

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Işık Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Işık Yatırım") tarafından, Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (Garanti Yatırım) Konsorsiyum Lideri olduğu Gelecek Varlık Yönetimi A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Gelecek Varlık" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında 6 Ekim 2021 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Işık Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza Dair Özet Bilgiler	
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	: 126.500.000 TL
Sermaye Artırımı	: 13.200.000 TL nominal
Ortak Satışı	: 8.800.000 TL nominal
Halka Arz Türü	: Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	: 139.700.000 TL
Halka Arz Fiyatı	: 13,65 TL
Halka Arz Büyüklüğü	: 300.300.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	: 360.360.000 TL
Halka Açıklık Oranı	: %15,75
Satış Yöntemi	: Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Tarihi	: 14-15 Ekim 2021
Verilen Taahhütler	: Şirket, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 gün boyunca halka arza konu olmayan maliki olduğu Şirket paylarını satmayacağını, devretmeyeceğini veya payların satılması sonucunu doğuracak şekilde paylar üzerinde sair surette tasarrufta bulunmayacağını, bedelli sermaye artırımı yapmayacağını ve bu suretle dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını ve bu sonuçları doğurabilecek başkaca herhangi bir işle yapmayacağını taahhüt etmiştir
Tahsisat Grupları	: %40 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %20 Yurt İçi Yüksek Başvurululu Yatırımcı %30 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcı %10 Yurtdışı Kurumsal Yatırımcı

Şirket Profili

Gelecek VYŞ, BDDK'nın 15/11/2018 tarih ve 8092 sayılı Karar ile 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 143 üncü maddesi, VYŞ Yönetmeliği ve diğer uygulanabilir mevzuat uyarınca lisanslı bir Varlık Yönetim Şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Varlık Yönetim Şirketler, TMSF'nin, yurtiçi ve yurtdışında yerleşik bankaların, özel finans kurumlarının, diğer mali kurumların ve kredi sigortası veren sigorta şirketlerinin söz konusu hizmetlerinden doğan alacakları ile diğer varlıklarını satın alabilir, satabilirler.

Gelecek VYŞ, başta bankaların bireysel, kobi, ticari, kurumsal segmentlerindeki teminatlı ve teminatsız tüm kredi portföyleri olmak üzere finansal kuruluş alacaklarına yatırım yapan ve tahsilat süreçlerini yöneten bir Varlık Yönetim Şirketi'dir.

Tahsili Gecikmiş Alacaklar (TGA) portföyü satış süreci bir bankanın ya da finansal kurumun satışa konu kredileri belirleyerek portföyü oluşturmasıyla başlar. Satışı yapan kurum, satışa çıkarmak istediği bireysel/kobi/ticari/kurumsal; teminatlı/teminatsız kredilerinden bir portföy oluşturur. VYŞ'ler, satışa konu portföyün değerlemesini yapar, ihale için bir fiyat belirler. Bu değerlendirme işlemleri, genellikle, teminatı bulunmayan bireysel/kobi kredilerinden oluşan, yoğun data içeren portföylerde istatistiki ya da makine öğrenmesi algoritmalarıyla oluşturulan finansal modellerle çalışılırken, ticari-kurumsal yüksek tutarlı ve/veya teminatlı dosyalar tek tek hem finansal hem hukuki açıdan ayrıntılı olarak değerlendirilir. Söz konusu değerlendirme yöntemleri VYŞ'lerin bilgi birikimleri, tecrübeleri, veri zenginliği, veri modellemelerindeki kabiliyetleri, yatırım stratejileri ve rekabetçi yaklaşımlarına göre değişiklik gösterebilmektedir.

Satın alınan portföyün gelir yaratan çözüm aşaması, devir/temlik işlemlerinin tamamlanması ile başlar. Portföylerden yapılan tahsilatlar şirkete 10 yıldan uzun süre nakit akışı sağlayabilmektedir. Gelecek VYŞ ilk özel banka portföyünü 29.01.2008 tarihinde devir almış, 2021 yılı itibari ile de portföyün 14. yılında söz konusu portföyün yönetimine ve tahsilatına devam etmektedir.

Gelecek VYŞ, toplam yatırım tutarı, toplam satın alınan anapara büyüklüğü ve 2020 yılı tahsilat tutarı itibari ile sektöründe lider konumundadır. 30/06/2021 itibari ile 24 farklı bankanın 166 portföyünü ve 5 finansal kurumun 14 portföyünü devir ve temlik almıştır ve bu portföyler için toplam yatırım tutarı 1,9 milyar TL'dir.

2021 Haziran sonu itibari ile yönettiği TGA portföyünün %52'si bireysel, %22'si kobi ve %26'sı ticari ve kurumsal nitelikli alacaklardan oluşmaktadır. Kuruluşundan bugüne her dönem aktif bir yatırımcı olması itibari ile Gelecek VYŞ hem tarihçe olarak 14 yıllık uzun bir dönemi kapsayan hem de güncel portföy alımları nedeni ile son dönem portföy niteliklerini de yansıtan, çok geniş bir veri tabanına sahiptir.

24 farklı bankanın ve 5 finansal kurumun portföy dasetini içeren veri tabanı sayesinde, özellikle teminatsız bireysel ve kobi nitelikli TGA portföy değerlendirme süreçlerinde kullanılan ve gerçekçi tahsilat projeksiyonları yapmasını sağlayan gelişmiş, makine öğrenmesi ile desteklenen, güvenilir istatistiki modellere sahiptir.

Ortaklık Yapısı

Gelecek Varlık Yönetimi A.Ş.	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Sermaye		Sermaye		Sermaye	
Ortaklar	(TL)	(%)	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Fiba Holding A.Ş.	110.853.021	87,6%	102.053.021	73,1%	97.653.021	69,9%
Murat Özyeğin	7.821.741	6,2%	7.821.741	5,6%	7.821.741	5,6%
Ayşe Can Özyeğin Oktay	7.821.740	6,2%	7.821.740	5,6%	7.821.740	5,6%
Fiba Faktoring A.Ş.	2.006	0,0%	2.006	0,0%	2.006	0,0%
Fiba Kapital Holding A.Ş.	1.492	0,0%	1.492	0,0%	1.492	0,0%
<i>Halka Açık Kısım</i>	-	-	22.000.000	15,7%	26.400.000	18,9%
- Sermaye Artırımı	-	-	13.200.000	9,4%	13.200.000	9,4%
- Ortak Satışı	-	-	8.800.000	6,3%	8.800.000	6,3%
- Ek Satış	-	-	-	-	4.400.000	3,25%
Toplam	126.500.000	100,0	139.700.000	100,0	139.700.000	100,0

Finansal Analiz

Şirket'in Haziran'21 sonu son 12 aylık gelirleri 639 milyon TL, düzeltilmiş VAFÖK'ü 419 milyon TL (VAFÖK marjı: %65,6) ve net dönem karı 181 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirketin 2018, 2019 ve 2020 yıllarında düzeltilmiş VAFÖK tutarı sırasıyla 231 milyon TL, 357 milyon TL ve 371 milyon TL olurken VAFÖK marjı ise sırasıyla %62,3, %69,3 ve %66,4 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Finansal Sonuçları itibariyle;

KAR veya ZARAR TABLOSU (000 TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
Faiz Gelirleri	387.628	630.541	508.138	183.637	325.845
Faiz Giderleri	103.643	143.266	97.197	97.197	39.623
Net Faiz Geliri	283.985	487.275	410.941	124.153	286.222
Net Ücret & Komisyon Gelirleri	(35.581)	(30.663)	(37.530)	(13.979)	(28.319)
Ticari Kar /Zarar	(14.641)	15.706	26.501	17.020	27.665
Diğer Faaliyet Gelirleri	5.289	9.541	9.742	2.943	3.682
Faaliyet Brüt Karı	239.052	481.859	409.654	130.137	289.250
Beklenen Zarar Karşılıkları Gideri	(112.380)	(215.434)	(107.726)	(38.001)	(62.493)
Diğer Karşılık Giderleri	(302)	(400)	(12.676)	-	-
Personel Giderleri	(54.429)	(69.229)	(77.860)	(38.743)	(45.961)
Diğer Faaliyet Giderleri	(58.649)	(64.608)	(81.258)	(33.200)	(46.652)
Net Faaliyet Karı/Zararı	13.292	132.188	130.134	20.193	134.144
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı	(2.952)	(27.317)	(27.858)	(4.131)	(38.903)
Dönem Net Karı /Zararı	10.340	104.871	102.276	16.062	95.241

Finansal rasyoları itibariyle;

Seçilmiş Finansal Bilgiler (000, TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
Net Borç	696.891	751.588	556.714	-	494.683
FAVÖK	230.826	356.655	371.227	151.416	199.537
Özkaynaklar	280.010	384.943	461.001	374.787	537.849

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Halka arz ile sermaye artışı yoluyla kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve kurumsal yönetim ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması ve Şirket'in kurumsal kimliğini güçlendirilmesi hedeflenmektedir. Şirket önümüzdeki dönemde sektörde güçlü büyüme tahmininde bulunmaktadır ve buna paralel yeni portföylere yatırım yapma imkanlarının da artacağını beklemektedir. Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin tamamını portföy yatırımlarının finansmanında ve mevcut finansal borçların faiz ve anapara ödemelerinde kullanmayı planlamaktadır. Böylece Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin tamamını dolaylı olarak portföy yatırımlarının finansmanında kullanarak faaliyetlerini büyütmeyi ve karlılığını arttırmayı hedeflemektedir. Şirket, makul bir ekonomik veya finansal gerekçeye dayanmak koşuluyla sermaye artışı sonucunda elde edeceği halka arz gelirlerinin 40 - 80'ini mevcut finansal borçlarının bir kısmının geri ödenmesi için ve 20 - 60'nı ise yeni portföy yatırımlarının finansmanı için kullanmaya özen gösterecektir.

Değerleme

Garanti tarafından hazırlanan fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerleme çalışmasında 2021/06 verileri kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında sonuca ulaşmak İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA), Yurtiçi Benzer Şirketler (F/K çarpanı), Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K ve İD/Düzeltilmiş VAFÖK çarpanları) yöntemleri kullanılmış ve bu yöntemler sırasıyla %50, %12,5, %12,5 ve %25 olarak ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İNA metodunda, gelir tablosu ve bilanço kalemleri 2021-2036 yılları için projeksiyon yapılmıştır. Ağırlıklı sermaye maliyeti (AOSM) hesabında Kaldıraçlı Beta kullanılmış olup, 2023 yılından itibaren 1,05 olarak dikkate alınmıştır.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Risksiz Getiri Oranı	17,79%	13,10%	12,00%	11,00%	10,10%	9,80%	9,50%	9,30%	9,00%	8,70%	8,50%	8,20%	7,90%	7,70%	7,40%	7,20%
Kaldıraçlı Beta	1,02	1,03	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
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%	1,0%
Sermaye Maliyeti	24,4%	19,8%	18,8%	17,8%	16,9%	16,6%	16,4%	16,1%	15,8%	15,5%	15,3%	15,0%	14,7%	14,5%	14,3%	14,0%
Borç Maliyeti	16,0%	12,8%	12,4%	11,6%	10,9%	10,7%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%	9,3%	9,1%	8,9%	8,8%	8,6%
AOSM	20,3%	16,4%	15,7%	14,8%	14,0%	13,8%	13,5%	13,2%	13,0%	12,8%	12,5%	12,3%	12,0%	11,8%	11,6%	11,4%

İNA Tablosu											
mn TL	2021(6 ay)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Düzeltilmiş FAVÖK	177	492	812	1.003	1.023	1.109	1.161	1.289	1.483	1.715	
Düzeltilmiş FAVÖK üzerinde Vergi	(41)	(77)	(116)	(140)	(143)	(151)	(163)	(181)	(209)	(242)	
Vergi Oranı	25,00%	23,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	
Yatırımlar	(146)	(994)	(1.137)	(586)	(583)	(580)	(632)	(688)	(752)	(817)	
Serbest Nakit Akımları	(11)	(579)	(442)	277	298	379	366	420	522	656	
İndirgeme Faktörü	0,91	0,78	0,68	0,59	0,52	0,45	0,40	0,35	0,31	0,28	
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları	(10)	453	299	163	154	172	147	149	164	182	

mn TL	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Düzeltilmiş FAVÖK	1.999	2.231	2.122	1.933	2.017	2.077
Düzeltilmiş FAVÖK üzerinde Vergi	(283)	(317)	(300)	(272)	(283)	(291)
Vergi Oranı	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Yatırımlar	(883)	(939)	(931)	(914)	(993)	(1.087)
Serbest Nakit Akımları	833	975	891	746	740	699
İndirgeme Faktörü	0,25	0,22	0,2	0,18	0,16	0,14
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları	206	215	175	131	117	99

Projeksiyon Dönemi Değeri	1.310
2036 Sonrası Değer	11.530
2036 İndirgeme Faktörü	0,14
2036 Sonrası Bugünkü Değer	1.632
İNA Şirket Değeri	2.942
Net Finansal Borç	495
İNA Özsermaye Değeri	2.448
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,06
Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri	2.596

Benzer Şirket Çarpan Analizi

Değerleme kapsamında piyasa çarpanları analizi çalışması için Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketler incelenmiş ancak yurt içinde halka açık bir varlık yönetim şirketi olmadığı için Şirket'in faaliyet alanına en yakın olduğu düşünülen faktoring ve finansal kiralama şirketleri ile aracı kurumların Fiyat / Kazanç çarpanı dikkate alınmıştır. Yurtdışı benzer şirket analizinde ise Avrupa'da varlık yönetim sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin İD / Düzeltilmiş FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmıştır.

F/K Çarpan Analizi Tablosu

(Bin TL)	F/K Çarpanı	30.06.2021 LTM Net Kar	Özkaynak Değeri
Yurtiçi Benzer Şirketler	9,9	181.455	1.797.440
Yurtdışı Benzer Şirketler	11,5	181.455	2.079.175

ID /FAVÖK Çarpan Analizi Tablosu

(Bin TL)	ID / Düzeltilmiş FAVÖK Çarpanı	30.06.2021 LTM Düzeltilmiş FAVÖK	Firma Değeri	Net Finansal Borç	Özkaynak Değeri
Yurtdışı Benzer Şirketler	5,6	419.348	2.333.121	494.683	1.838.438

Sonuç

İndirgenmiş Nakit Akımı ve Benzer Şirket Çarpan Analizi ağırlıklandırılarak yapılan değerlendirme ile 2.241 milyon TL piyasa değerine ulaşılmış ve %23'lük halka arz iskontosu sonrasında 1.727milyon TL piyasa değerine ve 13,65 TL halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

Değerleme Sonucu (000TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	2.595.510	50,0%	1.297.755
Çarpan Analizi			
Yurtiçi F/K Çarpanı	1.797.440	12,5%	224.680
Yurtdışı F/K Çarpanı	2.079.175	12,5%	259.897
Yurtdışı FD/FAVÖK Çarpanı	1.838.438	25,0%	459.610
Hedef Değer			2.241.942
Pay Başına Hedef Değer			17,7
İskonto Oranı (%)			23,0%
İskonto Sonrası Özsermaye Değeri			1.726.725
Halka Arz Pay Fiyatı			13,65

Görüşümüz

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ilişkin analizimizde Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

Değerlemede Gelecek Varlık Yöbetim A.Ş ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.

Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların değerlendirme yapmalarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir

Değerleme yöntemleri olarak İNA değeri ve Çarpan değerleri kullanılmış olmasını makul karşılamaktayız. Diğer yandan, yurt içinde halka açık bir varlık yönetim şirketi olmadığı için Şirket’in faaliyet alanına en yakın olduğu düşünülen faktoring ve finansal kiralama şirketleri ile aracı kurumların Fiyat / Kazanç çarpanının dikkate alınmasını uygun bulmaktayız.

Yukarıdaki görüşlerimiz çerçevesinde Gelecek Varlık Yönetim A.Ş halka arz fiyat tespit raporunu makul bulmaktayız.

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. İnternet sitemizdeki her türlü tablo ve grafikler güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanılarak hazırlanmıştır. Sitemizde bulunan iç ve dış piyasalara ait tablo, grafik ve analizlerin doğrulukları tarafımızca garanti edilmemekte ve bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

Lütfen olabilecek bütün riskleri anladığınızdan emin olun ve gerekiyorsa bağımsız danışmanlardan profesyonel tavsiye ve yardım alın. Sayfada verilen tüm bilgiler genel niteliktedir ve müşterilerin alım satım kararını destekleyebilecek düzeyde bilgi bulunmayabilir.