

Sümer Varlık Yönetim Anonim Şirketi
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Hazırlanan Fiyat Analiz Raporu

11.12.2024

Sümer Varlık Yönetim Anonim Şirketi Anonim Şirketi Fiyat Analiz Raporu

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. fıkrası ve 2016/27 sayılı SPK bülteninde alınan ilke karar çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin hazırlanan Analiz Raporu'nda 6. kısımda bulunan fiyata ilişkin değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Şeker Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu ("FTR")'ndan alınmıştır.

1. Sümer Varlık Yönetim A.Ş. ("Sümer Varlık" , "SMRVA" veya "Şirket")

Şirket, 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu ve Varlık Yönetim Şirketlerinin Kuruluş ve faaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik hükümlerine uygun surette, kaynak kuruluşların alacakları ile diğer varlıklarının satın alınması, tahsili, yeniden yapılandırılması ve satılması amacına yönelik olarak faaliyetlerde bulunmak amacıyla, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun 03.12.2014 tarihli izniyle kurulmuştur.

2. Mali Tablolar

2.1. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu - '000TL	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Faiz gelirleri	193.124	357.277	1.070.268	610.040	1.311.652
Kredilerden alınan faizler	188.512	349.594	1.036.588	597.303	1.237.885
Bankalardan alınan faizler	3.298	4.871	21.055	12.526	26.091
Para piyasası işlem. alınan faizler	6	6	0	0	85
Menkul değerlerden alınan faizler	1.308	2.806	217	211	0
Diğer faiz gelirleri	0	0	12.408	0	47.591
Faiz giderleri	-29.524	-29.222	-75.251	-42.585	-245.764
Kullanılan kredilere verilen faizler	-13.917	-10.517	-12.957	-8.578	-37.328
İhraç edilen menkul kıym. ver. faizler	-14.486	-16.405	-60.942	-32.916	-207.940
Diğer faiz giderleri	-1.121	-2.300	-1.352	-1.091	-496
Net faiz geliri / (gideri)	163.600	328.055	995.017	567.454	1.065.888
Net ücret ve komisyon gelir / (gider)	-11.485	-13.723	-74.122	-43.763	-160.711
Personel giderleri	-20.990	-36.438	-90.624	-58.958	-134.717
Ticari kar / (zarar) (net)	770	351	38.794	8.393	15.171
Diğer faaliyet gelirleri	6.164	21.273	14.946	8.557	43.668
Faaliyet brüt karı	138.059	299.518	884.011	481.683	829.299
Beklenen zarar karşılıkları	-7.545	-34.278	-76.187	-58.454	-60.215
Diğer faaliyet giderleri	-15.673	-25.186	-59.618	-31.262	-97.950
Vergi öncesi k/z	114.841	240.054	748.206	391.967	671.134

Vergi karşılığı	-24.462	-51.915	-250.885	-89.567	-201.659
Net dönem karı / (zararı)	90.379	188.139	497.321	302.400	469.475

2.2. FAVÖK

Gelir Tablosu - '000TL	2021	2022	2023	2023/09	2024/09	2024/09*
Dönem Net karı	90.379	188.139	497.321	302.400	469.475	664.396
Süred. faaliyet vergi karşılığı	24.462	51.915	250.885	89.567	201.659	362.977
Diğer karşılık giderleri	0	0	0	0	0	0
Kiralama faiz giderleri	1.121	2.300	1.352	1.091	496	757
İştirak satış zararı	0	0	0	0	0	0
Karşılık iptalleri	0	0	0	0	0	0
Vergi incel. karşılık gideri	0	0	0	0	0	0
KKDF vergi cezası	0	0	0	0	0	0
İdari para cezası	0	0	0	0	0	0
Bankalardan alınan faizler	-3.298	-4.871	-21.055	-12.526	-26.091	-34.620
Diğer Faiz Gelirleri	0	0	-12.408	0	-47.591	-59.999
Kul. kredilere verilen faizler	13.917	10.517	12.957	8.578	37.328	41.707
İhraç menkul kıym. Ver. faizler	14.486	16.405	60.942	32.916	207.940	235.966
Ticari kar / zarar (Net)	-770	-351	-38.794	-8.393	-15.171	-45.572
Yabancı para alacak değer.	0	0	0	0	0	0
Düzeltilmiş FVÖK	140.297	264.054	751.200	413.633	828.045	1.165.612
Dönem içindeki tahsilat (brüt)	129.678	248.392	548.624	340.654	788.969	996.938
Portföy Maliyet Kapama	-6.395	-10.393	-23.314	-10.949	-56.589	-68.954
Net Tahsilat	123.283	237.999	525.310	329.705	732.380	927.984
Kredilerden alınan faizler	-188.512	-349.594	-1.036.588	-597.303	-1.237.885	-1.677.170
İştirak. elde edilen kazanç (-)	0	0	0	0	0	0
Beklenen zarar karş. gideri (-)	7.545	34.278	76.187	58.454	60.215	77.948
Yabancı para alacak değer.	0	0	0	0	0	0
MDV amortisman giderleri	2.617	3.272	4.924	3.228	8.783	10.479
MODV itfa giderleri	158	163	187	135	184	236
Elden çıkarıl kıym. Amort. gid.	0	0	0	0	0	0
Kira. gmenkul ve taşıtlar kira tut.	-419	-364	-1.263	-618	-3.777	-4.422
Düzeltilmiş FAVÖK (A)	84.969	189.808	319.957	207.234	387.945	500.667
Toplam gelirler (B)	129.447	259.272	540.256	338.262	776.048	978.041
Toplam tahsilat gelirleri	123.283	237.999	525.310	329.705	732.380	927.984
Aktif satışı gelirleri / zararları	360	337	338	260	4.015	4.093
Diğer faaliyet gelirleri -	5.804	20.936	14.608	8.297	39.653	45.964
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (A/B)	66%	73%	59%	61%	50%	51%

* Son 12 aylık dönemi ifade eder.

2.3. Bilanço

Bilanço - '000TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Finansal varlıklar (net)	53.948	78.603	312.191	178.238
Itfa edilmiş maliyet ile ölçülen finansal varlıklar (net)	202.219	377.355	1.126.308	1.970.545
Satış amaçlı elde tut. ve dur. Faal. ilişkin duran var. (net)	1.506	1.083	636	2.136
Maddi duran varlıklar	37.247	44.738	56.975	143.611
Maddi olmayan duran varlıklar (net)	1.091	991	1.292	1.613
Diğer aktifler	4.902	8.903	42.628	253.034
AKTIF TOPLAMI	300.913	511.673	1.540.030	2.549.177

Alinan krediler	44.496	51.744	91.413	77.354
İhraç edilen menkul kıymetler (net)	85.829	51.853	350.130	776.172
Kiralama işlemlerinden yükümlülükler	5.581	6.329	3.163	1.181
Karşılıklar	968	1.752	6.100	15.514
Cari vergi borcu	4.759	19.338	38.937	21.796
Ertelenmiş vergi borcu	18.207	52.030	242.674	406.184
Diğer yükümlülükler	1.505	8.620	16.382	10.019
Özkaynaklar	139.568	320.007	791.231	1.240.957
Ödenmiş sermaye	30.000	50.000	50.000	100.000
Sermaye yedekleri	-97	-97	-1.108	-1.108
Kar yedekleri	4.401	6.586	13.983	18.776
Geçmiş yıllar karı / zararı	14.885	75.379	231.035	653.814
Dönem net karı / zararı	90.379	188.139	497.321	469.475
PASIF TOPLAMI	300.913	511.673	1.540.030	2.549.177

3. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Şeker Yatırım SMRVA Halka Arz Fiyat Tespit Raporu Özeti - Milyon TL	
Halka Arz Şekli	Sermaye Artışı
Çıkarılmış Sermaye	100
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	28
<i>Sermaye Artırımı</i>	18
<i>Ortak Satışı</i>	10
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	118
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	23,73%
Halka Arz Birim Pay Fiyatı	22,00 TL
Halka Arz Edilecek Payların Değeri	616
Halka Arz Öncesi Hesaplanan Piyasa Değeri (<i>İskonto Öncesi</i>)	3.072,1
<i>Halka Arz İskontosu</i>	28,39%
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	2.200,00
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	2.596,00

4. Değerleme Yöntemleri

Şeker Yatırım tarafından hazırlanan FTR’de, SMRVA paylarının halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla kullanılan yöntemler aşağıda yer almaktadır.

- 1) Çarpan Analizi
- 2) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Nihai değer hesaplanırken Çarpan Analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %40, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri ile hesaplanan şirket değerine ise %60 ağırlık verilmiştir.

4.1. Çarpan Analizi Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

SMRVA’nın Şirket değerinin hesaplanmasında, piyasa çarpanları analizinde BİST’te ve yurt dışında işlem gören ve faaliyet konuları SMRVA ile benzerlik gösteren Varlık

Yönetim Şirket çarpanları ile BİST Mali Endeksi altında faaliyet gösteren benzer şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. 15'ten büyük çarpanlar uç değer olarak değerlendirilerek, değerlemede hesaba katılmamıştır.

Çarpan analizinde Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2024/09 verileri yıllıklandırılarak kullanılmıştır.

Süner Varlık - '000TL	Yıllıklandırılmış
Net Kar (2023/09 - 2024/09)	664.396
Düzeltilmiş FAVÖK (2023/09 - 2024/09)	500.667
Net Finansal Borç (30.09.2024)	676.469
Özkaynak (30.09.2024)	1.240.957
Çıkarılmış Sermaye (30.09.2024)	100.000

Benzer Şirket Çarpanları	Çarpanlar
BİST Mali Endeks Şirket Çarpanlarına Göre F/K Medyan Çarpanı (x)	4,78
Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanlarına göre FAVÖK Medyan Çarpanı (x)	8,49
Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanlarına göre F/K Medyan Çarpanı (x)	7,48

'000TL	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye
Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K)	4.970.704	25,00%	1.242.676
Yurtdışı Benzer Şirketler (FD/FAVÖK)	3.576.145	25,00%	894.036
Yurtiçi Benzer Şirketler (F/K)	3.175.076	50,00%	1.587.538
Özsermaye Değeri			3.724.250
Çıkarılmış Sermaye (Bin TL)			100.000
Pay Fiyatı			37,24

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile hesaplanan Şirket Değeri'ne ilişkin özet veriler aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. FTR'de Şirket Değeri'nin hesaplanmasında; 2024-2038 dönemi nakit akımları projeksiyonu kullanılmış, değişken olarak tahmin edilen ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM") aşağıdaki tabloda yer aldığı şekilde hesaplanmıştır.

AOSM Tablosu	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Risksiz Getiri Oranı	28,5%	26,0%	24,0%	20,0%	20,0%	20,0%	16,0%	16,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Şirket Risk Primi	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Sermaye Maliyeti	35,0%	32,5%	30,5%	26,5%	26,5%	26,5%	22,5%	22,5%
Borçlanma Maliyeti	53,0%	38,0%	31,2%	26,0%	26,0%	26,0%	20,8%	20,8%
Vergi Oranı	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Vergi Sonrası Borç. Mal.	37,1%	26,6%	21,8%	18,2%	18,2%	18,2%	14,6%	14,6%
Borçluluk Oranı	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%
AOSM	35,9%	30,1%	27,0%	23,1%	23,1%	23,1%	19,3%	19,3%

AOSM Tablosu	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Risksiz Getiri Oranı	16,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Şirket Risk Primi	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Sermaye Maliyeti	22,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
Borçlanma Maliyeti	20,8%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%
Vergi Oranı	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Vergi Sonrası Borç. Mal.	14,6%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Borçluluk Oranı	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%
AOSM	19,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%

- Risksiz getiri oranının enflasyondaki gerilemeye bağlı olarak kademeli olarak iyileşme öngörülmüştür.
- Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki TGA satışlarının finansal kuruluşlara bağlı olması gibi hususlar göz önüne alınarak %1,0 oranında ekstra Şirket risk primi dahil edilmiştir.
- 2024/09 dönemi borçluluk oranının korunacağı varsayılmıştır.
- 2026T-2038T projeksiyon dönemi boyunca borçlanma maliyeti risksiz faiz oranının %30,0 üzerinde olacağı tahmin edilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımları tablosu aşağıda yer almaktadır, Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5,0 olarak kullanılmıştır.

İNA Projek. (MN TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Gelirler	1.226,7	2.195,0	2.903,6	3.502,0	4.151,3	4.857,1	5.451,8	6.077,5
Giderler	562,9	890,5	1.162,1	1.430,2	1.639,9	1.861,9	2.112,9	2.300,5
Düzeltilmiş FAVÖK	663,8	1.304,5	1.741,5	2.071,8	2.511,4	2.995,3	3.339,0	3.777,1
FAVÖK marjı	54%	60%	60%	59%	60%	62%	61%	62%
FAVÖK Üzer. Vergi	199,1	391,4	522,4	621,5	753,4	898,6	1.001,7	1.133,1
Vergi Oranı	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Yatırım Harcamaları	687,0	796,7	783,4	888,1	1.006,7	1.140,8	1.258,8	1.388,7
Serbest Nakit Akımı	-222,4	116,5	435,6	562,2	751,3	955,9	1.078,5	1.255,2
AOSM	35,9%	30,1%	27,0%	23,1%	23,1%	23,1%	19,3%	19,3%
İskonto Faktörü	0,7	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
İndirg. Nakit Akımı	-163,7	65,9	194,1	203,5	220,9	228,3	215,9	210,7

İNA Projek. (MN TL)	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Gelirler	6.740,6	7.427,1	8.065,1	8.752,8	9.496,6	10.301,0	11.172,6
Giderler	2.558,9	2.852,8	3.110,8	3.390,8	3.742,6	4.079,0	445,6
Düzeltilmiş FAVÖK	4.181,7	4.574,2	4.954,4	5.361,9	5.754,1	6.222,0	6.727,0
FAVÖK marjı	62%	62%	61%	61%	61%	60%	60%
FAVÖK Üzer. Vergi	1.254,5	1.372,3	1.486,3	1.608,6	1.726,2	1.866,6	2.018,1
Vergi Oranı	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Yatırım Harcamaları	1.531,6	1.658,7	1.795,9	1.944,0	2.103,7	2.275,9	2.461,5
Serbest Nakit Akımı	1.395,5	1.543,2	1.672,1	1.809,4	1.924,2	2.079,5	2.247,4
AOSM	19,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%
İskonto Faktörü	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
İndirg. Nakit Akımı	196,5	185,2	171,0	157,7	142,9	131,6	121,2

İndirgenmiş Nakit Akımı	Mn TL
Projeksiyon Dönemi	2.282
Sonsuz Büyüme	5%
2038 Sonrası Değeri (Sonsuz Değer)	1.032
Firma Değeri	3.314
Net Finansal Borç	677
Özkaynak Değeri	2.637

5. Sonuç

Şeker Yatırım tarafından; Çarpan Analizi'nin %40, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nin %60 oranları ile ağırlıklandırılması sonucunda Şirket Değeri (*halka arz iskontosu öncesi*) **3.072.075 bin TL** olarak tespit edilmiştir. Çıkarılmış sermayesi 100.000.000 TL olan SMRVA'nın pay fiyatı 30,72 TL (*halka arz iskontosu öncesi*) olarak hesaplanmıştır. Söz konusu fiyata uygulanan %28,4 halka arz iskontosu sonrası Şirket Değeri 2.200.000 bin TL, halka arz birim pay fiyatı 22,00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi- '000 TL	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Piyasa Değeri Katkısı
Çarpan Analizi	3.724.250	40%	1.489.700
İNA Analizi	2.637.292	60%	1.582.375
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye			3.072.075
Çıkarılmış Sermaye			100.000
Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Pay Değeri TL			30,72
Halka Arz İskontosu			28,4%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye			2.200.000
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Pay Değeri TL			22,00

6. Şeker Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Analist Raporu

Analizimizde Şeker Yatırım tarafından hazırlanan FTR’de yer alan Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

FTR’de; Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemlerine yer verilmiştir. Halka arz fiyatının tespit edilmesinde kullanılan bu iki yönetime ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

Fiyat Tespit Raporu’na İlişkin Görüşlerimiz:

- Şirket ve Şirket’in faaliyet gösterdiği sektör hakkında yeterince bilgi verildiği ve değerlendirme metodunun yeterince açıklandığı görüşündeyiz.
- Çarpan Analizi’nde Benzer Şirketler olarak BİST’te ve yurt dışında işlem gören ve faaliyet konuları SMRVA ile benzerlik gösteren Varlık Yönetim Şirket çarpanları ile BİST Mali Endeksi altında faaliyet gösteren benzer şirketlerin çarpanlarının kullanılmasının makul olduğunu değerlendiriyoruz.
- Yine Çarpan Analizi’nde yıllıklandırılmış olarak kullanılan Net Kar, Düzeltilmiş FAVÖK kalemlerinin kullanılmasının makul olduğunu değerlendiriyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde gelir projeksiyonundaki kalemlerin ayrı ayrı açıklanarak tahmin edilmesinin detaylı ve açıklayıcı olduğunu değerlendiriyoruz.
- AOSM hesaplamasında Şirket’e özgü risk primi kullanılmasını makul ve muhafazakar buluyoruz.

Sonuç olarak;

Yukarıdaki görüşlerimiz ile birlikte; beklenen değerlerin oluşmasının, projeksiyonların gerçekleşmesine doğrudan bağlı olduğuna dikkat çekerek halka arz şirket değerini makul buluyoruz.

Uyarı Notu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ABD’de dağıtılmak için hazırlanmamıştır.