeksizin, devir aldığı tüm portföylerde maksimum verimlilik ve kârı hedeflemektedir.

30.06.2022 tarihi itibarıyla Şirket'in yönettiği portföyün kaynak kuruluş bazında oransal gösterimine aşağıda yer verilmiştir:

Tablo 4: Portföyün Kaynak Kuruluş Dağılımı

Kaynak Kuruluş Tipi	Portföy İçindeki Oranı (%)
Banka	%92,09
Faktoring Şirketi	%5,85
Finansal Kiralama Şirketi	%1,59
Finansman Şirketi	%0,37
Toplam	%100,00

Şekil 7: Portföyün Kaynak Kuruluş Dağılımı



Şirket'in Portföy Değerleme Süreçleri

Portföy değerlendirme çalışmaları, Şirket'in mali yapısı, tahsilat projeksiyonu, gelir-gider etkisi değerlendirilerek oluşturulduğu için Şirket'in mevcut ve gelecek dönem kârlılığında önemli bir etkidir.

Uzun yılların getirdiği tecrübe ve bilgi birikimi ile Şirket'in portföylerini daha nitelikli ve verimli işleyebilmesi için bünyesinde geliştirmiş olduğu Birikim 360 isimli yazılım sayesinde data işleme, veri analizi ve değerlendirme yetkinliği ile Şirket'in sektör içerisinde daha rekabetçi olmasını sağlamaktadır.

Şirket'in portföy değerlendirme ekibi içerisinde, genel müdür ile tahsilat, hukuk, mali işler, operasyon birim yöneticileri yer almaktadır. İhalelere katılım sağlanıp sağlanmayacağı ve hangi tutarda/tutar aralığında fiyat teklifi yapılacağı ise Şirket yönetim kurulu yetkisindedir.

Bireysel portföylerin değerlemesinde kitlesel olarak Şirket, tarihi boyunca işlediği portföyleri ve genel ekonomik konjonktür dahilinde stres testlerini de göz önünde bulundurmakta; kredi türü, borçlu sayısı ve anapara tutarı dikkate alınarak değerlemeler yapmaktadır. Bu değerlendirme sonucunda çıkan sonuca göre fiyat belirlenmekte ve Şirket'in mali yapısı da dikkate alınarak ihaleye katılınacak olan bedel belirlenmektedir.

Ticari ve kurumsal nitelikli ve/veya teminatlı portföylerin değerlemesinde ise özel inceleme ekipleri dosyaları tek tek inceleyerek Şirket yöneticilerinin yer aldığı ihale komitesine sunmakta ve komite her bir dosya için özel fiyatlama yapmaktadır.

Şirket; hem geçmiş tecrübeleri hem de kullanmakta olduğu Birikim 360 programı sayesinde; merkezi olarak portföylerini takip etmekte ve bir yandan iletişim faaliyetleri ile borçlulardan tahsilat yapmaya çalışırken bir yandan da hukuki işlemleri (maaş haczi, menkul/gayrimenkul haczi, banka hesaplarına haciz, tasarrufun iptali davası vb) ile borçlularla uzlaşmaya çalışmaktadır.

Bu faaliyetlerin yanı sıra borçlular da borçlarını kapatmak adına Şirket ile iletişime geçmektedir. Bunun öncelikli nedeni hukuki işlemlerden kaynaklanmakla birlikte bir diğer önemli etken ise Şirketin temlik almış olduğu borçluları T.C. kimlik numarası bazında günlük ve aylık olarak Türkiye Bankalar Birliği – Risk Merkezi’ne bildirmesidir. Bu bildirimler sonucunda borçluların finansal kuruluşlarla herhangi bir kredi ilişkisi kurması olanaksız hale gelmektedir. Bu sebeple de, herhangi bir borçlunun finansal piyasalara tekrar dönmesi için Şirkete olan borcunu kapatması gerekmektedir.

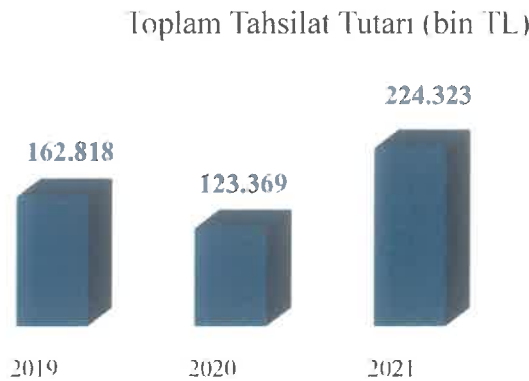
Genel olarak değerlendirme işlemi, kaynak kuruluşun inceleme datalarını iletmesine bağlı olarak ilerlemekle birlikte, VYŞ Yönetmeliği uyarınca bu süre 10 iş gününden az olamaz. Uygulamada ise değerlendirme/inceleme çalışmaları için kaynak kuruluşlar tarafından varlık yönetim şirketlerine ortalama 15 ilâ 20 gün arasında süre tanınmaktadır ve bu süre içerisinde değerlendirme işlemleri tamamlanmaktadır.

Şirket’in Tahsilat Süreçleri

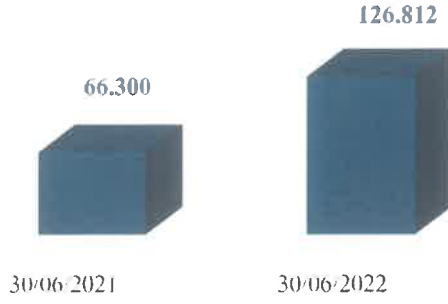
Birikim Varlık, verimli, teknolojiyi etkin kullanan ve sonuç odaklı bir şekilde tahsilat süreçlerini yönetmektedir.

Şirket’in 2019, 2020 ve 2021 yıllarındaki ve 2022/01-2022/06 döneminde brüt tahsilatları sırasıyla, 162,8 milyon TL, 123,4 milyon TL, 224,3 milyon TL ve 126,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2019, 2020 ve 2021 yılları itibarıyla ve 2022/01-2022/06 döneminde Şirket tarafından yapılan tahsilatların tutarlarına aşağıda yer verilmiştir:

Şekil 8: Tahsilat Tutarı



Toplam Tahsilat Tutarı (bin TL)



Şirket 2021 yılının ilk altı ayında 66,3 milyon TL tahsilat gerçekleştirmiş olup 2022 yılının ilk altı ayında tahsilatlarını %91 artırarak 126,8 milyon TL'ye yükseltmiştir.

Şirket'in, devralarak birleştiği Final Varlık da dahil olmak üzere, 2013 ile 2019 yılları arasında devamlı büyümüş, 2020-2022 döneminde ise Birikim 360 yazılımının da etkisiyle devralınan portföylerin tahsilatlarına yoğunlaşmıştır. 2020 yılında meydana gelen Covid-19 nedeniyle tahsilat gelirlerinde beklediği artışı yakalayamamıştır; ancak 2021 ve 2022'de Covid-19 etkilerinin azalması/ ve ülke genelinde normalleşmeye dönülmesinin de etkileriyle, Şirket geliştirmiş olduğu yazılımdan kaynaklı olarak tüm süreçlerini merkezileştirerek takip edilebilir, raporlanabilir, izlenebilir hale getirmiştir., Bu durum sonucunda da tahsilat artırıcı varlıkların tespitinde, işlenmesinde ve gider yönetiminin verimliliği ve etkinliğinde sağladığı gelişmelerle yazılımdan beklediği verimi almaya başlayarak karlılığını önemli ölçüde yükseltmiştir.

Şirketin 2019, 2020 ve 2021 ile 30.06.2021-30.06.2022 dönemleri gelir tablosu "Faiz Gelirleri" kalemine aşağıda yer verilmiştir:

Tablo 5: Faiz Gelirleri

Faiz Gelirleri (bin TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022
Kredilerden Alınan Faizler*	118.983	109.811	316.673	61.471	265.759
Bankalardan Alınan Faizler	2.781	1.794	3.145	1.198	2.588
Menkul Kıymetlerden Alınan Faizler	842	1.765	1.380	493	15.695
Toplam	122.606	113.370	331.198	63.162	284.041

*Kredilerden Alınan Faiz gelirlerinin ayrıntısına aşağıda yer verilmiştir.

Kredilerden Alınan Faizler (bin TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022
Net Tahsilat	112.956	93.842	169.686	51.716	95.153
<i>Brüt Tahsilat</i>	<i>162.818</i>	<i>123.369</i>	<i>224.323</i>	<i>66.352</i>	<i>126.813</i>
<i>Alım Bedeli İtfâ Tutarı</i>	<i>49.862</i>	<i>29.527</i>	<i>54.637</i>	<i>14.636</i>	<i>31.660</i>
Portföy tahsilat projeksiyonlarının indirgenen tutarı (İVO)**	6.027	15.969	156.987	9.755	170.606

Kredilerden Alınan Faizler (bin TL)	118.983	109.811	326.673	61.471	265.759
-------------------------------------	---------	---------	---------	--------	---------

** Şirket temlik almış olduğu portföylerin değerlemelerini tahsili gecikmiş alacakların alımı sırasında ve sonrasında benzer portföylerin göstermiş olduğu performansa uygun olarak yapmakta ve bu çerçevede belirlenen tahsilat projeksiyonlarının net bugünkü değerini hesaplayarak kayıt altına almaktadır. Portföylerin hesaplanan tahsilat projeksiyonlarının net bugünkü değeri ile defter değeri arasındaki pozitif farklar 'kredilerden alınan faizler' kalemi altında gelir olarak, negatif farklar 'beklenen zarar karşılıkları' kalemi altında gider olarak kaydedilmektedir. Gelir ve giderin karşılığı ise bilançoda 'krediler (net)' kaleminde muhasebeleştirilmektedir.

Şirket 2019 yılında 162,8 milyon TL, 2020 yılında 123,3 milyon TL, 2021 yılında ise 224,3 milyon TL tahsilat gerçekleştirmiştir. 2021'in ilk 6 aylık döneminde 66,3 milyon TL tahsilat gerçekleştirirken 2022'nin ilk 6 aylık döneminde tahsilatları 126,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

2019 yılında yapılan tahsilatın %47'si icra yoluyla, %53'ü uzlaşma yoluyla sağlanırken, 2020 yılında bu oran %46'sı icra yoluyla ve %53'ü uzlaşma yoluyla, 2021 yılında %30'u icra yoluyla ve %70'i uzlaşma yoluyla, 2022 yılının ilk altı ayında ise %27'si icra yoluyla %73'ü uzlaşma yoluyla gerçekleşmiştir. Şirket, 2020 yılı öncesinde, daha hızlı tahsilat yapmaya odaklı bir çalışma metodu benimsemişken, 2020 yılı itibarıyla çalışma modelini ve yaklaşımını değiştirmiş ve dosya bazlı fiyatlandırma yöntemiyle en verimli ve en yüksek tahsilatı hedeflemiştir. Bu sebeple güncellenen çalışma modeliyle yapılan tahsilatlarda, borçlularda oluşan gecikme faizlerinin oranı artmıştır. 2019 yılında ortalama anaparanın %2 fazlası oranında gecikme faizi tahsilatı yapılmışken, bu oran 2020 yılında %30'a, 2021 yılında %85'e ve 2022 yılının ilk altı ayı itibarıyla da %111'e yükseltilmiştir. Örnek olarak, 2022 yılında yapılan her 100 TL'lik tahsilatın 53 TL'si gecikme faizinden 47 TL'si anapara olarak oluşmaktadır.

Tablo 6: Tahsilatlar

Yıl	İcra Yoluyla Toplam Tahsilat (TL)	Uzlaşma Yoluyla Toplam Tahsilat (TL)	Toplam (TL)	Tahsil Edilen Gecikme Faizi / Tahsil Edilen Anapara Oranı
2022/06	34.578.153	92.234.716	126.812.869	2.11
2021	66.463.064	156.770.074	223.233.138	1.85
2020	54.803.753	64.679.908	119.483.661	1.30
2019	75.217.772	86.308.517	161.526.289	1.02
Toplam	196.484.590	307.758.499	504.243.089	1.45

Kaynak: Şirket

Yatırım yapılan TGA portföylerinin tahsilat süreçleri takip eden yıllar boyunca sürdürülmektedir. Devralınan tüm portföylerin yönetim ve tahsilat süreçleri 30.06.2022 tarihi itibarıyla devam etmektedir.

Borçlularla uzun soluklu ve güvene dayalı iletişimi yürütmek üzere Birikim Varlık kadrosunda 30.06.2022 itibarıyla 144 personel çalışmaktadır. Birikim 360 isimli yazılım ile de bu iletişim desteklenmektedir; sistem altyapısında tüm görüşme, anlaşma, anlaşmanın bozulması, tekrar anlaşma, ödemeler, borçlunun ödeme gücüne dair değişen bilgiler takip edilmekte ve borçluya özel teklif üretilmesi amacı ile kullanılmaktadır. Bu yaklaşımın iki faydası bulunmaktadır: Birincisi, Şirket'in borçlularının ödeme niyetini ve isteğini arttırmakta hem borçlular hem Birikim Varlık için daha maliyetli olan hukuki süreçlerinin kullanımını minimize etmektedir. İkincisi, Şirket'in borçlularıyla ödeme güçlerine uygun ödeme planları üzerinde anlaşması, Şirket'in uzun vadeli sürdürülebilir nakit akışlarını güçlendirmektedir.

Birikim Varlık alacakları ile ilgili hukuki süreçleri 15 kadrolu avukatı ve Türkiye çapında tüm icra dairelerinde hukuki işlemleri yürüten 80'den fazla sözleşmeli hukuk bürosu ile yönetmektedir.

Şirket, hukuki süreçlerin yönetimi için kendi bünyesinde geliştirmiş olduğu Birikim 360 yazılımı ile Ulusal Yargı Ağı Bilişim Sistemi'ni (UYAP) entegrasyonunu sağlamış ve icra dosyalarında meydana gelen her türlü gelişmeyi anlık takip edebilir, raporlayabilir ve izleyebilir hale gelmiştir. Aynı zamanda Birikim 360 yazılımı manuel ve algoritma tabanlı otomatik görevlendirmelerin gerçekleştirildiği, yapılan işlemlerin sistemden çevrimiçi (online), adım adım takip edilmesini sağlayan ve tüm hukuk masraflarının da yönetildiği bir bilgi işlem sistemidir. Bu sistem aracılığı ile hukuk bürolarının performans yönetimi, performans bazlı iş atamaları da yapılmaktadır. Dolayısıyla, hukuki işlemlerin verimli ve düşük maliyetli bir şekilde yönetimi sağlanmaktadır.

Şirket birtakım hukuki işlem ve süreçlerini, sözleşmeli hukuk büroları ile gerçekleştirmekte olup, hukuk bürolarına; 2019 yılında 3,9 milyon TL, 2020 yılında 2,4 milyon TL, 2021 yılında ise 1,5 milyon TL ödeme yapmıştır. 30.06.2022 itibarıyla ise 1,2 milyon TL tutarında ödeme yapılmış olup; 2022 yıl sonunda toplam 2,8 milyon TL ödeme yapılması bütçelenmiştir. 2022 yılı için yapılan bütçede bir önceki yılın gerçekleşme oranına göre %87 artış öngörülmüştür. Artışın en önemli iki nedeni aşağıdaki gibidir:

2021 yılının ilk yarısında Covid-19 sebebiyle kısıtlı hukuki işlem yapılabilmesi,

Avukat ücret tarifesinde meydana gelen ve meydana gelmesi öngörülen artışlar.

Hukuk bürolarına yapılan ödemelerin 2019 yılına göre azalmasındaki temel etkenler aşağıdaki gibidir:

- Birikim 360 ve UYAP entegrasyonu ile Şirket hukuki işlemlerinin, hukuk bürolarına ihtiyaç olmaksızın icra dosyalarına işlem emri girilerek gerçekleştirilmesi,
- Yapılan/yapılmayan işlemlerin ve görevlerin aktif bir şekilde takip edilmesi,
- Birikim 360 ve UYAP entegrasyonu ile icra / dava dosyalarına Şirket tarafından hâkim olunmasıdır.

Şirket işlemlerinde çalışacağı hukuk bürolarının seçiminde öncelikle ilgili hukuk bürosunun banka ve varlık yönetim şirketi alanlarında iş deneyimi olup olmadığına dikkat etmektedir. Seçilen hukuk büroları ile ise Şirket'in hukuk birimi yöneticileri görüşme gerçekleştirmekte ve ilgili hukuk bürosu ile çalışılmaya karar verirse, söz konusu hukuk bürosu ile vekalet ilişkisi kurularak, hukuk bürosuna öncelikle deneme işleri yaptırılmaktadır. Eğer hukuk bürosu deneme sürecinde başarılı olursa, talep edilen / atanan işlerin sayısı, iş yoğunluğuna göre, artırılmakta ve devam eden süreçte hukuk bürolarının performans takibi kriterleri değerlendirilerek izlenmeye başlamaktadır. Performans takibi kriterleri ise; atanan işlerin yapılma süresi, gecikme süresi, işin gereğince gerçekleştirilip gerçekleştirilmediği gibi unsurları kapsamaktadır.

4.5.Finansal Tablolar

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 tarihli yıllık solo finansal tabloları ve özel bağımsız denetimden geçmiş 01.01.2022-30.06.2022 tarihli ara dönem finansal tabloları BDDK düzenlemeleri uyarınca hazırlanmış olup; finansal durum ve gelir tablosuna aşağıda yer verilmiştir:

Tablo 7: Seçilmiş Kalemlerden Oluşan Bilanço

Bilanço Aktif Kalemleri (bin TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Finansal Varlıklar (Net)	31.176	20.094	93.791	68.494
Nakit ve Nakit Benzerleri	21.541	10.010	53.162	14.124
Bankalar	21.541	10.010	53.162	14.124
Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar Zarara Yansıtılan Finansal Varlıklar	9.635	10.084	40.629	54.370
Diğer Finansal Varlıklar	9.635	10.084	40.629	54.370
Krediler (Net)	197.231	154.561	216.933	441.225
Donuk Alacaklar	246.634	250.579	413.353	689.681
Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	-49.403	-96.018	-196.420	-248.456
12 Aylık Beklenen Zarar Karşılığı (Birinci Aşama)	-11.493	-17.068	-17.396	-17.267
Temerrüt (Üçüncü Aşama/Özel Karşılık)	-37.910	-78.950	-179.024	-231.189
Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Duran Varlıklar (Net)	17.748	12.668	12.252	14.733
Satış Amaçlı	17.748	12.668	12.252	14.733
Ortaklık Yatırımları	0	18.860	18.860	18.860
İştirakler (Net)	0	18.860	18.860	18.860
Özkaynak Yöntemine Göre Değerlenenler	0	0	0	0
Konsolide Edilmeyenler	0	18.860	18.860	18.860
Maddi Duran Varlıklar (Net)	3.108	2.327	1.108	731
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	2.649	2.615	2.393	2.267
Diğer	2.649	2.615	2.393	2.267
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (Net)	22.000	0	0	0
Cari Dönem Vergi Varlığı	2.386	2.602	4.158	5.347
Diğer Aktifler	2.337	20.850	51.795	53.314
AKTİF TOPLAMI	278.635	234.577	401.290	604.972

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço Pasif Kalemleri (bin TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
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
Bonolar	52.796	41.741	34.515	42.898
Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler	5.941	0	0	0
Finansal Kiralama	6.351	0	0	0
Ertelenmiş Finansal Kiralama Giderleri (-)	-410	0	0	0
Karşılıklar	2.629	2.984	2.647	2.177
Çalışan Hakları Karşılığı	1.265	1.349	1.288	1.956
Diğer Karşılıklar	1.364	1.635	1.359	221
Cari Vergi Borcu	1.579	1.048	5.658	7.610

Ertelenmiş Vergi Borcu	2.970	3.140	27.224	70.655
Diğer Yükümlülükler	11.994	12.494	51.333	15.349
Özkaynaklar	68.828	70.237	231.771	373.883
Ödenmiş Sermaye	40.000	40.000	40.000	50.000
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	4.368	47	88	88
Kâr Yedekleri	20.688	17.600	18.179	22.659
Yasal Yedekler	20.688	17.600	18.179	22.659
Kâr veya Zarar	3.772	12.590	173.504	301.136
Geçmiş Yıllar Kâr veya Zararı	474	6.859	12.011	159.028
Dönem Net Kâr veya Zararı	3.298	5.731	161.493	142.108
PASİF TOPLAMI	278.635	234.577	401.290	604.972

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in aktif toplamının 2021 yılında önceki yıla göre %71 artarak 401.290 bin TL'ye, 2022 yılının ikinci çeyreğinde ise 2021 yıl sonuna göre %51 artarak 604.972 bin TL'ye ulaştığı görülmektedir.

Tablo 8: Seçilmiş Kalemlerden Oluşan Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu (bin TL.)	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
Kredilerden Alınan Faizler	118.983	109.811	326.673	61.471	265.758
Bankalardan Alınan Faizler	2.781	1.794	3.145	1198	2.588
Menkul Değerlerden Alınan Faizler	842	1.765	1.380	493	15.695
Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar Zarara Yansıtılanlar	842	1.765	1.380	493	15.695
Faiz Giderleri (-)	-48.202	-26.097	-20.165	-11.017	-11.507
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	-36.466	-14.534	-12.152	-6.335	-5.571
Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	-1.260	-889	-487	-242	-1347
İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	-8.962	-9.359	-7.525	-4.439	-4.588
Diğer Faiz Giderleri	-1.514	-1.315	-1	0	0
NET FAİZ GELİRİ / GİDERİ	74.404	87.273	311.033	52.144	272.534
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Giderleri (-)					
Verilen Ücret ve Komisyonlar	-4.017	-3.114	-2.349	-1.274	-1.929
Diğer	-4.017	-3.114	-2.349	-1.274	-1.929
Personel Giderleri (-)	-25.418	-16.045	-18.427	-7.602	-12.928
Ticari Kar / Zarar (Net)	12	9	0	0	0
Kambiyo İşlemleri Kârı/Zararı	12	9	0	0	0
Diğer Faaliyet Gelirleri	5.463	3.767	12.657	7.764	4.699
FAALİYET BRÜT KARI / ZARARI (-)	50.444	71.890	302.915	51.031	262.376
Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	-27.767	-48.608	-91.819	-26.284	-55.979
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-18.477	-15.722	-20.552	-6.636	-14.982
NET FAALİYET KARI / ZARARI (-)	4.200	7.560	190.544	18.112	191.415

SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ 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
Cari Vergi Karşılığı	-772	-579	-4.977	-1.039	-5.877
Ertelenmiş Vergi Gider Etkisi	-130	-1.250	-24.075	-2.850	-43.430
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM NET KARI / ZARARI (-)	3.298	5.731	161.493	14.223	142.108
DÖNEM NET KARI / ZARARI (-)	3.298	5.731	161.493	14.223	142.108

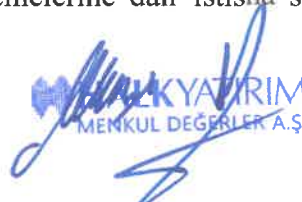
Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirketin 74,4 milyon TL olan net faiz geliri 2020 yılında 2019 yılına göre %17 artışla 87,2 milyon TL'ye yükselmiş, 2021 yılında ise 2020 yılına göre %256 artışla 331,03 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 30.06.2021'de 52,1 milyon TL olan net faiz geliri ise %423 artış göstererek 30.06.2022'de 272,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

14.07.2021 tarihli 31541 sayılı Resmi Gazete yayınlanan Varlık Yönetim Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları ile Devralınacak Alacaklara İlişkin İşlemler Hakkında Yönetmelik'in 13. maddesinin 3. bendinde belirtildiği üzere temlik edilen alacakların değerlemeleri, finansal tablo hazırlama tarihinden itibaren 10 yıllık nakit akış beklentileri üzerinden hesaplanmaktadır. Birikim Varlık tarafından mevzuattaki ilgili bendin yayınlanmasının öncesinde, değerlendirme hesaplamaları 5 yıllık nakit akış beklentileri üzerinden gerçekleştirilmiştir. Söz konusu vade değişimi sonucu portföy alacaklarına dair iç verime konu olarak tahsilatı beklenen tutarlara ilişkin nakit akışlarında farklılık oluşmuştur. 2021 ve 2022 yılında önceki yıllara nazaran gelirlerin ve karlılığın artmasındaki en önemli gelişmelerin başında yasal düzenleme gerekçe gösterilebilmektedir. Şirket'in 2021 yılındaki 5 yıllık tahsilat projeksiyonu 364,4 milyon TL iken 10 yıllık tahsilat projeksiyonu 754,9 milyon TL olmuştur. Bunun etkisi sonucunda; beklenen tahsilatların iç verim oranıyla indirgenmesiyle elde edilen gelir 2020 yılında 15,9 milyon TL iken 2021 yılında 157,0 milyon TL olmuştur. 30.06.2022 itibarıyla ilgili gelir kalemi yeni portföy alımlarının da etkisiyle 170,6 milyon TL olmuştur. Bunun yanında Şirket'in, Birikim 360 yazılımının etkisiyle işlemekte olduğu tahsili gecikmiş alacak portföyünün tüm süreçlerini merkezileştirmesi ve takip edilebilir, raporlanabilir, izlenebilir hale getirmesi ve bu durumun tahsilat artırıcı varlıkların tespiti, işlenmesi ve etkinliğinde sağladığı gelişmeler ile tahsilatlarını önemli artırmış olması net faiz gelirinin artmasındaki bir diğer etkindir.

Varlık yönetim şirketleri, işlemleri nedeniyle doğmuş veya doğması beklenen, ancak miktarı kesin olarak belli olmayan zararlarını karşılamak amacıyla, devraldıkları toplam alacakları ile diğer varlıklarını Türkiye Muhasebe Standartları çerçevesinde belirlenen usul ve esaslara uygun olarak değerler ve karşılığa tabi tutarlar. Şirket tarafından devralınan alacaklara ilişkin olarak değerlendirme yapılırken, 2020 yılı ve öncesinde 5 yıllık nakit akışları beklentileri veri olarak kullanılmıştır. 14.07.2021 tarihli 31541 sayılı Resmi Gazete yayınlanan Varlık Yönetim Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları ile Devralınacak Alacaklara İlişkin İşlemler Hakkında Yönetmelik'in 13. maddesinin 3. bendi uyarınca ise nakit akış beklentileri 10 yıla çıkarılmıştır ve 2021 ve 2022/06 aylık dönemlere ilişkin finansal tablolarda finansal tablo hazırlama tarihinden itibaren 10 yıl içindeki beklenen nakit akışları dikkate alınmıştır.

Ek olarak 2021 yılı Ekonomik Reform Paketi ile varlık yönetim şirketlerine tanınan 5 yıllık damga, harç ve Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu ödemelerine dair istisna süresiz hale getirilmiştir.


ALİ KAYA
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2019, 2020, 2021 yıl sonları ve 2022 yılı ikinci çeyrek itibarıyla Şirket'in toplam TGA portföy tutarlarına aşağıda yer verilmiştir:

Tablo 9: Portföy Durumu

Portföy (Bin TL)	2019	2020	2021	30.06.2022
Dönem Başı Bakiye	226.639	197.231	154.561	216.933
Dönem İçi Girişler (*)	12.428	32	0	115.289
Dönem İçindeki Maliyetler, net	(21.442)	(10.333)	(8.611)	(5.737)
Beklenen Zarar Karşılıkları (-) (**)	(26.421)	(46.615)	(116.819)	(55.865)
Kredilerden Alınan Faizler (***)	6.027	14.246	187.802	170.605
Toplam	197.231	154.561	216.933	441.225

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

(*) Şirket'in 2019, 2020, 2021 yıllarında ve 2022 yılının ilk yarısında bankalar ve finans kuruluşlarından satın aldığı kredi portföylerine ilişkin alım bedelleridir.

(**) Maliyet bedeliyle muhasebeleştirilen tahsili gecikmiş alacaklar için ayrılan karşılığı ifade etmektedir.

(***) 14.07.2021 tarihinde yayımlanan VYŞ Yönetmeliği madde 13/3 uyarınca finansal tablolar hazırlanırken 5 yıl olan beklenen nakit akışları süresi 10 yıla çıkarılmıştır. Şirket, takipteki kredi alacaklarından yapmış olduğu tahsilatların kredi alacağı maliyetini (tahsili gecikmiş alacağın alım bedeli) aşan kısmını kredilerden alınan faiz geliri olarak muhasebeleştirmiştir. Ayrıca tahsili gecikmiş alacaklardan beklenen tahsilat gelirlerinin net bugünkü değeri ile kayıtlı defter değeri arasındaki 30.06.2022 dönemi itibarıyla oluşan 170.605 bin TL fark, kredilerden alınan faiz geliri olarak muhasebeleştirilmiştir (31.12.2021: 187.802 TL, 31.12.2020: 14.246 bin TL, 31.12.2019: 6.027 bin TL).

Tablo 10: Kredi ve Alacaklar

Kredi ve Alacaklar	2019	2020	2021	30.06.2022
12 Ay Beklenen Zarar Karşılığı	(11.493)	(17.068)	(17.396)	(17.267)
Kredi Riskinde Artış	0	0	0	0
Temerrüt	(37.910)	(78.950)	(179.024)	(231.189)
Toplam	(49.403)	(96.018)	(196.420)	(248.456)

Şirket'in yönetmekte olduğu tahsili gecikmiş alacak portföyünün tamamı yurtiçi kredilerden oluşmaktadır.

Tablo 11: Segmentlere Göre Portföy Satış Durumu

Yıl	Bireysel	Ticari	Genel Toplam
2011	1.152.626.000		1.152.626.000
2012	2.289.852.309	923.114.000	3.212.966.309
2013	1.824.796.554	838.522.245	2.663.318.799
2014	4.141.455.437	1.749.714.402	5.891.169.838
2015	1.807.472.834	427.944.225	2.235.417.060
2016	5.225.474.704	2.416.643.794	7.642.118.498
2017	6.587.519.204	3.263.979.380	9.851.498.584
2018	4.177.322.213	3.360.164.906	7.537.487.119
2019	5.496.407.312	4.544.345.325	10.040.752.637
2020	823.094.125	2.612.704	825.706.829
2021	3.652.957.711	1.656.108.836	5.309.066.547
2022/06	3.290.461.879	1.339.279.741	4.629.741.620
Genel Toplam	40.469.440.282	20.522.429.558	60.991.869.840

Kaynak: Şirket

Tablo 12: Rasyolar

Rasyolar	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Faaliyet Brüt Kar Marjı (%)	41,14%	63,41%	91,46%	96%
Faaliyet Brüt Karı Zararı Değişimi (%)	-34,67%	42,51%	321,36%	-62,5%
Net Faaliyet Kar Marjı (%)	3,43%	6,67%	57,53%	-67,39%
Net Faaliyet Karı Zararı Değişimi (%)	-76,67%	80,00%	2420,42%	-59,0%
Net Kar Marjı (%)	2,69%	5,06%	48,76%	50,03%
ROA	1,16%	2,23%	50,79%	50%
ROE	8,25%	14,33%	403,73%	96%

Şirket, Birikim 360 yazılımının etkisiyle işlemekte olduğu tahsili gecikmiş alacak portföyünün tahsilat verimliliğini artırmaya çalışmaktadır. 2020 yılında meydana gelen Covid-19 nedeniyle tahsilat gelirlerinde beklediği artışı yakalayamamıştır; ancak 2021 ve 2022’de Covid-19 etkilerinin azalması ve ülke genelinde normalleşmeye dönülmesinin de etkileriyle, Şirket geliştirmiş olduğu yazılımdan kaynaklı olarak tüm süreçlerini merkezileştirmiş ve takip edilebilir, raporlanabilir, izlenebilir hale getirmiş ve bu durum sonucunda tahsilat artırıcı varlıkların tespiti, işlenmesi ve etkinliğinde sağladığı gelişmelerle yazılımdan beklediği verimi almaya başlayarak tahsilatlarını önemli ölçüde artırmıştır.

Düzeltilmiş FVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK hesaplamasına ilişkin detaylar aşağıda yer almaktadır.

Tablo 13: Düzeltilmiş FVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK

Birikim Varlık Yönetimi A.Ş. Düzeltilmiş FVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK (bin TL)	2019	2020	2021	30.06.2021	30.06.2022	Yıllıklandırılmış
Dönem net karı	3.298	5.731	161.494	14.225	142.110	289.379
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı	902	1.829	29.051	3.889	49.307	74.469
KKDF vergi cezası	0	0	238	0	0	238
İdari para cezası	27	1.166	181	180	1.244	1.245
Bankalardan alınan faizler	-3.623	-3.559	-4.526	-1.691	-18.283	-21.118
Kullanılan kredilere verilen faizler	36.466	14.534	12.152	6.335	6.919	12.736
İhraç edilen menkul kıymetlere verilen faizler	8.962	9.359	7.525	4.439	4.588	7.674
Ticari kar/zarar (Net)	-12	-9	0	0	0	0
Yabancı para alacakların değerlemesi	0	0	0	0	0	0
Düzeltilmiş FVÖK	46.020	29.051	206.115	27.377	185.885	364.623
Dönem İçi Net Tahsilat	112.956	93.842	169.686	51.716	95.153	213.123
Dönem İçi Brüt Tahsilat	162.818	123.369	224.323	66.352	126.813	284.784
Dönem İçi Tahsilatın İfta Olan Alım Bedeli	-49.862	-29.527	-54.637	-14.636	-31.660	-71.661

Kredilerden Alınan Faizler	-	-	-326.673	-61.471	-265.759	-530.961
Beklenen Zarar Karşılıkları	118.983	109.811	91.819	26.284	55.979	121.514
Giderleri (-)						
Maddi duran varlık amortisman giderleri	1.055	1.199	1.108	601	377	884
Maddi olmayan duran varlık itfa giderleri	335	248	264	137	126	253
Kiralanın gayrimenkul ve taşıtlar için ödenen kira tutarı	-1.833	-1.464	-1.528	-767	-915	-1.676
Düzeltilmiş FAVÖK	67.317	61.673	140.791	43.877	70.846	167.760

Toplam tahsilat gelirleri	112.956	93.842	169.686	51.716	95.153	213.123
Diğer faaliyet gelirleri - Diğer	5.463	3.767	12.657	7.764	4.699	9.592
Toplam gelirler	118.419	97.609	182.343	59.480	99.852	222.715

Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (Düzeltilmiş FAVÖK / Toplam gelirler)	57%	63%	77%	74%	71%	75%
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (Düzeltilmiş FAVÖK / Dönem İçi Net Tahsilat)	59,6%	65,7%	83,0%	84,8%	74,5%	78,7%

Kaynak: Şirket

Düzeltilmiş FVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK hesaplamasına ilişkin ekleme – çıkarma yöntemi kalemleri aşağıda yer almaktadır.

Tablo 14: Düzeltilmiş FVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK için Ekleme – Çıkarma Yöntemi

Birikim Varlık Yönetimi A.Ş. Düzeltilmiş FVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK (bin TL)	2019	2020	2021	30.06.2021	30.06.2022	Yıllıklandırılmış
Ekleme ve Çıkarma Toplamı	64.019	55.942	-20.703	29.652	-71.264	-121.619
Kredilerden Alınan Faizler	-118.983	-109.811	-326.673	-61.471	-265.759	-530.961
Dönem İçi Net Tahsilat	112.956	93.842	169.686	51.716	95.153	213.123
Dönem İçi Brüt Tahsilat	162.818	123.369	224.323	66.352	126.813	284.784
Dönem İçi Tahsilatın İtfa Olan Alım Bedeli	-49.862	-29.527	-54.637	-14.636	-31.660	-71.661
Amortisman ve İtfa Giderleri	1.390	1.447	1.372	738	503	1.137
Faiz Giderleri	45.428	23.893	19.915	10.774	11.507	20.648
Bankalardan ve Menkul Kıymetlerden Alınan Faizler	-3.623	-3.559	-4.526	-1.691	-18.283	-21.118
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı	902	1.829	29.051	3.889	49.307	74.469
Beklenen Zarar ve Karşılık Giderleri	27.767	48.608	91.819	26.284	55.979	121.514
Diğer Ekleme ve Çıkarma Toplamı	-1.818	-307	-1.347	-587	329	-431
Düzeltilmiş FAVÖK	67.317	61.673	140.791	43.877	70.846	167.760

Kaynak: Şirket

Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderleri kalemlerinden personel giderleri 2018-2020 yılları dönemlerinde azalış göstermiş, personel giderlerinin azalmasındaki sebepler ise yazılım yatırımları sonucu ihtiyaç duyulan personele olan ihtiyacın azalması ve 2020 yılında tüm dünyada etkisini gösteren

Covid-19 pandemisi çerçevesinde Türkiye’de Kısa Çalışma Ödeneği teşviğinin uygulamaya geçmesidir. Giderlere ait detaylar aşağıda yer almaktadır.

Tablo 15: Giderler

Giderler (Bin TL)	2019	2020	2021	30.06.2022
Personel Sayısı	206	208	137	144
Personel	25.418	16.045	18.427	12.928
Dava ve Mahkeme	5.924	1.315	1.372	1.601
Genel İşletme	1.389	2.264	3.025	1.989
Vergi, Resim ve Harçlar	763	1.281	8.128	5.161
Haberleşme	1.709	1.572	1.949	892
Kiralama	1.444	1.078	1.125	653
Danışmanlık	2.047	313	628	483
Denetim ve Müşavirlik	422	2.622	1.777	1.412
Diğer	3.388	3.849	1.438	2.289
Amortisman	1.391	1.428	1.109	502
Toplam	43.895	31.767	38.978	14.982
Faaliyet Giderleri Değişim Oranı (%)	-9%	-28%	23%	-28%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

5. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

Varlık yönetim sektörü dünyada olduğu gibi Türkiye’de de genç olarak nitelendirilebilecek, 19 yıllık geçmişe sahip bir sektördür. BDDK lisansı ile faaliyet gösteren varlık yönetim şirketleri, Bankacılık Kanunu ve VYŞ Yönetmeliği ile BDDK düzenleme ve denetimine tabi olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.

30.06.2022 itibarıyla Türkiye’de 23 varlık yönetim şirketi aktif olarak faaliyet göstermektedir. (Kaynak: <https://www.bddk.org.tr/Kurulus/Liste/82>)

Sektörün temel olarak fayda sağladığı bankalar ve borçlular olmak üzere iki ana grup bulunmaktadır:

- Bankalara sağlanan temel faydalar 3 başlıkta toplanabilir; (i) banka bilançolarının sorunlu kredilerden arındırılması ile TGA rasyolarının düşmesi, sermaye yeterlilik rasyolarının güçlenmesi, kredi notlarının olumlu etkilenmesi ve fonlama maliyetlerinin de iyileştirilmesi, (ii) TGA dosyalarının hem tahsilat hem de hukuki takip gibi operasyonel yükünün bankalardan devir alınması ve (iii) bankaların esas faaliyet kolu olan mevduat toplama ve kredi tahsisi vb alanlarına odaklanmasında yardımcı olunması.
- Borçlular için sağlanan faydalar ise 3 ana başlıkta toplanabilir; (i) indirim olanakları olan esnek ve uzun vadeli borç yapılandırmalarının yapılması, (ii) vergi istisnaları sayesinde daha düşük maliyetli çözüm olanaklarının sunulması (iii) borçluların finansal sisteme geri kazandırılması.

5.1.Bankacılık Sektörü Büyüyen TGA Büyüklüğü

Varlık yönetim sektörü kuruluşundan bugüne yüksek bir ivme ile büyümüştür. Finansal Kurumlar Birliği’nden temin edilen 30.06.2022 tarihli Özet VYŞ Sektör Raporu’na göre 2011 - 2022/06 dönemi arasında yaklaşık 76,2 milyar TL tutarında TGA satışı gerçekleşmiştir.

Finansal Kurumlar Birliği’nden temin edilen 30.06.2022 tarihli Özet VYŞ Sektör Raporu’na göre çözümlenen alacaklar sonrasında 63,5 milyar TL yönetilmeye devam

eden kalan anapara tutarı, yaklaşık 3,4 milyon bireysel nitelikli müşteri sayısı, yaklaşık 500 bin ticari nitelikli müşteri sayısı bulunmaktadır.

PwC Türkiye tarafından Mayıs 2021’de hazırlanan “Türkiye Tahsili Gecikmiş Alacaklar (TGA) Satış Piyasası” raporuna göre önümüzdeki 3 yıl içinde 70 milyar TL’den fazla TGA portföyü satışı tahmin edilmektedir. (Kaynak: <https://www.strategyand.pwc.com/tr/tr/pdf/turkiye-tahsili-gecikmis-alacaklar-tga-satis-pazari-tr.pdf>)

Bankacılık Sektörü takipteki alacaklar kalemi 2019 yılında 151 milyar TL, 2020 yılında 153 milyar TL, 2021 yılında 160 milyar TL ve 30.06.2022’de 160,9 milyar TL olarak gerçekleşirken beklenen zarar karşılıkları kalemi 2019 yılında 143,5 milyar TL, 2020 yılında 198,6 milyar TL, 2021 yılında 258,1 milyar TL ve 30.06.2022’de 294,2 milyar TL olmuştur. (kaynak: <https://www.bddk.org.tr/>)

2022 yılında beklenen TGA satışları başlamış olup; 30.06.2022 itibarıyla yaklaşık 4 milyar TL anapara tutarında TGA satışı gerçekleşmiştir. 2022 yılının kalanında ve ilerleyen yıllarda satışların artarak devam etmesi beklenmektedir.

Sektör, yakaladığı büyüme ivmesini önümüzdeki yıllarda da korumasını destekleyen güçlü dinamiklere sahiptir. Bu dinamikler kısaca aşağıda özetlenmiştir;

1. **Büyüyen bankacılık sektörünün TGA hacminin arttığı görülmektedir.** 2014 yıl sonu itibarıyla 36,4 milyar TL olan TGA tutarı 30.06.2022 itibarıyla 4,44 kat yükselerek 160,9 milyar TL’ye çıkmıştır. (Kaynak: <https://www.bddk.org.tr/>)

Bankaların TGA portföyü satışları 2008 yılında başlamıştır. Bu dönemde kamu bankaları ise sadece 2 kez satış gerçekleştirmiştir. Gelecek dönemde kamu bankalarının TGA satışlarına başlamaların sektörün büyümesi açısından önemli bir fırsat yaratacağı düşünülmektedir.

TGA satışları artık belirli bir sistem ve süreç dahilinde gerçekleştirilmekte olup; finansal sistemin ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir. Amerika ve Avrupa gibi daha gelişmiş ve uzun tarihçesi olan varlık yönetim sektörüne sahip pazarlar dikkate alındığında TGA satış süreçlerinin portföyün daha erken gecikme dönemlerine doğru genişlemesi beklenebilir. Türkiye’de de “forward flow” adı verilen, erken dönem kredi alacaklarının belli standartlarla oluştuğu zaman almayı varlık yönetim şirketlerinin garanti ettiği satış yöntemi ile satılan portföyler olmuştur. Şirket’in bu yöntemle satın aldığı bir portföy bulunmamaktadır.

2. **Regüle edilen bir sektör olması, sektörün işleyişine güveni arttırmaktadır.** Bu güven, sektörün sürdürülebilirliğini ve güçlü nakit akışını desteklemektedir. Regülasyon, beklenen yüksek standartları sağlayan varlık yönetim şirketleri için uygun bir yatırım ortamı sağlamaktadır. Yüksek operasyonel, finansal ve kurumsal yönetim standartları aynı zamanda yüksek bir sektöre giriş bariyeri de oluşturmaktadır. Birikim Varlık regülasyonlar ile uyumlu bir şekilde ve yüksek standartlarla çalışmaktadır. BDDK tarafından 14.07.2021 tarihinde Resmî Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe konulan VYŞ Yönetmeliği ile, mevcut standartlar daha da yükseltilmiştir. Bu standartlar aynı zamanda söz konusu düzenlemelere uymakla yükümlü olan varlık yönetim şirketlerinin itibarını yükselten ve koruyan bir etkiye sahiptir.

3. **Finansal ekosistemin sağlıklı çalışması için önemli bir fonksiyonu yerine getirmektedir.** Bankacılık sektörü bilançolarına bakıldığında, banka

bilançolarının %50'sinden fazlasını sağlıklı ve canlı kredi müşterilerinin oluşturduğu görülmektedir (Kaynak: <https://www.bddk.org.tr/>). Takipteki kredilerle, yani borçlarını ödemekte zorlanan müşterilerle, canlı kredi müşterilerinin bankalarda aynı operasyonel süreçler dahilinde takip edilmesinin, takipteki borçlularla uzun vadeli, esnek, indirimli vb. yeniden yapılandırmalar sağlanabileceği için, canlı kredili müşteri davranışlarında sorunlara yol açma riski söz konusu olabilmektedir. Ancak takipteki kredilerin ve bu borçlara ilişkin yapılandırmaların, varlık yönetim şirketleri bilançolarında, hep benzer müşterilerin olduğu şirket çatısı altında yapılması durumunda ise, müşteri davranış riski minimize edilmektedir.

- 4. Sektör hem ekonomik daralma hem de büyüme dönemlerinde karlı bir iş modeline sahiptir.** Ekonomik daralma dönemlerinde TGA hacmi ve dolayısıyla, TGA arzı artmaktadır. Örnek olarak; bankacılık bilançolarında 2017 yılı TGA oranı %3 iken, 2018 yılında bu oran %3,88'e yükselmiştir (TGA'lar yaklaşık %30 artış göstermiştir). Bu dönemi takip eden 2019 yılında ise TGA satışı bir önceki yıla göre %33 artış göstermiştir. Bu dönemler varlık yönetim şirketleri için yatırım fırsatlarının arttığı bir dönem olarak ortaya çıkmaktadır. Banka bilançolarında artan TGA'ların çözülmesi için 2020 yılında da satış beklenmekteyken Covid-19 döneminde alınan ekonomik tedbirler ve BDDK tarafından getirilen kredi sınıflandırmasına ilişkin borç erteleme tedbirleri ile bu süreç belirli bir süre ile ertelenmiş olup; 2021 yılsonunda TGA satışları tekrar artmaya başlamıştır. 2021 yılı Eylül – Aralık arası dönemde 4,3 milyar TL tutarında TGA satışı gerçekleşmiştir. 2022 yılının ilk altı ayında yaklaşık 4 milyar TL'lik TGA satışı gerçekleşmiş olup; satışların artacağı tahmin edilmektedir. (Kaynak: <https://www.bddk.org.tr/>, <https://www.kap.org.tr/> sektörde faaliyet gösteren VYŞ'lerin bağımsız denetim raporları)

Ekonomik toparlanma ve takip eden büyüme dönemlerinde ise tahsilat performansındaki artış portföy ve şirket karlılığı üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır.

Sektörün temel büyüme dinamiklerine ek olarak 2021, Mart ayında açıklanan Reform Paketi'ndeki iki başlığın da mevcut ve yeni oluşacak TGA stoğunun çözümüne ek bir ivme kazandırdığı gözlemlenmektedir. Bu paket kapsamındaki 2 başlık Varlık Yönetim Sektörü için çok önemlidir: (i) Bankacılık Aktif Kalitesinin Arttırılması (ii) Varlık Yönetim Şirketlerinin Kapasitesinin Güçlendirilmesi. Reform Paketi ile finans sektörünün alacak satışlarının daha da kolaylaşarak artması ve aynı zamanda sektöre yabancı yatırımcı ilgisinin artması beklenmektedir.

Reform paketi ile birlikte;

- VYŞ'lere daha önce beş yıl süre ile tanınmış olan damga vergisi, harç ve Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu Kesintisi istisnası, süresiz hale getirilmiştir.
- VYŞ'lerin Finansal Kurumlar Birliği'ne üye olması sağlanmıştır.
- VYŞ'lerin daha güçlü bir yapı içerisinde faaliyet göstermeleri için 14 Temmuz 2021 tarihinde Resmi Gazete'de VYŞ Yönetmeliği yayımlanmış olup, anılan yönetmelikle VYŞ'lerin; zorunlu ödenmiş sermayelerinin artırılarak daha güçlü bir mali yapıya sahip olmaları, mali ve finansal işleyişleri ile müşteri ilişkilerinde uygulanacak esaslar ve TGA satış süreçlerinin dizayn edilmesiyle daha sağlam bir yapı içinde yer almaları sağlanmıştır.

Tablo 16: Varlık Yönetim Şirketleri Konsolide Bilançosu

BDDK Varlık Yönetim Şirketleri Finansal Bilgileri	2021			2022/06		
	TP	YP	Toplam	TP	YP	Toplam
Bilanço (milyon TL)						
I. Nakit Değerler Ve Merkez Bankası	0	0	0	0	0	0
II. Gerçeğe Uygun D Farkı K/Za Yansıtılan Fv (Net)	97	0	97	134	47	181
2.1 Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar	43	0	43	16	47	64
2.2 Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar/Zarara Yansıtılan O. Sınıflandırılan Fv	51	0	51	116	0	116
2.3 Alım Satım Amaçlı Türev Finansal Varlıklar	3	0	3	1	0	1
III. Bankalar Ve Diğer Mali Kuruluşlar	612	106	718	722	238	960
IV. Para Piyasalarından Alacaklar	0	0	0	0	0	0
V. Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar (Net)	0	0	0	0	0	0
VI. Krediler (Net)	4.202	54	4.256	5.028	56	5.084
6.1 Krediler	730	0	730	1.387	0	1.387
6.2 Takipteki Krediler	5.046	274	5.321	5.063	328	5.391
6.3 Özel Karşılıklar (-)	1.574	221	1.795	1.422	272	1.694
VII. Faktoring Alacakları	0	0	0	0	0	0
VIII. Vadeye Kadar Elde Tutulacak Yatırımlar (Net)	0	0	0	0	0	0
IX. İştirakler (Net)	19	0	19	19	0	19
X. Bağlı Ortaklıklar (Net)	28	0	28	8	0	8
XI. Birlikte Kontrol Edilen Ortaklıklar (Net)	0	0	0	0	0	0
XII. Kiralama İşlemlerinden Alacaklar (Net)	0	0	0	0	0	0
XIII. Riskten Korunma Amaçlı Türev Fv	0	0	0	0	0	0
XIV. Maddi Duran Varlıklar (Net)	208	0	208	253	0	253
XV. Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	59	0	59	70	0	70
XVI. Vergi Varlığı	23	0	23	22	0	22
16.1 Cari Vergi Varlığı	35	0	35	29	0	29
16.2 Ertelenmiş Vergi Varlığı	-11	0	-11	-7	0	-7
XVII. Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklar (Net)	421	0	421	141	0	141
XVIII. Diğer Aktifler	247	5	252	563	4	567
XIX. Aktif Toplamı	5.917	164	6.081	6.963	345	7.308
I. Mevduat	0	0	0	0	0	0
II. Alım Satım Amaçlı Türev Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0
III. Alınan Krediler	1.345	0	1.345	1.388	0	1.388
IV. Para Piyasalarına Borçlar	15	0	15	45	0	45
V. İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	469	0	469	329	0	329
VI. Fonlar	0	0	0	0	0	0
VII. Muhtelif Borçlar	452	11	463	390	427	817
VIII. Diğer Yabancı Kaynaklar	12	7	20	14	1	15

IX. Faktoring Borçları	0	0	0	0	0	0
X. Kiralama İşlemlerinden Borçlar (Net)	17	0	17	39	0	39
XI. Riskten Korunma Amaçlı Türev Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0
XII. Karşılıklar	96	0	96	99	0	99
XIV. Vergi Borcu	426	0	426	606	0	606
14.1 Cari Vergi Borcu	94	0	94	120	0	120
14.2 Ertelenmiş Vergi Borcu	332	0	332	485	0	485
XV. Satış Amaçlı Duran Varlıklara İlişkin Borçlar	9	0	9	0	0	0
XIII. Sermaye Benzeri Krediler	0	0	0	0	0	0
XVI. Özkaynaklar	3.221	0	3.221	3.969	0	3.969
16.1 Ödenmiş Sermaye	1.151	0	1.151	1.381	0	1.381
16.2 Sermaye Yedekleri	222	0	222	266	0	266
16.3 Kâr Yedekleri	393	0	393	554	0	554
16.4 Kâr Veya Zarar	1.454	0	1.454	1.768	0	1.768
16.4.1 Geçmiş Yıllar Kâr Ve Zararları	596	0	596	1.084	0	1.084
16.4.2 Dönem Net Kâr Ve Zararı	858	0	858	684	0	684
16.5 Azınlık Hakkı	0	0	0	0	0	0
XVII. Pasif Toplamı	6.063	18	6.081	6.880	428	7.308

Tablo 17: Varlık Yönetim Şirketleri Konsolide Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (milyon TL)	2021	2022/06
I.Faiz Gelirleri	2.630	2.005
1.1 Kredilerden Alınan Faizler	2.233	1.657
1.2 Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	0	0
1.3 Bankalardan Alınan Faizler	63	57
1.4 Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	0	0
1.5 Menkul Değerlerden Alınan Faizler	5	23
1.6 Finansal Kiralama Gelirleri	0	0
1.7 Diğer Faiz Gelirleri	328	268
II.Faiz Giderleri	349	189
2.1 Mevduata Verilen Faizler	0	0
2.2 Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	250	146
2.3 Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	0	2
2.4 İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	89	37
2.5 Diğer Faiz Giderleri	10	4
III. Net Faiz Geliri (I - II)	2.281	1.816
IV.Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	-87	-67
4.1 Alınan Ücret Ve Komisyonlar	0	0
4.2 Verilen Ücret Ve Komisyonlar	87	67
V.Temettü Gelirleri	0	0
VI. Ticari Kâr / Zarar (Net)	159	60
6.1 Sermaye Piyasası İşlemleri Kârı/Zararı	1	7
6.2 Kambiyo İşlemleri Kârı/Zararı	158	53

VII. Diğer Faaliyet Gelirleri	177	90
VIII. Faaliyet Gelirleri Toplamı (Iı+Iv+V+Vi+VII)	2.530	1.899
IX. Kredi Ve Diğer Alacaklar Değer Düşüş Karşılığı(-)	457	285
X. Diğer Faaliyet Giderleri(-)	973	682
XI. Net Faaliyet Kârı/Zararı(VIII-IX-X)	1.100	932
XII. Birleşme İşlemi Sonrasında Gelir Olarak Kaydedilen Fazlalık Tutarı	0	0
XIII. Özkaynak Yöntemi Uygulanan Ortaklıklardan Kâr/Zarar	0	0
XIV. Net Parasal Pozisyon Kârı/Zararı	0	0
XV. Vergi Öncesi Kâr/Zarar (XI+XII+XIII+XIV)	1.100	932
XVI. Vergi Karşılığı(±)	242	248
16.1 Cari Vergi Karşılığı	148	116
16.2 Ertelenmiş Vergi Karşılığı	95	131
XVII. Vergi Sonrası Faaliyet Kâr/Zararı (XV±XVI)	858	684
XVIII. Net Dönem Kârı/Zararı (XV±XVI)	858	684

BDDK verilerine göre aşağıda Birikim Varlık Yönetimi'nin toplam sektör içerisindeki yerine dair bilgiler yer almaktadır.

Tablo 18: Birikim Varlık Yönetimi 2021 ve 2022/06 Varlık Yönetim Konsolide Mali Verilere Göre Sektör Payı

Birikim Varlık Yönetimi A.Ş. Sektör Payı (Mn TL)	2021	2021 Sektör Payı (%)	2022/06	2022/06 Sektör Payı
Krediler (Net)	217	5%	441	9%
<i>Krediler ve Takipteki Krediler Toplamı</i>	413	7%	690	10%
<i>Beklenen Zarar Karşılıkları (Özel Karşılıklar) (-)</i>	- 196	-11%	- 248	-15%
Aktif	401	7%	605	8%
Özkaynak	232	7%	374	9%
Faiz Gelirleri	331	13%	284	14%
Net Kar	161	19%	142	21%

5.2. Birikim Varlık'ın Sektördeki Konumu ve Avantajları

Birikim Varlık, Bankacılık Kanunu, VYŞ Yönetmeliği ve diğer ilgili mevzuata göre ve BDDK gözetim ve denetimine uygun olarak, varlık yönetim sektöründe faaliyet göstermektedir.

30.06.2022 tarihli BDDK sektör verilerine göre (Kaynak: <https://www.bddk.org.tr/BultenAylikBdmk/tr/Gosterim/VYS>)

- Sektörün toplam aktif büyüklüğü 7,3 milyar TL olup; Şirketin bilanço aktif büyüklüğündeki 604,97 milyon TL'dir. Şirketin sektör içindeki payı %8,28'dir.
- Sektörün toplam faiz gelirleri tutarı 2 milyar TL olup; Şirketin faiz gelirleri tutarı 284,04 milyon TL'dir. Şirketin sektördeki içindeki %14,17'dir.
- Sektörün toplam dönem net karı tutarı 684 milyon TL olup; Şirketin dönem net karı 142,01 milyon TL'dir. Şirketin sektör içindeki oranı %20,76'dır.

Birikim Varlık konusunda, uzman dahili tahsilat ve hukuk birimleri ve tüm Türkiye'ye yayılmış sözleşmeli hukuk bürosu ağı ile hiçbir coğrafi sınırlama olmaksızın tüm borçlularla iletişime geçebilmekte ve hukuki işlem yapabilmektedir.

Gelişen teknoloji sayesinde Şirket'in; alacaklısı olduğu borçlular için UYAP üzerinden aktif malvarlığı ve teminat sorgularını, MERNİS (Merkezi Nüfus İdare Sistemi) – MERSİS (Merkezi Sicil Kayıt Sistemi) sorgularını sistematik yapabilme, Risk Merkezi üyesi olması sebebiyle borçlu memzuç riski bilgilerini ve iletişim bilgilerini edinme yetkisi bulunmaktadır.

Ayrıca, Şirket uhdesinde geliştirilen Birikim 360 isimli yazılım ve yazılıma entegre akıllı santral başta olmak üzere sahip olduğu teknolojik altyapı sayesinde; aynı anda binlerce borçluyula yazılı (SMS (short message service - kısa mesaj hizmeti), elektronik posta, mektup) ve sözlü iletişime geçme, borçlu iletişimini gerçekleştirme, hızlı ve toplu işlemler yaparak gayrimenkul, menkul, maaş haczi gibi hukuki işlemler uygulama, gerçekleştirilen her türlü işlemi sahip olduğu yazılım üzerinde takip etme, işe uygun olarak raporlama oluşturma ve revize edilebilecek iş modeline göre uygun yazılım geliştirme yeteneklerine sahiptir.

5.3.Şirket'in Tecrübesi ve Birikimi

Varlık yönetim faaliyeti, finans ve hukuk dallarındaki bilgi birikiminin ve tecrübenin iç içe geçtiği ve entegre bir şekilde çalışması gereken bir iş alanıdır. Dolayısıyla, her iki alanda da konusunda uzmanlaşmış ekipler gerektirmektedir. Birikim Varlık, 2018 yılında devralarak birleştiği Final Varlık'la birlikte, 11 yıldır bu iki alanda aynı anda uzmanlaşan ekiplerine ve bu iki alanı birlikte kapsayan teknolojilere yaptığı yatırımlarla önemli bir rekabet avantajı sağlamıştır.

Varlık Yönetim Sektöründeki iş modeli ise iki aşamalı olarak değerlendirilmektedir. İlk portföyün değerlendirilmesi, ikincisi ise değerlendirme sonrası satın alınan portföylere ilişkin uygulanan çözüm süreçleridir. Birikim Varlık, devralarak birleştiği Final Varlık da dahil olmak üzere; 11 yıl içerisinde 19'u banka olmak üzere toplam 48 finansal kuruluştan toplam 5,6 milyar TL anapara büyüklüğünde ve 561 bin borçlu içeren portföy devralmış ve bu büyüklüğü Şirket'e hem sektörde hem de bahsi geçen her iki aşamada rekabet avantajı kazandırmaktadır.

Şirket'in, 30.06.2022 tarihi itibarıyla finansal piyasalara geri kazandırılması için ibra ettiği 150 binden fazla müşterisi ile uzlaşma süreci devam eden yaklaşık 370 bin müşterisi, değerlemelerde doğru hesap yapılabilmesi için güncel ve devamlı veri oluşumunu sağlarken, bir taraftan da iletişim, çözüm ve hukuki süreçlerdeki özelliklerini de geliştirme imkânı sağlamaktadır.

Şirket en önemli başarı faktörlerinden birisi olarak yüksek nitelikli insan kaynağıdır. Özellikle; Şirket üst yönetimi ortalama 10 yıllık finans, hukuk ve benzeri alanlarda tecrübeye sahiptir. Ayrıca; Şirket'in ana ortağı Altınhas Yatırım Holding'tir. Altınhas Yatırım Holding'in ise ana ortağı Altınhas Holding'tir..

30.06.2022 itibarıyla %60'ı lisans ve lisansüstü, %40'ı ön lisans ve altı mezunu olmak üzere toplam 144 çalışanı vardır. Çalışanların %70'i kadın; %30'u erkektir. Birikim Varlık; bireysel, ve ticari tahsilat birimlerinde müşterilerle birebir temas halinde olan, ülke genelinde 80'den fazla sözleşmeli hukuk bürosuyla çalışan ve kendi bünyesinde 15 şirket avukatı bulunan bir yapıya sahiptir. Şirket ayrıca yazılım geliştirme ve bilgi teknolojileri ekibine sahiptir.

Birikim Varlık teknolojiyi verimli kullanan bir Şirket olmanın yanı sıra insan kaynağına da yatırım yapmayı çok önemsemektedir. Tüm tahsilat ekipleri işe alım itibarıyla her deneyim seviyesinde ihtiyaçlarına özel tasarlanmış ve uzmanlıklarına yönelik özel içeriklerle hazırlanmış bir eğitim ve gelişim yolculuğuna dahil olur. Hem teknik tarafta hem de yetkinlik boyutunda çalışanların eğitim ihtiyaçları süreklilik arz ederek yönetilir.

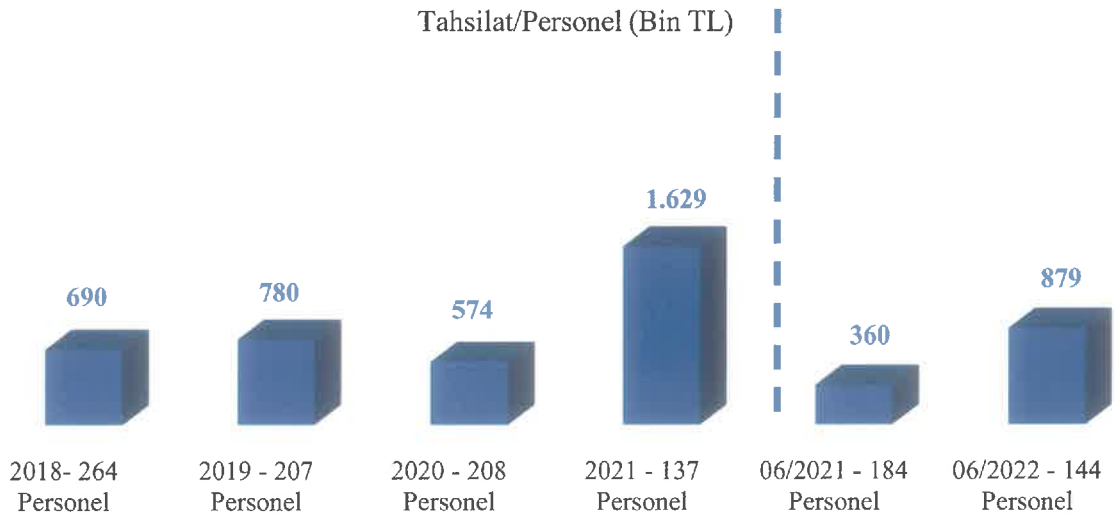
Birikim Varlık geliştirmiş olduğu yazılımla bir yandan teknolojiyi verimli kullanırken bir yandan da personelin gelişimine ve eğitime verdiği önem ve sektörde uzmanlaşması ile operasyonel verimliliğini arttırarak personel başına tahsilatlarını arttırmaktadır. Şirket teknolojik uygulamaları ve personeline sağlamış olduğu eğitimler sayesinde;

- Bir yandan merkezi ve teknolojik fiyatlama yönetimiyle doğru borç fiyatlamaları yapmakta ve tahsilat ekiplerinin hedef odaklı çalışmasını sağlamaktadır.
- Diğer yandan yapılması gereken hukuki işlemleri merkezi olarak tespit ederek ve takip ederek hukuk ekiplerinin verimli çalışmasını sağlamaktadır. Böylece daha çok müşteri dosyasında işlem yapılmaktadır.

Yapılan iyileştirmelerin sonucu olarak Şirket'in personel başına tahsilat performansı yıllar içinde artmıştır.

2019, 2020 ve 2021 yıllarında ve 2021, 2022 ikinci yarı itibariyle tahsilat personeli (*agent*) başına düşen ortalama tahsilat tutarları aşağıda yer almaktadır.

Şekil 9: Personel Başına Ortalama Tahsilat (bin TL)



Fiyatlama algoritması ve kampanya altyapısı ile müşteriye özel ve çok kanallı teklif ileten sistemlerin kullanıma alınması sayesinde Şirket, her geçen gün daha fazla borçluyu borcunu ödemesi sonrasında, finansal piyasalara geri kazandırmaktadır.

5.4.Derin Veri Tabanı ve Teknolojik Altyapısı

5,6 milyar TL tutarındaki 560.000 müşteriye oluşan güçlü portföy yapısına dayanan geniş veri tabanı ilk aşamada ihale öncesi portföy değerlemelerine, ihale kazanıldıktan sonra da operasyonel verimliliği arttırmaya yönelik performans takibine ve borçlu özelinde tekil fiyatlama oluşturulmasına çok önemli katkı sağlamaktadır.

Şirket'in kurumsal kaynak planlama yazılımı olan Birikim 360 adlı program, Şirket tarafından Şirket ihtiyaçlarına uygun olarak yazılmış ve 01.11.2019 tarihinden itibaren devreye alınarak kullanılmaya başlanmıştır. Program ihtiyaçlar çerçevesinde sürekli geliştirilmektedir. Ana omurgası Şirket

bünyesinde işlem gören yaklaşık (açık/kapalı) 925.000 adet dosyanın tekilleştirilip, kendine özgü bir şekilde takip edilerek tahsilat verimliliğinin sürdürülmesi üzerine kuruludur. Gerek tahsilat ve hukuk birimleri gerekse Şirket'in raporlama, yasal kayıtlar, Risk Merkezi başta olmak üzere bildirimler gibi çeşitli ihtiyaçlarına göre tasarlanmış yan modülleri içinde barındırmaktadır.

Gerek kamu otoriteleri tarafından gerekse iş akışının gereği olarak ortaya çıkan güncelleme ihtiyaçları hızlı bir şekilde programa entegre edilmektedir. Program bu haliyle durağan değil dinamik bir yapıdadır. Programın devreye alınmasından sonra devam eden bu gelişim sürecinde yukarıda bahsedilen ihtiyaçlar doğrultusunda ek modül ve güncelleştirme eklentileri programa dahil edilmiştir/edilmektedir. Bu programın tüm hakları Şirket'e aittir.

Ek olarak, mevzuat gereği Risk Merkezi'ne günlük raporlama zorunluluğu bulunmakta olup, söz konusu zorunluk güçlü teknolojik altyapı gerektirmektedir. BDDK'ya ek olarak Risk Merkezi de kendisinin yürüttüğü günlük risk paylaşımı işlemlerinin kontrolü ve doğruluğunu sağlamak için diğer banka dışı mali kurumlar gibi varlık yönetim şirketlerine yılda 1 kere oldukça kapsamlı bilgi sistemleri denetimi zorunluluğu getirmiştir. Denetimden geçemeyen kurumların risk paylaşımları durdurulmakta, para cezaları gündeme gelebilmektedir. Birikim Varlık tüm bu bildirim ve denetim sürelerine yönelik gerekli altyapıya sahiptir.

Müşteri ve hukuk yönetiminde kullanılan teknolojik altyapı ancak uzun vadeli yatırımlarla eğitimli ve tecrübeli çalışanlarla sağlanabilmektedir. Şirket, yaptığı teknoloji yatırımları ile finansal borçların tahsil süreçlerinde deneyimli bankacı ve hukukçu kadrolarının bilgi birikimini kullanarak tüm işlem süreçlerini, kullandığı Birikim 360 sistemine yansıtmış, her bir iş süreci için uzman ekipler oluşturarak kitlesel ve hızlı işlem yapabilme, görev ve akışları sistem üzerinden izleme ve gerçekleştirme ve etkili koordinasyon yeteneği kazanmıştır. Hukuki süreçlerle koordineli iletişim süreçleri, tahsilat hızı ve verimliliğini önemli ölçüde artırmış, bir yandan aylık ve yıllık tahsilat rakamları yükелirken diğer yandan tahsilatın anapara / faiz bileşenini gösteren kapama oranları 2 katına yaklaşmıştır.

Şirket'in tahsilatları finansal tablolarda "kredilerden alınan faizler" kalemi altında muhasebeleştirilirken, tahsilat verimliliğinin ölçülmesi amacıyla Şirket'in kullanmakta olduğu yazılım üzerinden takip ettiği bir veridir. 2022/6 verisinden örnek verilecek olursa; Şirket ortalama olarak 100 TL'lik bir anaparadan 211 TL tahsil etmektedir. Borçlulardan ortalamada borçlu anaparasının 2,11 katı kadar tahsilat sağlamaktadır. Özetle tahsilatın anaparaya oranını ifade etmektedir.

Yıl	Toplam Tahsilat (Bin TL)	Tahsil Edilen Gecikme Faizi / Tahsil Edilen Anapara Oranı
2022/06	126.813	2,11
2021	224.323	1,85
2020	123.369	1,30
2019	162.818	1,02
	Ortalama	1,45

Kaynak: Şirket verileri

6. DEĞERLEME ANALİZİ

İş bu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 2 değerleme yaklaşımı dikkate alınmıştır.

- i) Gelir Yaklaşımı
- ii) Pazar Yaklaşımı

6.1.Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerleme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve / veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Şirket BDDK'nın düzenleyici otorite olarak yer aldığı varlık yönetim sektöründe faaliyet göstermektedir. Her bir şirketin denetim yükümlülüğü ve bunları düzenli aralıklarla BDDK'ya raporlama yükümlülüğü bulunmaktadır. Şirket gelirlerinin önemli bir bölümünü satın almış oldukları portföylerden elde edilen tahsilatlardan elde etmektedir. Varlık yönetim şirketleri, portföy satın alım fiyatını belirlerken, genellikle 15 yıllık tahsilat projeksiyonlarını ve hedefledikleri iç verim oranını ("İVO") dikkate alırlar. Tahsilat projeksiyonları şirketlerin geçmiş dönemdeki portföylerden elde ettikleri deneyimlere, makroekonomik beklentilerine, tahsilat maliyetlerine, fonlama maliyetlerine ve satışa konu portföyün özelliklerine bağlıdır. İlgili portföyler satın alındıktan sonra, satın alım fiyatına ve tahsilat projeksiyonlarına göre belirlenen İVO, portföye ilişkin tahsilatlar tamamlanana kadar finansal tablolara ilişkin hesaplamalarda sabit tutulmaktadır. Bu oranın sabit tutulduğu bağımsız denetim şirketlerince denetime tabidir.

Bu kapsamda, Şirket'in gelecekte elde edeceği gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcuttur. Ek olarak Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin yatırımcının gözünde değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması dolayısıyla, değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldükçe, Gelir Yaklaşımı değerleme kapsamında kullanılmıştır.

6.2.Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar Yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur.

Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 50.1’de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında Şirket’in paylarının halka arz edileceği ve Şirket’in benzeri olan borsada işlem gören nitelikteki emsallerine ilişkin güvenilir bilgilerden istifade edilebileceği dikkate alınarak Borsaki Kılavuz Emsallar Yöntemi kullanılmıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. Değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminlerde bulunabilmesinden dolayı Gelir yaklaşımı ve Şirket’e önemli ölçüde benzerlik taşıyan şirketlerin aktif olarak teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesinden dolayı Pazar Yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında; Şirketin sahip olduğu portföylerin birikimli etkisini daha doğru yansıtacağı için ve sektörde kullanılan yöntem ile benzerlik göstermesi açısından 2022-2036 dönemi için projeksiyon yapılmıştır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değerlerin hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri’nin 50.22 maddesinin a bendi uyarınca sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır.

Projeksiyonlar

Gelirler

Şirket 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 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 İVO ve portföylerin yapılarına ilişkin beklentilerine 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. Diğer gelirler olarak ifade ettiğimiz hizmet gelirleri; danışmanlık, call center hizmet geliri, SGK’dan alınan teşviklerden oluşmaktadır.

Hükümet tarafından kamuoyuna açıklanan Dar Gelirlilere Destek Paketi (Paket) kapsamında belirli bir tutarın altındaki icra takibindeki borçların devlet tarafından üstlenilmesi üzerinde bir

Çalışma yürütülmüştür ancak ihtiyaatlı olmak adına, bu çalışma henüz kesinleşmediği ve toplu gelir yaratma ihtimali olduğundan, bu hususta herhangi bir varsayım yapılmamıştır.

Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderlerinin büyük bir bölümünü genel yönetim gideri, BSMV ve tahsilat gider kalemleri oluşturmaktadır.

Genel yönetim giderlerini ağırlıklı olarak personel giderleri oluşturmakla birlikte, kira giderleri, hizmet binası giderleri, haberleşme giderleri, sözleşmeli hukuk büroları gideri, dava takip gideri, adli teminat mektubu gideri, banka masrafları, KDV istisnası kapsamında gider, amortisman gideri ve diğer giderlerden oluşmaktadır. İlgili giderlerin enflasyon oranına göre projeksiyonu yapılmıştır.

Genel Yönetim Giderlerinin ağırlığını oluşturan personel giderleri ise;

i) Maaş ve ücretler ii) Primler iii) Yan haklar olarak 3 ana kalemde incelenmiştir.

i) Maaş ve ücret giderleri enflasyon oranında artış göstermiştir. şirket'in büyüme stratejisi doğrultusunda 2022 - 2025 döneminde şirketin yapacağı ek portföy alımlarına bağlı olarak personel sayısında artış olacağı öngörülmüştür ve buna bağlı olarak personel giderlerinin yıllar itibariyle artış göstereceği projeksiyona yansıtılmıştır. Projeksiyonun geri kalan döneminde ise şirket'in personel giderlerinde sabit bir büyüme planı belirlenmiştir.

ii) Primler kalemi ise şirketin mevcut uygulamaları ile tutarlı olarak son açıklanan finansallardaki personel gider dağılımına uygun olarak projeksiyona yansıtılmıştır.

iii) Yan hakların ise şirket'in büyüme stratejisine bağlı olarak 2022 - 2025 dönemleri arasında yükselişini koruyacağını kalan dönemlerde ise enflasyona paralel bir seyir izleyeceği varsayılmıştır.

BSMV giderleri: 2021 yılı ekonomi Reform Paketi kapsamında, VYş'lerin istisna olduğu vergilerden biri olan BSMV'ye ilişkin istisna, 01.01.2022 tarihi itibarıyla yürürlükten kaldırılmış olup, VYş'lerin net tahsilatları üzerinden BSMV yükümlülükleri doğmuştur.VYş'ler tahsilatların maliyeti aşan kısmı üzerinden %5 BSMV denmektedir. Tahsilatların maliyeti aşan kısmı ise geçmiş yıl verileri dikkate alınarak projeksiyon dönemi boyunca Bireysel portföylerde ortalama %91 ve ticari portföylerde ise ortalama %94 olarak varsayılmıştır.

Tahsilat Gideri: Portföy tahsilatına isabet eden alım bedeli maliyetini ifade etmekte olup; mevcut TGA portföy alımlarıyla birlikte şirket'in halihazırda sahip olduğu portföylere ilişkin maliyet oranı belirlenip ilerleyen dönem projeksiyonuna yansıtılmıştır. Maliyet oranı, aylık tahsilat yüzdesi tahmini ve kapama oranına bağlı olarak yıllar içerisinde değişiklik göstermektedir.

Yukarıda detayları anlatılan varsayımlara göre oluşturulmuş 2022 ile 2036 yılları arasındaki gelir ve gider projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 19: Gelir Projeksiyonu

Gelir Projeksiyonu (milyon TL)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Bireysel	219	338	457	577	719	878	1.058	1.259	1.487	1.745	1.945	2.249	2.572	2.917	3.288
%		54%	35%	26%	25%	22%	20%	19%	18%	17%	12%	16%	14%	13%	13%
Ticari	45	69	83	96	112	130	151	175	203	234	247	286	328	373	420
%		52%	21%	15%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	6%	16%	15%	14%	13%
Hizmet Gelirleri	3	4	5	6	7	8	9	11	12	14	16	17	19	21	23
%		32%	24%	22%	20%	15%	15%	15%	15%	15%	10%	10%	10%	10%	10%
Net Varlık Satış Karı/Zararı*	2	3	4	4	5	6	7	8	10	12	13	15	17	19	22
%		35%	24%	-1%	23%	21%	20%	18%	18%	17%	10%	16%	14%	13%	13%
Varlık Satış Bedeli	14	20	24	24	29	35	42	50	59	69	76	88	101	115	129
Varlık Alım Bedeli (-)	-12	-16	-20	-20	-24	-30	-35	-42	-49	-58	-64	-74	-84	-96	-108
Toplam	270	414	549	682	842	1.022	1.225	1.454	1.712	2.005	2.221	2.567	2.936	3.330	3.753

Şirket uygun piyasa koşullarında kuruluşundan beri (Final Varlık dahil) düzenli olarak büyümektedir ancak; 2018 yılında meydana gelen kur yükselişi sonrasında faizlerin artması ile birlikte Şirketin faiz giderleri 2019 yılında yüksek gerçekleşmiştir. Bunun sonucunda ise Şirket 2019 yılsonu itibarıyla portföy alımı yerine finansal borçlarını kapatma yoluna gitmeyi tercih etmiştir. 2020 yılında ise Covid-19 pandemisi nedeniyle satışlar düşük tutarlı gerçekleşmiştir. Satışlar 2021 yılının son çeyreği itibarıyla artış göstermiş olup; yaklaşık 2 yıldır TGA portföy satışı olmaması nedeniyle, satış fiyatlarında (alım bedeli/TGA anapara) artış meydana gelmiştir. Şirket ise bu süre zarfında alım yapmamış ve fiyatları takip etme yoluna gitmiştir. 2022 yılında ise fiyatlar azalış olmasına sonucunda Şirket sektöründeki yerini ve konumunu korumak amacıyla alım yapmaya yeniden başlamıştır.

*Şirket, tahsili gecikmiş alacaklarına ilişkin gayrimenkul, menkul ve nakit dışı varlık tahsilatları yapmaktadır. Bu varlıkları da güncel değerine uygun bir şekilde fiyatlayarak satışa koymakta ve nakde çevirmeye çalışmaktadır. Bu satış kar/zararları Net Varlık Satış Karı/Zararı altında gösterilmekte olup projeksiyon detayına da aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.


MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 20: Gayrimenkul Satış Gelirleri

Gayrimenkul Satış Gelirleri (milyon TL)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Önceki Yıl Aynı Tah. Satılan GM	4	4	4												
Cari Yıl Aynı Tahsilatından Yapılan GM Satışı	8	12	16	20	24	30	35	42	49	58	64	74	84	96	108
Toplam GM Satış Maliyeti	12	16	20	20	24	30	35	42	49	58	64	74	84	96	108
Toplam GM Satış Bedeli	14	20	24	24	29	35	42	50	59	69	76	88	101	115	129

Önceki yıl aynı mal tahsilatından satılan gayrimenkul ile cari yıl tahsilatından yapılan gayrimenkul satışından oluşmaktadır. 31.12.2021 tarihi itibarıyla Şirket'in elinde 12.301.403 TL tutarında satış amaçlı gayrimenkul bulunmakta olup; bunların 3 yıl içerisinde satılacağı varsayılmıştır. Projeksiyon döneminde yeni tahsil edilen gayrimenkulün %90'ının satılacağı, satılan gayrimenkullerin ise %20 karlı satılacağı varsayılmıştır.


MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 21: Gider Projeksiyonu

Gider Projeksiyonu	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Genel Yönetim Giderleri	50	95	140	190	232	278	319	367	422	485	558	613	674	742	816
Personel Gideri	30	60	88	120	146	176	202	232	267	307	353	389	428	470	517
Kira Giderleri	2	3	5	6	8	9	11	12	14	16	18	20	22	25	27
Hizmet Binası Giderleri	1	3	4	6	7	8	9	11	13	14	17	18	20	22	24
Haberleşme Giderleri	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	13	15	16	18
Sözleşmeli Hukuk Büroları Gideri	2	4	6	9	10	13	14	17	19	22	25	28	31	34	37
Dava Takip Gideri	3	7	10	13	16	20	22	26	30	34	39	43	48	52	58
Adli Teminat Mektubu Gideri	1	2	3	4	5	6	7	9	10	11	13	14	16	17	19
Banka Masrafları	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	13	14	15	17
KDV İstisnası Kapsamında Gider (*)	1	2	2	3	4	5	6	6	7	8	10	11	12	13	14
Amortisman Gideri	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
Diğer Giderler	6	10	14	20	24	29	33	38	44	50	58	64	70	77	85
Tahsilat Gideri	21	36	52	71	94	120	151	185	225	271	307	362	424	491	565
BSMV	12	19	24	30	37	44	53	62	73	85	94	109	124	140	157
Toplam Gider	83	150	217	291	363	442	523	615	720	841	959	1.084	1.222	1.373	1.538

(*)Şirketin ana faaliyet konusu TGA tahsilatı olmakla birlikte bu tahsilatlardan kaynaklı BSMV mükellefiyeti bulunmaktadır. Bunun yanında ise KDV mükellefiyeti bulunmaktadır. Ancak; Şirketin alacağı mahsuben aldığı gayrimenkul/menkullerin satış işlemleri 3065 sayılı KDVK madde 17/4/1) “(Ek: 9/4/2003-4842/23 md.) 30.1.2002 tarihli ve 4743 sayılı Kanun hükümlerine göre kurulan varlık yönetim şirketlerinin bankalar, özel finans kurumları ve diğer mali kurumlardan devraldığı alacakların tahsili amacıyla bu alacakların teminatını oluşturan mal ve hakların (müzayede mahallinde satış dahil) teslimi ile aynı Kanuna göre finansal yeniden yapılandırma çerçeve anlaşmaları hükümleri kapsamında yeniden yapılandırılan borçların ödenmemesi nedeniyle bu borçların teminatını oluşturan mal ve hakların (müzayede mahallinde satış dahil) teslimi” hükmü uyarınca KDV’den istisna tutulmuştur.

Özet olarak; Şirket esas faaliyetleri sebebiyle bir KDV hesaplamamaktadır. Ancak; avukatlık hizmetleri de dahil olmak üzere, Şirketin TGA alımları dışındaki mal ve hizmet alımları KDV’ye tabiidir. Şirketin devamlı olarak devreden KDV yaratmasının ve bilançosunun büyümesinin önüne geçilmesinin amacıyla indirilemeyen KDV; istisna kapsamında yapılan satışların toplam hesaplanan KDV matrahının oranı alınmakta ve çıkan oranın ilgili dönemdeki indirilecek KDV kalemi ile çarpılmasıyla çıkan tutar gider yazılmaktadır.

Yatırım Harcamaları

Şirket'in faaliyet konusu nedeniyle, yatırımları satın alınan tahsili gecikmiş alacak portföylerinden oluşmaktadır. Satın alınması öngörülen portföy miktarı belirlenirken Şirket'in %9,09 olan pazar payını koruyacağı varsayılmıştır. 2011 – 2022/06 yılları arası ortalama pazar payı dikkate alınarak satın alınması öngörülen portföy miktarları belirlenmiştir. Tahsilat projeksiyonları geçmiş dönemlerde portföylerden elde edilen deneyimlere, makroekonomik ve satışa konu portföylerin özelliklerine ilişkin beklentilere bağlı olarak yapılmıştır.

Kredilerde meydana gelen büyümenin etkisiyle takipteki alacaklar ile beklenen zarar karşılıkları kalemleri de artış göstermektedir. 2022/6 - 2018 arası krediler %162 artış gösterirken takipteki alacaklar %67, beklenen zarar karşılıkları ise %180 artış göstermiştir. Bankacılık sektörü kredi kaleminin her yıl artış göstermeye devam etmesi öngörülmekte olup; kredilerle birlikte TGA stokunun da yükselmesi ve bu artışla birlikte TGA satışlarının da artması beklenmektedir. 2022 yılının ilk 9 ayında yaklaşık 4,6 milyar TL tutarında TGA satışı gerçekleşmiş olup; yukarıda bahsetmiş olduğumuz gerekçeler doğrultusunda yılın son çeyreğinde yaklaşık 1,7 milyar olmak üzere 2022 yılında toplam 6,3 milyar TL'lik satış beklenmektedir.

Devam eden yıllarda ise artan kredi ve TGA stoku ile birlikte satışların da en az beklenen enflasyon kadar artış göstermesi beklenmektedir. Şirketin mevcut %9,09'luk pazar payını koruyacağı ve buna uygun olarak TGA alımı (Yatırım) yapacağı varsayılarak projeksiyon oluşturulmuştur.

Tablo 22: TGA& Yatırım Projeksiyonu

Yatırım Projeksiyonu	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
	456	602	746	911	1.093	1.257	1.445	1.662	1.911	2.198	2.417	2.659	2.925	3.218	3.539
Bireysel	114	150	187	228	273	314	361	415	478	549	604	665	731	804	885
Ticari	570	752	933	1.138	1.366	1.571	1.806	2.077	2.389	2.747	3.022	3.324	3.656	4.022	4.424
Toplam Satın	123	162	201	245	294	338	389	448	515	592	651	716	788	867	953
Alınan TGA															
Toplam Yatırım															
Tutarı															

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmayı gerekli görmektedir. Bu kapsamda değerleme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtilen ve işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi için enflasyon tahminlerine göre değişen AOSM tahmin edilmiştir.

2022 yılı için risksiz TL faizi %20 olarak dikkate alınmıştır. 10 yıllık tahvil (TRT131032T13 ISIN kodlu) faizinin yılbaşından rapor tarihine kadar ki ortalaması alınmıştır.) İlerleyen yıllara ilişkin risksiz getiri oranının 2023 - 2031 yılları arasında %17,5, 2032 ve izleyen yıllarda ise %15 olarak sabit varsayılmıştır. (Yüksek faiz ortamının ilerleyen yıllarda enflasyondaki ılımlı düşüş beklentimiz doğrultusunda aşağı yönlü gerileyeceği yönündeki görüşümüz doğrultusunda izleyen yıllarda %15 alınmıştır. Enflasyonda baz etkisi kaynaklı genel bir düşüş eğilimi olacaktır; genel piyasa konsensusu da bu yöndedir. Ayrıca, bu beklenti OVP (Orta Vadeli Plan) öngörülleri ile uyumludur. Ek olarak, risksiz faiz oranına yönelik projeksiyonlarda göz önüne alınan önemli göstegelerden biri 10Y tahvil faizi de %12 ile daha düşük seviyede bulunmaktadır.) Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %6,0 olarak sabit tutulmuştur. Şirketin faaliyet gösterdiği sektördeki TGA satışlarında pandemi döneminde görülen dalgalanmalar ve TGA satışlarının finansal kuruluşlara bağlı olması gibi hususlar göz önüne alınarak, muhafazakar olmak adına %1 oranında ekstra şirket risk primi, AOSM hesaplamalarına dahil edilmiştir. Şirket'in borçlanma oranı ise, mevcut borçlanma maliyetleri de dikkate alınarak, projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranının %30 üzerinde borçlanacağı öngörülmüştür. Borç/Toplam Kaynaklar oranı %26,6 olarak dikkate alınmıştır. Beta katsayısı hesaplamasında kaldıraçlı beta hesaplanarak 0,7 bulunmuştur ancak Şirket henüz Borsa İstanbul'da işlem görmediği için piyasa betası 1 referans değer olarak alınmıştır.

Tablo 23: Sermaye Maliyeti / AOSM Tablosu

AOSM	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Risksiz Faiz Oranı	20,0%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Enflasyon*	64,0%	32,0%	24,0%	22,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Şirket Risk Primi	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Sermaye Maliyeti	27,0%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Borçlanma Maliyeti (V.Ö)	26,0%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Maliyeti	19,5%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%
Borç/Varlık	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%
AOSM	25,0%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
*Halk Yatırım Enflasyon Tahmini															

 HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında Şirket'in 2022-2036 dönemi boyunca nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve AOSM yöntemi kullanılarak bu değerler indirgenmiştir. Şirketin sahip olduğu portföylerin birikimli etkisini daha doğru yansıtacağı için ve sektörde kullanılan yöntem ile benzerlik göstermesi açısından 2022-2036 dönemine ilişkin projeksiyon yapılmıştır 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 2022-2036 dönemine ilişkin değer ve sabit büyüme ile hesaplanan projeksiyon dönemi sonrası devam eden değer toplamından oluşmaktadır.

Tablo 24: İndirgenmiş Nakit Akışı Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akışı Tablosu (Milyon TL)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Düzeltilmiş FAVÖK	187	264	332	391	480	580	702	839	991	1.163	1.263	1.483	1.714	1.957	2.215
FAVÖK üzerinden vergi	47	66	83	98	120	145	176	210	248	291	316	371	428	489	554
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Yatırımlar	123	162	201	245	294	338	389	448	515	592	651	716	788	867	953
Serbest Nakit Akımları	17	36	48	48	65	96	138	182	229	280	296	396	497	601	708
İndirgenme Faktörü	1,3	1,5	1,9	2,3	2,8	3,5	4,2	5,2	6,3	7,8	9,3	11,2	13,5	16,2	19,4
İndirgenmiş Nakit Akışları	14	23	26	21	23	28	33	35	36	36	32	35	37	37	37
Projeksiyon Dönemi	452														
Sonsuz büyüme	5%														
2036 Sonrası Değeri	255														
Şirket Değeri	707														
Net Finansal Borç*	94														
Özkaynak Değeri	613														
Değerleme Faktörü	1,08														
Özsemmaye Değeri	665														
Ödenmiş Sermaye	50														

(*21.10.2022'de Şirket'e tebliğ edilen vergi cezasının iptali davasının Şirket aleyhine sonuçlanması nedeniyle 26.697.789 TL Şirket'in net finansal borçlarına eklenmiştir. Şirket ilgili tutar için 30.09.2022 tarihli finansal tablolarda karşılık ayırmış olup; davanın istinaf süreci devam etmektedir.

Şirket'in İzahname tarihi itibarıyla, İstanbul 10. Vergi Mahkemesi nezdinde görülmekte olan 8.467.019,79 TL tutarlı ve 110.000 TL tutarlı, iki ayrı vergi cezasının iptali davası bulunmaktadır. Bu davalar aleyhe sonuçlanmış olup; 21.10.2022 tarihinde Şirket'e tebliğ edilmiştir. İstinaf süreci devam etmektedir. 30.09.2022 tarihli finansal tablolarda ilgili tutarlar için 26.697.789 TL tutarında karşılık ayrılmıştır. Ancak herhangi bir ödeme yapılmamıştır. Davaların Şirket aleyhine kesinleşmesi halinde, Şirket tarafından söz konusu para cezalarının, diğer ferileri ile birlikte ödenmesi gerekecektir. İhtiyatlı olmak adına söz konusu tutar Şirketin net finansal borcuna eklenmiş ve özsermaye değeri buna göre hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi sonucunda Birikim VYŞ'nin şirket değeri 707 Milyon TL olarak hesaplanmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları sonucunda şirketin 30.06.2022 itibarıyla değeri bulunmuştur. Şirket özsermaye değeri değerlendirme tarihi olan 31 Ekim 2022 itibarıyla özsermaye değerini yansıtmayı amacıyla düzeltilmiştir. Bu kapsamda, değerlemede kullanılan 2022 yılı özsermaye maliyeti %27 dikkate alınarak özsermaye değeri 665 Milyon TL bulunmuştur.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsada işlem gören ve Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak firma değeri bulunabilmesi için Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi Kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem etkin işleyen spekülasyonun yapılmadığı durumlarda payların rayiç değerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

UDS 104 Değer Esasları'nın "UDS Tanımlı Değer Esası- Pazar Değeri" başlığının altında yer alan madde 30.6 uyarınca değerlendirme yapılan varlık için mevcut verilere ve pazarla ilişkili koşullara göre en geçerli ve en uygun değerlendirme yönteminin veya yöntemlerinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Firma Değeri / FAVÖK (FD / Düzeltilmiş FAVÖK) çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve Pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme 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. Yurt içinde Borsa İstanbul'da işlem gören tek bir VYŞ olduğu için benzer şirketlerin Firma Değeri / Düzeltilmiş FAVÖK (FD / Düzeltilmiş FAVÖK) çarpanı kullanılmamıştır.

Varlık Yönetim Şirketlerine yatırım yapan yatırımcılar tarafından FD / Düzeltilmiş FAVÖK çarpanından sonra da yine yaygın olarak kullanılan Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanı, değerlendirme kapsamında hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirketler için eşit ağırlıklandırılmıştır. FD / Düzeltilmiş FAVÖK çarpanına da %10 ağırlık verilmiştir. FD / Düzeltilmiş FAVÖK oranı firma değerinin Düzeltilmiş FAVÖK rakamına oranlanması neticesinde elde edilir. Şirket için Düzeltilmiş FAVÖK hesaplamasında, Net Kar'dan düşülen dönem içi itfa alım bedeli, vergi giderleri, faiz giderine ek olarak karşılıklar ve amortisman ve itfa giderlerinin toplanması sonucu bulunmaktadır. Şirket özelinde bulunan Düzeltilmiş FAVÖK rakamı ile aynı sektörde faaliyet

gösteren halka açık diğer şirketlerin FD/FAVÖK oranlarının medyan değerleri ile çarpılması sonucunda firma değeri bulunmaktadır. Yurtdışı benzer şirket çarpanında kullanmış olduğumuz FD/FAVÖK rasyosu işlem gören benzer şirketlerin ilgili tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan son finansal tablolarında yer alan net borcun eklenmesiyle hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla yıllıklandırılmış FAVÖK rakamına bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır.

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.

FD / Düzeltilmiş FAVÖK ve F / K oranlarının hesaplanması kapsamında mevcut durumun yansıtılabilmesi için Şirket'in ve benzer olarak seçilen şirketlerin en son açıklanan finansal tablolarındaki (Bloomberg, Finnet ve KAP'tan temin edilen) veriler dikkate alınmıştır. Dolayısıyla Düzeltilmiş FAVÖK ve Net kar değeri açıklanan son finansal tablolara göre hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'un XUMAL kodlu BIST Mali endeksi altında yer alan şirketler incelenmiştir.

Tablo 25: BIST Mali Endeksinde Yer Alan Şirketler

Endeks	Şirket Kodu	Şirket
XUMAL	AGHOL	AG ANADOLU GRUBU HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	AGESA	AGESA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.
XUMAL	AKBNK	AKBANK T.A.Ş.
XUMAL	AKYHO	AKDENİZ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	AKFGY	AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	AKSGY	AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	AKMGY	AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	AKGRT	AKSİGORTA A.Ş.
XUMAL	ALGYO	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	ALARK	ALARKO HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	ALBRK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.
XUMAL	ANSGR	ANADOLU ANONİM TÜRK SİGORTA ŞİRKETİ
XUMAL	ANHYT	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş.
XUMAL	ATAGY	ATA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	AGYO	ATAKULE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	AVGYO	AVRASYA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	AVHOL	AVRUPA YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	BASGZ	BAŞKENT DOĞALGAZ DAĞITIM GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	BERA	BERA HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.
XUMAL	CRDFA	CREDITWEST FAKTORİNG A.Ş.
XUMAL	DAGHL	DAGI YATIRIM HOLDİNG A.Ş.

XUMAL	DENGE	DENGE YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	DZGYO	DENİZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	DERHL	DERLÜKS YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	DGGYO	DOĞUŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	ECILC	EİS ECZACIBAŞI İLAÇ SİNAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
XUMAL	EKGYO	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	EUHOL	EURO YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	GARFA	GARANTİ FAKTORİNG A.Ş.
XUMAL	GEDİK	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
XUMAL	GLCVY	GELECEK VARLIK YÖNETİMİ A.Ş.
XUMAL	GLBMD	GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
XUMAL	GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	GOZDE	GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	GSDHO	GSD HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	GLRYH	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	HLGYO	HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	HDFGS	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	HEDEF	HEDEF HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	HUBVC	HUB GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	ICBCT	ICBC TURKEY BANK A.Ş.
XUMAL	INVEO	INVEO YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	INVES	INVESTCO HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	IEYHO	İŞIKLAR ENERJİ VE YAPI HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	IDGYO	İDEALİST GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	IHLAS	İHLAS HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	IHYAY	İHLAS YAYIN HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	INFO	İNFÖ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
XUMAL	ISFIN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
XUMAL	ISGYO	İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	ISGSY	İŞ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	ISMEN	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
XUMAL	ITTFH	İTTİFAK HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	KZBGY	KIZILBÜK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	KLGYO	KİLER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	KLRHO	KİLER HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	KGYO	KORAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	KRGYO	KÖRFEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	LIDFA	LİDER FAKTORİNG A.Ş.
XUMAL	MARKA	MARKA YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	MRGYO	MARTI GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	MZHLN	MAZHAR ZORLU HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	METUR	METEMTUR YATIRIM ENERJİ TURİZM VE İNŞAAT A.Ş.

XUMAL	METRO	METRO TİCARİ VE MALİ YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	MSGYO	MİSTRAL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	NTHOL	NET HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	NUGYO	NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	OSMEN	OSMANLI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
XUMAL	OSTIM	OSTİM ENDÜSTRİYEL YATIRIMLAR VE İŞLETME A.Ş.
XUMAL	OYYAT	OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
XUMAL	OZKGY	ÖZAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	OZGYO	ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	PAGYO	PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	PRDGS	PARDUS GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	PSGYO	PASİFİK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	PEKGY	PEKER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	PEGYO	PERA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	POLHO	POLİSAN HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	RALYH	RAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	RAYSG	RAY SİGORTA A.Ş.
XUMAL	RYGYO	REYSAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	RHEAG	RHEA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	SRVGY	SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	SNGYO	SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	SEKFK	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
XUMAL	SEGYO	ŞEKER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	SKBNK	ŞEKERBANK T.A.Ş.
XUMAL	TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	TKFEN	TEKFEN HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	TRGYO	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	TDGYO	TREND GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	TSGYO	TSKB GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.
XUMAL	GARAN	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.
XUMAL	HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.
XUMAL	ISATR	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.
XUMAL	ISBTR	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.
XUMAL	ISCTR	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.
XUMAL	TSKB	TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
XUMAL	TURSG	TÜRKİYE SİGORTA A.Ş.
XUMAL	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
XUMAL	VAKBN	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.
XUMAL	UFUK	UFUK YATIRIM YÖNETİM VE GAYRİMENKUL A.Ş.
XUMAL	ULUFA	ULUSAL FAKTORİNG A.Ş.
XUMAL	UNLU	ÜNLÜ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	VAKFN	VAKIF FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
XUMAL	VKGYO	VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	VERUS	VERUSA HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	VERTU	VERUSATURK GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

XUMAL	YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.
XUMAL	YGGYO	YENİ GİMAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	YGYO	YEŞİL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
XUMAL	YESİL	YEŞİL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
XUMAL	ZRGYO	ZİRAAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu

Yukarıda detayları paylaşılmış olan BIST Mali endeksinde yer alan şirketler faaliyet konularına göre farklı alt sektör gruplarına ayrılmıştır. Bu alt gruplar; Bankacılık (XBANK), Sigorta (XSGRT), Aracı Kurumlar (XAKUR), Faktoring ve Finansal Kiralama (XFINK), Holding (XHOLD) ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (XGMYO) olarak verilebilir.

Şirket'in sektörde birebir benzeri olan tek şirket Gelecek Varlık Yönetimi A.Ş. olduğundan, benzer şirket kümemizi oluştururken, BIST Mali endekste işlem gören şirketler incelenerek faktoring şirketlerinin alacak satın alıp tahsilatlarını gerçekleştirmesinden dolayı Şirket'e benzer şirketler olduğu düşünülmüştür.

Faktoring şirketlerinin faaliyetlerinin birebir Şirket faaliyetleriyle aynı olmaması sebebiyle faktoring şirketleriyle aynı endekse dahil olan finansal kiralama şirketleri ile faktoring şirketlerinden sonra finansal kurum olarak faaliyetleri bakımından Şirket'e en çok benzediği düşünülen VYŞ'ler, finansal kiralama ve faktoring şirketleri gibi bankacılık sektörünü tamamlayıcı nitelikte olan aracı kurumlar da benzer şirket olarak incelenmiştir. XUMAL endeksinde işlem görmekte olan faktoring şirketlerinden LIDFA, CRDFA, GARFA ve ULUFA seçilmiştir. Bu şirketler incelendiğinde grup şirketi olmasından dolayı Creditwest Faktoring A.Ş (CRDFA) benzer şirket çarpanlarına dahil edilmemiştir. Benzer şirket seçimi yapılırken şirket değerine yaklaşan değerler esas alınmış olup, 3,90 – 9,65 çarpan değerleri aralığındaki şirketler hesaplamaya dahil edilmiştir. Böylelikle Global Menkul Değerler ve Ünlü Yatırım Holding'in F / K çarpanı uç değer olduğundan hesaplamaya katılmamıştır. .

Tablo 26: Yurt İçi Benzer Şirket F/K Çarpanları

Şirket kodu	Şirket	Piyasa değeri (mn TL)	F/K
CRDFA TI Equity	CREDITWEST FAKTORİNG A.Ş.	339	15,04
GARFA TI Equity	GARANTİ FAKTORİNG A.Ş.	1.415	5,22
GEDİK TI Equity	GEDİK MENKUL DEĞERLER A.Ş.	2.447	9,22
GLBMD TI Equity	GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş	452	136,56
INFO TI Equity	İFO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	1.835	3,92
ISFIN TI Equity	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	5.910	8,43
ISMEN TI Equity	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş	12.816	5,52
LIDFA TI Equity	LİDER FAKTORİNG A.Ş	705	5,05
OSMEN TI Equity	OSMANLI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	1.089	6,67
SEKFK TI Equity	ŞEKER FİNANSAL KİRALAMA A.Ş	469	4,84
VAKFN TI Equity	VAKIF FİNANSAL KİRALAMA A.Ş	2.370	6,07
UNLU TI Equity	ÜNLÜ YATIRIM HOLDİNG A.Ş	1.382	15,78

GLCVY TI Equity	GELECEK VARLIK YÖNETİMİ A.Ş.*	2.859	9,19
ULUFA TI Equity	ULUSAL FAKTORİNG A.Ş	558	9,63
	Medyan		6,07
	Ortalama		6,70

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yurt dışında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen şirketlerinin listesi aşağıda verilmektedir.

Tablo 27: Yurt Dışı Benzer Şirket F/K ve FD/FAVÖK Çarpanları

Şirket Kodu	Ülke	Şirket	Faaliyet Alanı	Piyasa değeri (mn TL)	FD/FAVÖK	F/K
ACR NO Equity	Norveç	AXACTOR ASA	Axactor, borç tahsilatı ve takibi konularında hizmet vermektedir. Ayrıca, faturaların takibi, değerlendirme ve diğer finansal hizmetleri sunmaktadır.	3.235	47,73	-
B2H NO Equity	Norveç	B2 HOLDING ASA	B2 Holding, başta bankacılık sektöründen olmak üzere tahsili gecikmiş alacakların yatırımı ve değerlendirilmesinde ve ayrıca müşteriler adına üçüncü şahıs alacak tahsilat çözümleri üretmektedir.	5.649	10,79	8,24
DDM SS Equity	İsviçre	DDM HOLDING AG	DDM Holding, bağlı ortaklıkları ile birlikte tahsili gecikmiş alacaklara yatırım yapar ve portföyünü yönetir.	650	5,98	-
HOFI SS Equity	İsveç	HOIST FINANCE	Hoist Finance, tahsili gecikmiş teminatsız tüketici kredilerinin alımı ve yönetimi için çeşitli çözümler sunmaktadır.	3.818	6,70	6,08
KRU PW Equity	Polonya	KRUK SA	Kruk SA, tahsili gecikmiş alacak portföylerinin satın alınmasını ve ağırlıklı olarak tüketici ve kurumsal krediler olmak üzere borç tahsilatı yapmaktadır.	20.985	6,26	6,57
INTRUM SS Equity	İsveç	INTRUM AB	Intrum Ab, ticari ve tüketici alacak tahsilatı, borç gözetimi, uluslararası borç tahsilatı, satın alınan borç hizmetleri, satışların yönetimi ve optimizasyon hizmetleri sunmaktadır.	28.540	9,71	60,55
DEA IM Equity	İtalya	DEA CAPITAL SPA	DeA Capital, iştirakleri aracılığıyla özel sermaye yatırımları ve alternatif varlık yönetimi hizmetleri sunmaktadır.	5.270	-	397,04
NAWI IT Equity	İsrail	NAWI BROTHERS LT	Nawi Brother, TGA alacak portföylerinin yönetilmesi ve bununla birlikte banka dışı kredi sağlayıcısı konumundadır.	4.415	-	6,45
UNIFINA MM Equity	Meksika	UNIFIN FINANCIER	Unifina, bireysel ve kurumsal müşterilere leasing, faktoring, kredi ve sigorta gibi finansman ürünleri sunmaktadır.	748	7,68	0,45
				Medyan	7,19	6,51
				Ortalama	7,85	6,84

Kaynak: Bloomberg

Axactor Asa. FD / FAVÖK çarpanları ve Intrum AB, DEA Capital SPA ve Unifin Financier'a ait F / K çarpanlarının, Şirket verileri esas alındığında, önemli ölçüde yüksek olmasından dolayı uç değer olarak hesaplamaya katılmamıştır.

Çarpan Analizi Sonucu

Yurt içi benzer şirket olarak, yurt içinde halka açık tek varlık yönetim şirketi olarak Gelecek Varlık Yönetim A.Ş.'nin bulunması ve elde edilecek veriler açısından karşılaştırma yapılabilmesi için Şirket'in faaliyet alanına en yakın olduğu düşünülen faktoring ve finansal kiralama şirketleri ile aracı kurumlar dahil edilmiştir.

İlgili şirketleri değerlendirirken finansal kurumlara yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan Fiyat / Kazanç (F / K) çarpanı kullanılmıştır.

14.07.2021 tarihinde yayınlanan VYŞ Yönetmeliği uyarınca Şirket, tahsilat projeksiyonlarını 5 yıldan 10 yıla çıkartmış olup bu durum son 2 yıl (2021 ve 2022/06 dönemleri) karlılığını artırmıştır ancak Şirket, ilgili dönemlerden önce muhafazar bir yaklaşım benimseyip 5 yıl üzerinden tahsilat projeksiyonları oluşturmuş ve projeksiyonların indirgenmiş halini finansal tablolarına işlemiştir. İlgili yasal düzenleme zorunluluğu ile tahsilat projeksiyonlarını 10 yıla çıkarmış ve bu projeksiyonları bugüne indirgeyerek olması gerektiği şekilde 2021 yıl sonu ve 2022/06 finansal tablolarına yansıtılmıştır.

BDDK yasal düzenlemesinin Şirket'in karlılığına olumlu katkısı görülmektedir. Ancak düzenleme tüm VYŞ'lere ilişkin bir düzenlemedir. İlgili sektör şirketlerini incelediğimizde geçmiş FTR raporlarında F/K çarpanına yer verildiği görülmüştür. Bu doğrultuda farklı çarpan değerlerinin kullanılması adına F/K çarpanına düşük ağırlık verilerek kullanılması uygun görülmüştür.

Yurt dışı benzer şirket olarak ise varlık yönetim sektöründe faaliyet gösteren şirketler kullanılmıştır. Bu kapsamda hem FD / Düzeltilmiş FAVÖK çarpanı hem de F / K çarpanı incelenmiştir.

Benzer şirketlerin çarpanları açıkladıkları en son finansal tablolar dikkate alınarak hesaplamaya dahil edilmiştir. Birikim VYŞ'nin özsermaye değeri hesaplanırken de Şirket'in 2022 ilk yarı finansal tabloları kullanılmıştır.

Benzer şirket çarpan değeri 31 Ekim 2022 kapanışı itibarıyla Bloomberg veri terminali, Finnet ve Şirket'lerin web sitelerindeki halka açık finansal raporlarından elde edilmiştir. Çarpan analizi hesaplamasında Şirket'in yıllıklandırılmış net kar ve FAVÖK değerleri dikkate alınmıştır.

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpan sonuçları ile çarpan analizi özeti aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 28: Çarpan Analizi Tablosu

(Milyon TL)		Çarpan Tablosu			
F/K Çarpan Analizi Tablosu	F/K Çarpanı	Yıllıklandırılmış Net Kar	Özkaynak Değeri		
Yurt içi benzer şirketler	6,07	289	1.757		
Yurtdışı benzer şirketler	6,51	289	1.884		
İD/FAVÖK Çarpan Analizi Tablosu	İD/ Düzeltilmiş FAVÖK	Yıllıklandırılmış İD/Düzeltilmiş FAVÖK	Şirket Değeri	Net Finansal Borç	Özkaynak Değeri
Yurtdışı benzer şirketler	7,19	168	1.206	94	1.113

7. DEĞERLEME VE SONUÇ

Yukarıda yer verilen değerleme sonuçlarının Şirket'in değerini makul bir şekilde yansıttığı düşünülmektedir.

Piyasa Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 29: Değerleme Yöntemleri Sonuçları

TL	Hesaplanan		Özsermaye Değeri
	Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	
İndirgenmiş Nakit Akışları	664.732.329	70.00%	465.312.630
Yurt içi Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	1.756.533.046	10.00%	175.653.305
Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	1.883.859.989	10.00%	188.385.999
Yurtdışı Benzer Şirketler (FD/FAVÖK Çarpanı)	1.112.692.410	10.00%	111.269.241
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri			940.621.175
Pay Başına Birim Değer			18,81

Yapılan ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi piyasa değeri 940,6 milyon TL, hisse başına birim pay fiyatı **18,81 TL** olarak hesaplanmaktadır. Halka arz öncesi fiyattan hesaplanan iskonto oranı aşağıda hesaplanmıştır.

Tablo 30: Halka Arz İskontosu ve Pay Değeri Hesabı

Sonuç	(TL)
Nominal Sermaye Tutarı	50.000.000
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	940.621.175
Halka Arz Öncesi Pay Başına Değer	18,81 TL
Halka Arz İskontosu	%24,50
Halka Arz Pay Fiyatı	14,20 TL

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, halka arz öncesi pay başına değer üzerinden halka arz öncesi iskonto oranı %24,50 olarak hesaplanmaktadır. Bulunan pay fiyatının makul olduğu düşünülmektedir.

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

Ek 2: Sorumluluk Beyanı

Ek 3: Lisans Belgeleri

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı
Mustafa Kemal Mahallesi Dumlupınar Bulvarı
Eskişehir Yolu No:156 06530 Çankaya / Ankara

30 Kasım 2022

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Birikim Varlık Yönetimi A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 30 Kasım 2022 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslar'da belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışana,

- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne

- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,

- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,

- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,

- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Menevşe Özdemir Dilidüzgün

Müdür

Zafer Mustafaoglu

Genel Müdür Yardımcısı

Ek 2: Sorumluluk beyanı

T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı
Mustafa Kemal Mahallesi Dumlupınar Bulvarı
Eskişehir Yolu No:156 06530 Çankaya / Ankara

30 Kasım 2022

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 30 Kasım 2022 tarihli Birikim Varlık Yönetimi A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.



HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Menevşe Özdemir Dilidüzgün

Müdür

Zafer Mustafaoğlu

Genel Müdür Yardımcısı

Ek 3: Lisans Belgeleri

Zafer Mustafaoglu

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/8EEBF3F3-5FEB-48F0-9CD7-245411666572>

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının köresel bir marka olma yolunda önemli bir adım atarak, yatırımcıların yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	23.09.2023	200135	Aktif Lisans

ZAFER MUSTAFAOĞLU, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Notlar:
Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasası Düzey 3 Lisansı kurulumu alt 12 sınavı tamamlayarak başarıyla tamamlayarak ve 4 yıllık lisanslama eğitiminde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurulumunda ve halka açık ortamlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmektedir. Ayrıca SPL tarafından verilen mesleki yeterlik, bilgi ve becerilerin gösterdiği belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almasıyla halka kısıtlanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin

Menevşe Özdemir Dilidüzgün

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/534B8278-8DD9-4641-B749-86BF93FEFF0C>

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının köresel bir marka olma yolunda önemli bir adım atarak, yatırımcıların yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	23.09.2023	205720	Aktif Lisans

MENEVŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Notlar:
Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasası Düzey 3 Lisansı kurulumu alt 12 sınavı tamamlayarak başarıyla tamamlayarak ve 4 yıllık lisanslama eğitiminde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurulumunda ve halka açık ortamlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmektedir. Ayrıca SPL tarafından verilen mesleki yeterlik, bilgi ve becerilerin gösterdiği belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almasıyla halka kısıtlanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/F15C3B95-56CE-40A5-BD60-BA43E7D2EFF1>

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının köresel bir marka olma yolunda önemli bir adım atarak, yatırımcıların yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	23.09.2023	80246	Aktif Lisans

MENEVŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Notlar:
Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı kurulumu alt 8 sınavı tamamlayarak başarıyla tamamlayarak ve 4 yıllık lisanslama eğitiminde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurulumunda ve halka açık ortamlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmektedir. Ayrıca SPL tarafından verilen mesleki yeterlik, bilgi ve becerilerin gösterdiği belge olan Türev Araçlar Lisansı almasıyla halka kısıtlanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kredi Derecelendirme Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/B19B8FBD-D715-4813-963B-45E4915E31CA>

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının köresel bir marka olma yolunda önemli bir adım atarak, yatırımcıların yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	17.02.2024	80246	Aktif Lisans

MENEVŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir.

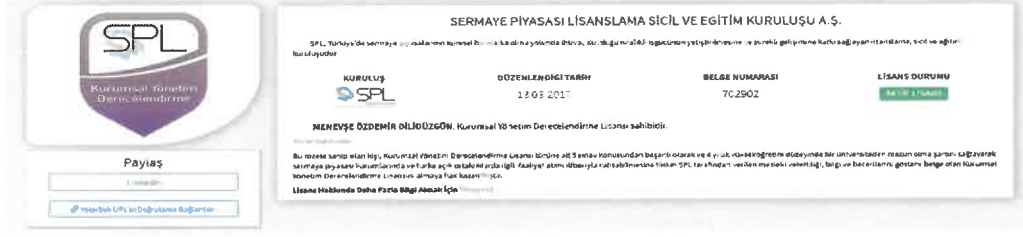
Notlar:
Bu rozete sahip olan kişi, Kredi Derecelendirme Lisansı kurulumu alt 8 sınavı tamamlayarak başarıyla tamamlayarak ve 4 yıllık lisanslama eğitiminde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurulumunda ve halka açık ortamlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmektedir. Ayrıca SPL tarafından verilen mesleki yeterlik, bilgi ve becerilerin gösterdiği belge olan Kredi Derecelendirme Lisansı almasıyla halka kısıtlanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin

HAZK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kurumsal Yönetim Derecelendirme Doğrulama Linki:

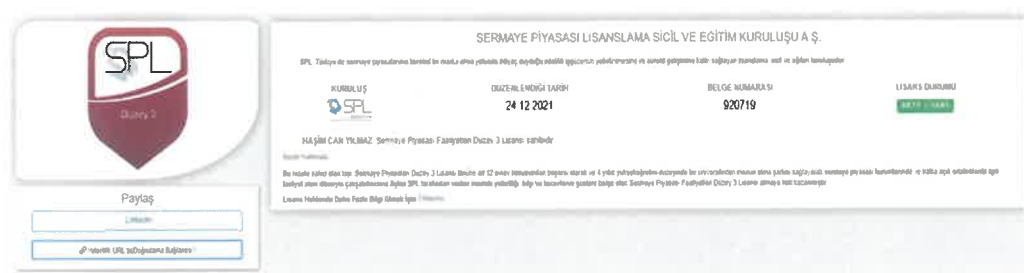
<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/6B21CC6D-B5FD-41F6-87B2-707B83A9B3D7>



Haşim Can Yılmaz

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/74D59AFA-81D8-4665-B720-B908B742F89E>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/9EDCB9F7-EB95-4F28-8392-E0D4EDBA43E8>

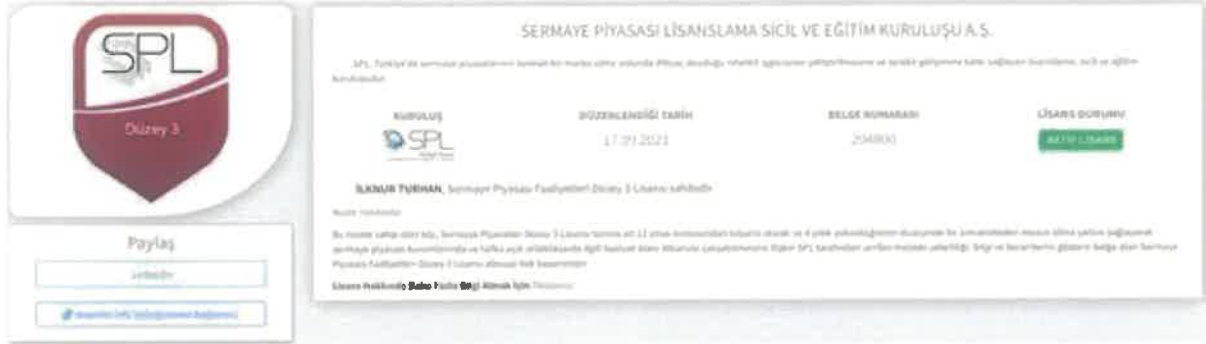


TALKE YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İlknur Turhan

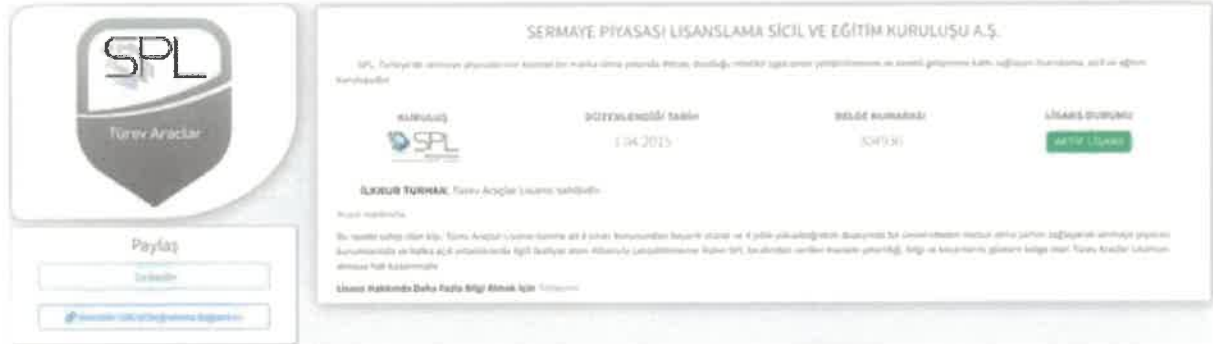
SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=FCA36673-09C6-4B5C-A189-389657CAE09E>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

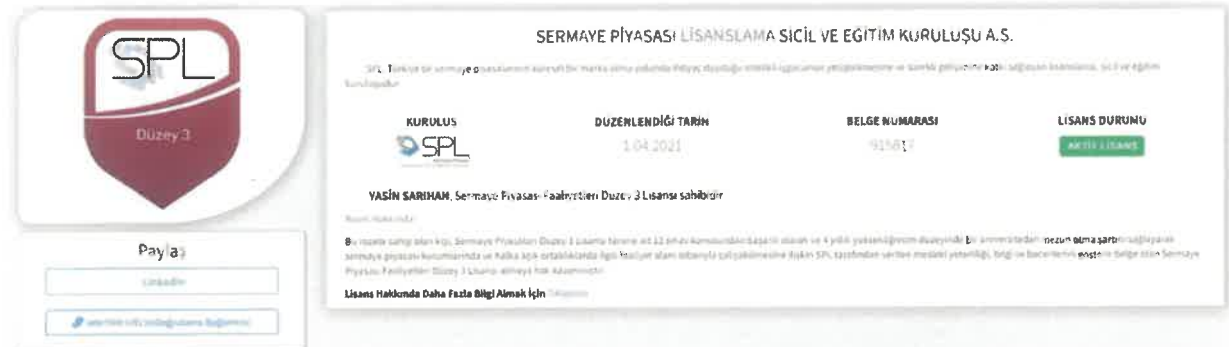
<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=72BF6733-9BF6-4366-A6FD-745D8ACDE5AE>



Yasin Sarıhan

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/AACF8F11-C24A-48E6-B351-3D9E691B6621>




ALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.