

‘Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU VAKIF FAKTORİNG A.Ş.

‘Vakıf Faktoring A.Ş. Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Vakıf Faktoring A.Ş. (“Şirket” ve/veya “Vakıf Faktoring”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

İşbu raporda kullanılan bilgiler, halka arza aracılık eden yetkili kuruluş A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Vakıf Faktoring A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu, İzahname ve İzahname eklerinden temin edilmiştir.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.’nun (“Vakıfbank”) bağlı ortaklığı olarak 1998 yılında kurulan Vakıf Faktoring A.Ş., faktoring ve her türlü finansman işlemlerini yapmak üzere kurulmuş olup, kurulduğu günden bugüne mevcut faaliyet konusunun temelini oluşturan faktoring sektöründe hizmet vermektedir. Şirket’in ana faaliyet konusu; yurt içi ve yurt dışı her türlü faktoring hizmetlerini sunmak, bu amaç doğrultusunda yurt içi ve yurt dışı ticari işlemleriyle ithalat veya ihracat işlemleriyle ilgili olarak işletmelerin her türlü mal ve hizmet satışları dolayısıyla doğmuş veya doğacak faturalı alacaklarını temellük etmek, bu alacakları başkalarına temlik, tahsil, havale edilmesi, bu alacaklara karşılık peşin ödemelerde bulunarak finansal kolaylıklar sağlanması işlemlerini yapmak, bu alacakların tahsillerini üstlenmek, bu alacaklara karşılık ödemelerde bulunmak, müşterilerinin yurt içi ve yurt dışı alacakları hakkında danışmanlık hizmeti vermektir.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

Şirket, ağırlıklı olarak kredi değeri ve bilinirliği yüksek kurumsal nitelikteki ulusal ve uluslararası müşterilere faktoring hizmetleri vermekle birlikte, yurt içinde KOBİ'lerin satışları dolayısıyla doğmuş ve doğacak alacaklarını da devralarak bu alacakların tahsilini üstlenmekte, bu alacaklara karşılık peşin ödemelerde bulunarak söz konusu işletmelere finansman ya da garanti ve tahsilat hizmetleri sağlamaktadır.

Şirket merkez adresinde bulunan genel müdürlüğündeki pazarlama, operasyon, finansman, kredi tahsis ve istihbarat, mali ve idari işler, bilgi sistemleri, risk yönetimi, hukuk, iç kontrol birimlerindeki ekipleri ile Şirket'in faaliyetleri yürütülmekte olup, pazarlama faaliyetlerinin genişletilmesi ve yaygınlaştırılması için 2017 yılında açılan Ankara ve İzmir illerinde olmak üzere 2 adet şubesi bulunmaktadır. Şirket'in faaliyetlerine ilişkin tüm operasyonel iş ve işlemler Şirket genel müdürlüğündeki iş birimleri ve ekipleri ile gerçekleştirilmekte olup şubelerde ise bulundukları il ve yakın çevrelerindeki bölgelerde pazarlama faaliyetleri yürütülmektedir.

Şirket'in müşterilerine sunduğu başlıca faktoring ürün ve hizmetleri aşağıda özetlenmiştir.

- Yurt içi her türlü sözleşme temlihi, çek/senet temlihi, açık hesap fatura temlihi (Spot iskonto-borçlu cari, TL ya da döviz kullandırım olarak yapılmaktadır.)
- Firmaların ihracat alıcılarıyla ilgili %100 garanti ve ihracat alacaklarının finansmanı
- İhracat alacaklarının sevk sonrası Merkez Bankası kaynağından uygun maliyetli, teminat mektubu gerektirmeyen düşük maliyetli Exim kredisi ile karşılanması
- İthalat finansmanı
- Alacak tahsilat hizmeti
- Tedarikçi finansmanı kapsamında tedarikçilerin ana firmadan olan alacaklarının ana firmanın istediği vadede finanse edilmesi
- Garantili/Garantisiz/Bildirimli, Teyitli/Teyitsiz işlemler
- Müşterilerin Bankalara Doğrudan Borçlanma Sistemi (DBS) kapsamında temlik ettikleri alacakların iskontosudur.

Aşağıdaki tabloda Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.06.2025 tarihleri itibarıyla faktoring işlemleri devir ve temlik aldığı alacak belgelerine ilişkin işlem hacmi (cirosu) aşağıda yer alan tabloda sunulmaktadır.

İşlem Hacmi (Ciro)	31.12.2022	%	31.12.2023	%	31.12.2024	%	30.06.2025	%
(Bin TL)								
Yurt İçi	44.903.752	96,47	89.496.541	96,42	97.057.279	92,22	42.592.761	93,00
Yurt Dışı	1.642.399	3,53	3.319.937	3,58	8.182.572	7,78	3.204.902	7,00
İhracat	907.508	1,95	2.227.051	2,40	5.713.685	5,43	1.983.327	4,33
İthalat	734.891	1,58	1.092.886	1,18	2.468.887	2,35	1.221.575	2,67
Genel Toplam	46.546.151	100	92.816.478	100	105.239.851	100	45.797.663	100

Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 tarihleri ve 30.06.2024, 30.06.2025 ara dönem tarihleri itibarıyla müşterilerine vermiş olduğu faktoring hizmetlerinden kaynaklanan gelirlerinin detayı aşağıda yer alan tabloda sunulmaktadır.

Factoring Gelirleri	31.12.2022	%	31.12.2023	%	31.12.2024	%	30.06.2024	%	30.06.2025	%
(Bin TL)										
Factoring Alacaklarından Alınan Faizler	2.407.827	99,1	7.506.217	86,6	12.787.765	99,8	6.907.139	99,8	4.920.119	99,9
<i>İskontolu</i>	1.238.374	51,0	3.930.828	45,3	6.340.866	49,5	3.870.265	55,9	2.120.756	43,1
<i>Diğer</i>	1.169.453	48,1	3.575.389	41,2	6.446.899	50,3	3.036.874	43,9	2.799.363	56,8
Factoring Alacaklarından Alınan Ücret ve Komisyonlar	21.394	0,9	1.164.455	13,4	21.825	0,2	11.284	0,2	6.074	0,1
<i>İskontolu</i>	5.971	0,2	671.965	7,7	14.382	0,1	7.808	0,1	3.676	0,1
<i>Diğer</i>	15.423	0,6	492.490	5,7	7.443	0,1	3.476	0,1	2.398	0,0
Genel Toplam	2.429.221	100	8.670.672	100	12.809.590	100	6.918.423	100	4.926.193	100

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket halka arzdan elde edeceği geliri aşağıda şekilde kullanmayı hedeflemektedir:

- Faktoring işlemlerinin finansmanı - %100

4. Değerleme Hakkında Verilen Özet Bilgi:

Değerleme çalışmasında, Özsermaye Artık Getiri Modeli ve Çarpan Analizi olmak üzere 2 farklı yöntem kullanılmıştır. Özsermaye Artık Getiri Modeli yönteminde Şirket'in geçmiş dönemlerdeki finansalları baz alınarak gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda 2025T-2030T projeksiyonları kullanılarak TL bazında bir değerlendirme yapılmıştır. Çarpan Analizinde ise yurt içi benzer şirketler için 25.08.2025 ve yurtdışı benzer şirketler için 26.08.2025 tarihleri itibarıyla en güncel son 12 aylık döneme ait finansal veriler dikkate alınırken, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin F/K ve PD/DD çarpanlarının her birine %25 ağırlık verilmiştir. Özsermaye Artık Getiri Modeli yöntemine %50 ağırlık verilirken, Çarpan Analizi yöntemine %50 ağırlık verilerek; 15.090,9 milyon TL ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplanmıştır. Buna göre, %20,0 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz pay başına değeri 14,20 TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi

Vakıf Faktoring'in özsermaye değeri çarpan analizi ile hesaplanırken yurt içi benzer şirketlerin ortalama F/K ve PD/DD çarpanlarının ve yurt dışı benzer şirketlerin medyan F/K ve PD/DD çarpanlarının her birine %25'er ağırlık verilmiştir. Şirket'in özkaynak tutarı ve yıllıklandırılmış net kar hesabında 30.06.2025 dönemi baz alınmıştır. Uç değerler ortalama ve medyan hesaplaması dışında bırakılmıştır. Yurt içi benzer şirketler için BIST Aracı Kurumlar Endeksi (XAKUR) ve BIST Finansal Kiralama Faktoring Endeksi'ndeki (XFINK) şirketler kullanılmıştır.

Çarpan Analizi (mn TL)	Ağırlık	Sonuç
Yurt İçi Benzer Şirketler Analizi		
F/K Çarpanı Ortalaması	50%	11,22
Özsermaye Değeri		19.220,2
PD/DD Çarpanı Ortalaması	50%	2,28
Özsermaye Değeri		12.020,6
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		15.620,4
Yurt Dışı Benzer Şirketler Analizi		
F/K Çarpanı Medyanı	50%	11,47
Özsermaye Değeri		19.656,0
PD/DD Çarpanı Medyanı	50%	1,74
Özsermaye Değeri		9.193,2
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		14.424,6
Çarpan Analizi Sonucu		
Yurt İçi Benzer Şirketler	50%	15.620,4
Yurt Dışı Benzer Şirketler	50%	14.424,6
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		15.022,5

Özet Finansallar

Mali Dönem (mn TL)	2022	2023	2024	06/2025
Esas Faaliyet Gelirleri	2.429,2	8.670,7	12.809,6	4.926,2
Brüt Kar	736,5	2.160,3	2.354,6	1.362,3
Net Faaliyet Kar/Zarar	772,5	2.148,5	2.440,7	1.259,7
Net Kar	546,7	1.504,7	1.707,2	881,3

Özkaynaklar	1.154,3	2.673,5	4.391,1	5.279,5
<i>Özkaynak Karlılığı</i>	66,8%	79,0%	47,6%	36,0%
Aktifler	23.001,6	38.236,0	32.888,8	32.377,7
<i>Aktif Karlılığı</i>	5,3%	5,7%	5,6%	6,5%

Özsermaye Artık Getiri Modeli

Özsermaye Artık Getiri Modeli yönteminde 2025-2030 arasında TL bazında projeksiyon yapılmıştır. Model öngörülerinde Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler dikkate alınmıştır. Özsermaye Artık Getiri Modeli analizi sonucunda 15.159,2 milyon TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

(mn TL)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Vergi Öncesi Kar	1.880,8	3.236,1	5.456,5	6.670,5	7.461,4	9.095,6
Net Kar	1.315,8	2.264,0	3.817,5	4.666,8	5.220,1	6.363,4
Net Dağıtılabılır Dönem Karı	1.250,0	2.150,8	3.647,5	4.496,8	5.050,1	6.193,4
Bakiye Dağıtılabılır Kar	1.207,5	2.108,3	3.605,0	4.454,3	5.007,6	6.150,9
Dağıtılabılır Temettü	1.129,3	1.940,0	3.287,0	4.051,4	4.549,4	5.578,3
Cari Yılda Dağıtılabılır Net Temettü	1.382,8	1.066,8	1.832,5	3.104,6	3.826,5	4.296,9
Dönem Sonu Özsermaye Defter Değeri	4.184,1	5.381,4	7.366,4	8.928,6	10.322,2	12.388,8
Sermaye Maliyeti	35,80%	30,50%	28,50%	25,50%	23,50%	23,50%
Özsermaye Maliyeti (-)	1.497,9	1.641,3	2.099,4	2.276,8	2.425,7	2.911,4
Özsermaye Artık Getirisi	-182,1	622,7	1.718,0	2.390,0	2.794,4	3.452,1
İndirgeme Faktörü	0,8990	0,6985	0,5550	0,4681	0,3992	0,3232
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirisi	-163,7	435,0	953,5	1.118,9	1.115,5	1.115,8
Σ İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirileri Bugünkü Değeri	4.575,0					
Dönem Başı Özsermaye Defter Değeri (31.12.2024)	4.251,1					

Devam Eden Büyüme Oranı	%5,0
Devam Eden Özsermaye Artık Getirisinin Bugünkü Değeri	6.333,1
Şirketin Özsermaye Değeri	15.159,2
Konsolide Edilmeyen İştiraklerin Defter Değeri	0
Toplam Özsermaye Değeri	15.159,2

Risksiz getiri oranı olarak TRT131130T14 ISIN kodlu 13 Kasım 2030 vadeli tahvil seçilmiştir. 25.08.2025 tarihinde söz konusu tahvilin piyasa kapanış oranı %30,28 seviyesinde gerçekleşirken 2025 yılı için risksiz getiri oranı %30,30 olarak belirlenmiştir. İlerleyen yıllar için, TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi'nde gelecek 5 yılda TÜFE'de öngörülen düşüş beklentisine dayalı olarak risksiz getiri oranında kademeli bir düşüş varsayılmıştır. Bu varsayımla birlikte, projeksiyon dönemi sonunda (2030) risksiz getiri oranının %18'e gerileyeceği öngörülmüştür. Türkiye risk primi %5,50 ve beta 1,0 olarak kullanılmıştır.

AOSM	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risksiz Getiri Oranı	30,30%	25,00%	23,00%	20,00%	18,00%	18,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Türkiye Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Sermaye Maliyeti	35,80%	30,50%	28,50%	25,50%	23,50%	23,50%

5. Sonuç:

Özsermaye Artık Getiri Modeli yöntemine %50, benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %50 ağırlık verilerek 15.090,9 milyon TL ağırlıklandırılmış öz sermaye değerine ulaşılmıştır. %20,0 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz pay başına değeri 14,20 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu (mn TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
Özsermaye Artık Getiri Modeli	50%	15.159,2
Piyasa Çarpanları Analizi	50%	15.022,5
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100%	15.090,9

Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	850
Birim Pay Değeri (TL)	17,75
Halka Arz İskontosu (%)	20,0%
İskontolu Pay Halka Arz Fiyatı (TL)	14,20

- Vakıf Faktoring için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda kullanılan finansal bilgilerin ve değerlendirme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu, Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve detaylı olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak Özsermaye Artık Getiri Modeli ile Piyasa Çarpanları Analizinin kullanılmasını ve her ikisine de eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Projeksiyon döneminde dikkate alınan temettü dağıtım oranı ve net faiz geliri / faktoring alacakları oranının öngörülen seviyenin altında kalması durumunda değerlendirme için aşağı yönlü risk oluşabilecektir.
- Yurt içi ve yurt dışı çarpan analizlerinde, uç değerlerin hesaplama dışında bırakılmış olmasını makul buluyoruz.
- Özsermaye Artık Getiri Modeli için kullanılan Risksiz Getiri Oranı, Türkiye Risk Primi, diğer parametreleri makul buluyoruz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.