



HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU

**Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi uyarınca
hazırlanmıştır.**

10 MAYIS 2024

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN KONUSU	3
2. FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR.....	3
3. TAHMİN VE GERÇEKLEŞME VERİLERİ	6
4. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	7

1. Raporun Konusu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5. maddesi gereğince Birikim Varlık Yönetim A.Ş.'nin ("Birikim Varlık" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

2. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") tarafından 30.11.2022 tarihinde hazırlanan ve 05.12.2022 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki varsayımlar ile tespit edilmiştir.

Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından yayınlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye (<https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>) mevzuatın izin verdiği ölçüde uyumlu olarak hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz edilecek pay başına değerin tespitinde, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nden Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit ve Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi Akımları yöntemi kullanılmıştır.

a- Gelir Yaklaşımı -İndirgenmiş Nakit Akımları

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.

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 değerin 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.

(Milyon TL)	2022 (6 Ay)
Projeksiyon Dönemi Değer	452
Sonsuz büyüme	5%
2036 Sonrası Değeri	255
Şirket Değeri	707
Net Finansal Borç	94
Özkaynak Değeri	613
Değerleme Faktörü	1,08
Özsermaye Değeri	665
Ödenmiş Sermaye	50

İndirgenmiş Nakit Akımları sonucunda bulunan Şirket Değeri'nden Net Finansal Borç düşülerek şirketin 30.06.2022 itibarıyla Özsermaye değerine ulaşılmıştır. Şirket özsermaye değeri değerlendirme tarihi olan 31 Ekim 2022 tarihi itibarıyla özsermaye değerini yansıtmaması amacıyla düzeltilmiştir. Bu kapsamda, değerlemede kullanılan 2022 yılı özsermaye maliyeti %27 dikkate alınarak özsermaye değeri 665 Milyon TL olarak bulunmuştur.

b- Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi

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 değer 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 değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

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.

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 oranlaması 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 içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'un XUMAL kodlu BIST Mali endeksi altında yer alan Varlık Yönetim, Faktoring ve Finansal Kiralama şirketleri ile Aracı Kurumlar incelenmiştir. İlgili şirketleri değerlendirirken finansal kurumlara yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan Fiyat / Kazanç (F / K) çarpanı kullanılmıştır.

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.

(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

Birikim Varlık Değerlemesi Sonucu

Nakit Akımları ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırılması sonucunda hesaplanan özsermaye değeri aşağıda gösterilmiştir.

	Hesaplanan	Ağırlık (%)	Özsermaye
TL	Özsermaye Değeri		Değeri
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

Yapılan ağırlıklandırma ile Şirket'in halka arz öncesi hesaplanan özsermaye değeri **940,6 milyon TL**'dir. Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden belirlenen fiyata göre hesaplanan iskonto oranı aşağıda gösterilmiştir.

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

Şirket'in halka arz öncesi Özsaynak Değeri üzerinden 1 TL nominal değerli pay başına düşen değer % 24,50 halka arz iskontosuyla birlikte 14,20 TL olarak hesaplanmıştır.

3. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Fiyat Tespit Raporu'nda 2024 yılına ilişkin tahmini toplam satış gelirleri, toplam giderler ve FAVÖK ile 2024 1. Çeyrek dönemi fiili verileri aşağıdaki tabloda karşılaştırılmıştır.

Gelir-Gider Projeksiyonu ve Gerçekleştirme

(Milyon TL)	Halka Arz Öncesi 2024 Yıl Sonu Tahmini	2024/03 Gerçekleşen	2024 Yılsonu Gerçekleşme Tahmini	2024 Yılsonu Gerçekleşme Oranı (%)
Bireysel Tahsilat	457	140	560	123%
Ticari Tahsilat	83	42	168	202%
Hizmet Gelirleri ve Diğer Gelirler	5	3	12	240%
Net Varlık Satış Karı/Zararı	4	0	1	20%
Toplam Gelir	414	185	741	179%
<i>Personel Giderleri</i>	88	27	108	123%
<i>Diğer Faaliyet Giderleri</i>	53	30	120	226%
<i>BSMV</i>	24	8	32	133%
Toplam Faaliyet Giderleri	165	65	260	158%
Tahsilat Giderleri	52	23	92	177%
Toplam Gider	217	88	352	162%
Düzeltilmiş FAVÖK	197	100	332	169%

2024 yılının ilk 3 aylık döneminde 182 Milyon TL tahsilat geliri, 3 Milyon TL tutarında diğer gelirler olmak üzere 185 Milyon TL tutarında toplam gelir elde edilmiştir. Bunun yanında ise 2024 ilk 3 aylık döneminde 88 milyon TL tutarında gider gerçekleştirmiştir. Düzeltilmiş FAVÖK 100 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda 2024 yılsonu tahmini verileri ile 2024 yılı ilk 3 aylık dönem oluşan gelir rakamları ile oluşturduğumuz yılsonu gerçekleştirme tahminlerimiz karşılaştırıldığında toplam gelirler %179, toplam giderler %162, Düzeltilmiş FAVÖK %169 oranında gerçekleşeceği öngörülmektedir ve 2024 yılının ilk 3 aylık döneminde Düzeltilmiş FAVÖK tutarı 100 Milyon TL olmuştur.

TGA ve Yatırım Projeksiyonu Gerçekleştirme

Yatırım Projeksiyonu (Milyon TL)	Halka Arz Öncesi 2024 Tahmini	2024/03 Gerçekleşen	2024 Yılı Sonu Gerçekleşme Tahmini	2024 Yılı Sonu Gerçekleşme Oranı (%)
Toplam Satın Alınan TGA	933	38	800	86%
Toplam Yatırım Tutarı	201	14	360	179%

Varlık Yönetimi Sektöründe 2024 yılı ilk 3 aylık dönemde sektörde TGA satış hacmi 5,2 Milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılı ilk 3 aylık dönemde Birikim Varlık olarak 152 milyon TL anapara alımı gerçekleştirilerek 56 milyon TL tutarında bir yatırım yapılmıştır.

2024 yılında tahmin edilenden % 14 oranında daha az TGA alımı , %179 oranında daha fazla yatırım tutarı gerçekleşmesi tahmin edilmektedir.

4. Sonuç ve Değerlendirme

Şirket'in Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen 2024 hedefleri ile 2024 Yılı sonu gerçekleşme tahmini veriler karşılaştırıldığında toplam gelirler %179 oranında, Düzeltilmiş FAVÖK %169 oranında, Toplam Gider kalemi ise %162 oranında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Toplam gelirlerin halka arz öncesi 2024 yılı sonu tahmininden %79 üstünde gerçekleşeceğinin, toplam giderlerin ise halka arz öncesi 2024 yılı sonu tahmininden %62 fazla gerçekleşeceğinin öngörülmesiyle birlikte; düzeltilmiş FAVÖK tutarının Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan düzeltilmiş FAVÖK tutarının %69 üstünde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

İlhan KOÇ
Denetimden Sorumlu Komite Başkanı

Mahmut Onur BİÇER
Denetimden Sorumlu Komite Üyesi