

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. İhtisarlı Ev. No: 3 Ağaçlı Mv Newwork
İç Kapı No:18 Kat:1 Beşiktaş / İstanbul
Boğaziçi Kurumlar M.D.478 1 35 787
Mersis: 08040013578700011



İçindekiler	Sayfa
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Yönetici Özeti	6
• Temel Yatırım Unsurları	9
• Riskler	12
• Şirket Profili	13
• Satışlar	18
• Finansal Analiz	20
• Değerleme Yöntemleri	27
• İndirgenmiş Nakit Akışı	30
• Piyasa Çarpanları	38
• Nihai Değer	42
• Sektör	43



KISALTMALAR

Kısaltma

A.Ş.	Anonim Şirket
AB	Avrupa Birliği
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
ÖBDR	Özel Bağımsız Denetim Raporu
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİST	Borsa İstanbul
CEO	İcra Komitesi Başkanı
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
EBRD	Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası
Cash EBITDA	TFRS EBITDA + Portföy Maliyeti
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FKB	Finansal Kurumlar Birliği
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İNA	İndirgenmiş Nakit Akışları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
M.D.	Mevcut Değer
MERNİS	Merkezi Nüfus İdare Sistemi
ROA	Aktif Karlılık
ROIC	Yatırımın Getirisi
ROE	Özkaynak Getirisi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TGA	Tahsili Gecikmiş Alacak
TL	Türk Lirası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
UYAP	Ulusal Yargı Ağı Projesi
VYŞ	Varlık Yönetim Şirketi

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Dünya Varlık Yönetim A.Ş.(Şirket) arasında 2 Şubat 2024'te imzalanan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları Uluslararası değerlendirme standartları kapsamında yürütüldüğünü, tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu ve aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına KPMG Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Anonim Şirketi (2021) ve Güney Bağımsız Denetim Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Anonim Şirketi (EY). (2022-2023-2024/09) tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Capital IQ veri tabanına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve diğer verilere dayanmaktadır.

Tarafımıza 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

İnfo Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmamıştır. Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere İnfo Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırılmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

**Değerleme Tarihi & Rapor Tarihi**

Değerleme tarihi 12 Aralık 2024 olup rapor tarihi 23 Aralık 2024'tür.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

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

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde 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, Fiyat Tespit Raporu'nun bir parçası olan bu raporda 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.

Fiyat Tespit Raporunun Hazırlanışı

İşbu fiyat tespit raporu Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Aynı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili kararına istinaden gayrimenkul dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06/10/2022 tarih ve 58/1477 sayılı kararında açıklandığı üzere Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar listesinde yer almaktadır. İşbu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği üyelerinin birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kuralları ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Fiyat tespit raporunu hazırlayan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirebilmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personeli istihdam etmektedir. İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip 15 yılın üzerinde kurumsal finansman ve danışmanlık tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 ve türev lisansına sahibi Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. kurumsal finansman yöneticileri Hüseyin Güler ve Temur Kayhan tarafından yönetilmiştir. Ekip liderleri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir.

DÜNYA VARLIK FİYAT TESPİT RAPORU

Sektörde Aktif ve Özkaynak Açısından Lider Konum

1 2008 yılından bu yana sektör tecrübesi. Dünya Varlık Yönetimi A.Ş. ("Şirket", "Dünya Varlık"), BDDK'nın 19.03.2020 tarihli düzenlenen faaliyet iznine dayalı olarak, başta bankaların bireysel, KOBİ, ticari, kurumsal segmentlerindeki teminatlı ve teminatsız tüm kredi portföyleri olmak üzere, tüm finansal kuruluş alacak portföylerine yatırım yapan ve tahsilat süreçlerini yöneten lisanslı bir Varlık Yönetim Şirketi'dir. Bununla birlikte Şirket, farklı isimlerle de olsa 2008 yılından bu yana sektörde faaliyet göstermekte olup sektörün ilk şirketleri arasındadır. 2024/09 itibarıyla toplam çalışan sayısı 472'dir.

2 Sektörün lideri. Sektörün toplam aktif büyüklüğü 29,5 milyar TL olup, 30.09.2024 tarihi itibarıyla Dünya Varlık bilançosunun toplam aktif büyüklüğü 5,6 milyar TL'dir. Şirket sektör içerisinde bu bakımdan %19 paya sahiptir. Sektörün net kredi toplamı 22,2 milyar TL olup, 30.09.2024 tarihi itibarıyla Şirket 5,3 milyar TL'lik net kredi büyüklüğü ile sektör içerisinde yaklaşık %24 paya sahiptir ve aynı zamanda sektör içinde net kredi toplamı en büyük şirkettir. Sektörün toplam net faiz gelirleri 10,6 milyar TL olup, Şirket'in net faiz gelirleri 30.09.2024 tarihi itibarıyla 1,8 milyar TL'dir. Şirket'in bu bakımdan sektör içerisindeki payı %17'dir. Sektörün toplam dönem net karı 3,1 milyar TL olup, 30.09.2024 tarihi itibarıyla Şirket dönem net karı 636 milyon TL'dir. Şirket sektör içerisindeki payı %20'dir. Sektörün toplam özkaynaklar büyüklüğü 12,9 milyar TL olup, bu bakımdan Şirket bilançosunun 30.09.2024 tarihi itibarıyla toplam özkaynak büyüklüğü 2,5 milyar TL'dir. Şirket'in bu bakımdan sektör içerisinde %19 paya sahiptir. Dünya Varlık, 30.09.2024 tarihi itibarıyla, BDDK sektör verileri uyarınca toplam aktif, net kredi ve özkaynak büyüklüğü bakımından varlık yönetim sektöründe lider şirkettir.

3 TGA portföyü. Dünya Varlık, yönettiği TGA portföylerinden 30.09.2024 tarihine kadar 1.345.749 adet borcu çözümleyerek kurulduğu günden bu yana toplam 7,9 milyar TL tahsilat gerçekleştirmiştir. Şirket, 30.09.2024 tarihi itibarıyla 43 farklı banka ve finansal kuruluşun 246 portföyünü devir/temlik almış olup, söz konusu portföyler için gerçekleştirmiş olduğu toplam yatırım tutarı 5,3 milyar TL'ye ulaşmıştır. 30.09.2024 tarihi itibarıyla, Şirket'in toplam 21,4 milyar TL çözülmemiş bakiye anapara alacağı olup ilgili bakiyenin %45'i bireysel, %34'ü ticari ve %21'si teminatlı alacaklardan oluşmaktadır. Tahsilat ile çözümlenen borçlar sonrasında 30.09.2024 itibarıyla Dünya Varlık'ın yönettiği TGA portföylerinin bakiye anaparası 21,4 milyar TL, faiz dahil bakiyesi ise 84,4 milyar TL, yönettiği asıl borçlu adedi 927 bin'dir. Dünya Varlık 30.09.2024 itibarıyla toplam 995 TGA ihalesinin verilerini değerlendirmiş olup, 242 ihaleyi kazanmıştır. Şirket, 1,7 milyon borçluya ait 3,4 milyon kredi ve 2,7 milyon icra dosyasını takip etmekte, Şirket'in tahsilat merkezi aylık ortalama 10,1 milyon adet çağrı kaydı ve 10,9 milyon adet işlem kaydı yaratmaktadır.

4 Değerleme. Şirket değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve 7.111 mn TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2024/09 gerçekleşen Net Kar ve Cash EBITDA rakamlarına göre 7,8x F/K ve 5,0x EV/Cash EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir. Şirket'in sektöründe lider konumda olması, sektörün en eski şirketi olmasıyla önemli bir veri tabanı ve müşteri ağına sahip olmanın avantajı ile güçlü tahsilat performansı, EBRD gibi güçlü bir yapı ile devam eden uzun vadeli fonlama sözleşmeleri Şirket için önemli bir büyüme potansiyeli oluşturmaktadır.

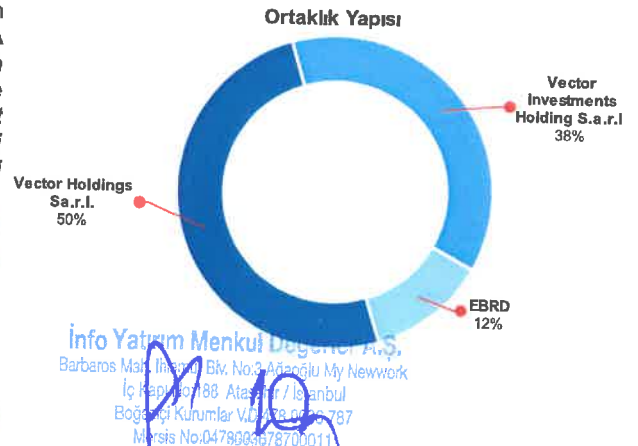
Gelir Tablosu (mTL)	2021	2022	2023	2024T
Tahsilatlar	451	831	1.878	3.082
Cash EBITDA	297	540	1.235	1.991
EBITDA Marjı	66%	65%	66%	65%
Net Kar	63	267	986	M.D

Değer	mTL
Piyasa Değeri	7.111
Net Borç	2.339
Firma Değeri	9.450

Bilanço (mTL)	30.09.2024
Aktifler	5.606
Yükümlülükler	3.116
Özkaynak	2.490
Finansal Borç	2.398

Değer Çarpanları	
EV/Cash EBITDA 2024/09	5,0x
F/K 2024/09	7,8x
PD/DD 2024/09	2,9x
EV/Satış 2024/09	3,2x
Net Borç/Cash EBITDA 2024/09	1,2x

Piyasa Çarpanları	F/K 2024/09
Yurtiçi Çarpanlar	8,8x
Yurtdışı Çarpanlar	6,7x
BIST Bankacılık Dışı Finans	7,3x
GLCVY	5,3x
BRKVY	12,2x
Kruk Sa	7,1x





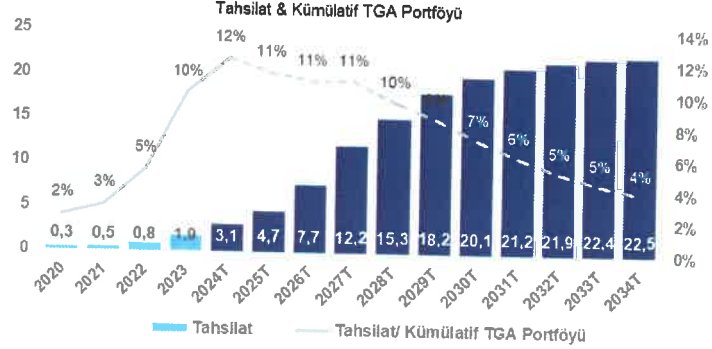
Yatırım Tezi

Grafik:1 Artan rekabet, artan enflasyon ve asgari ücret nedeniyle alım bedelinin satın alınan TGA portföyüne oranını %9'lardan %45 seviyelerine yükselirken enflasyonun normalize olması ile tekrar %9 seviyesine inmesi öngörülmekte



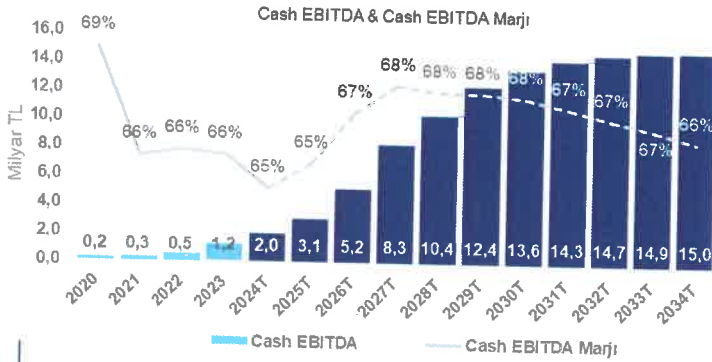
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:2 2019-2023 arası dönemde Şirket içi işleyişte yapılan iyileştirmeler ile artan enflasyon ve asgari ücret tahsilat oranlarının %3 seviyelerinden %10'a kadar yükselmesini sağlamıştır.



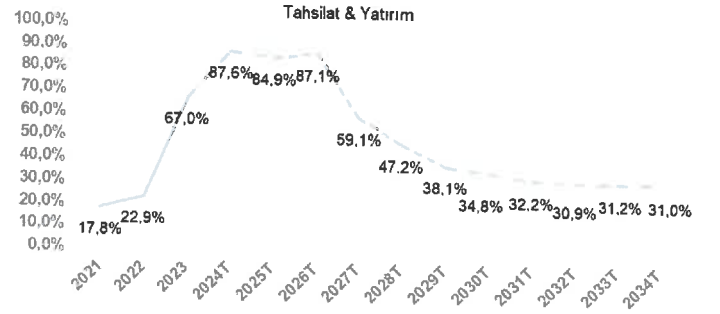
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik: 3 Cash EBITDA marjının pandemi ve enflasyon öncesi son normalize yıl olan 2020 yılı marj seviyesinin 300 baz puan altında %66 seviyesinde normalize olması tahmin edilmektedir.



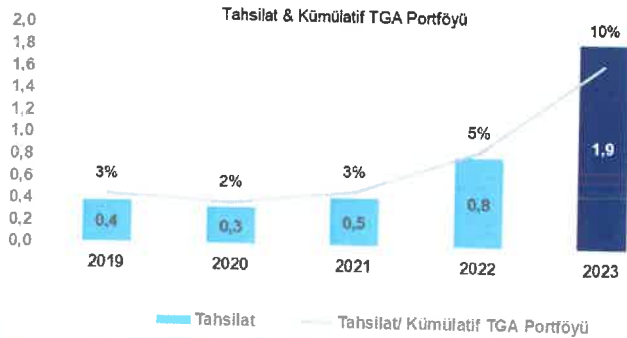
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:4 Alım bedellerinin artması ile %67 seviyesine kadar yükselen yatırım/tahsilat oranının enflasyondaki normalizasyonla %31 seviyelerine oturması beklenmekte...



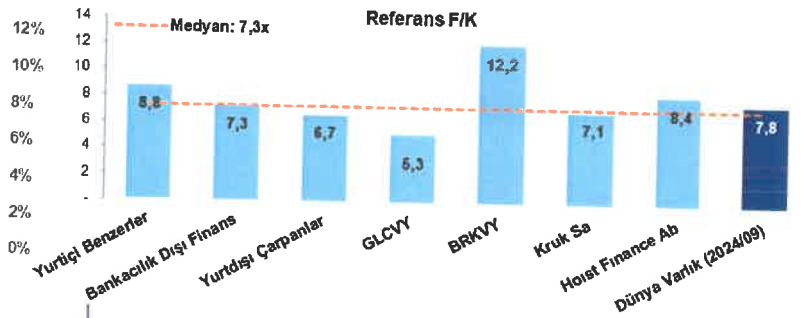
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:5 2019-2023 arası dönemde Şirket içi işleyişte yapılan iyileştirmeler ile artan enflasyon ve asgari ücret tahsilat oranlarının %3 seviyelerinden %11'e kadar yükselmesini sağlamıştır.



Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans seviyesine yakındır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet



Değerleme

Halka arz iskontosunu öncesi 8.888 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 7.111 mn TL değere ulaşılmış ve pay başı fiyat 38,44 TL olarak belirlenmiştir.

İNA'dan hesaplanan değere %50; çarpanlardan gelen değere %50 ağırlık verilmiştir

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2024/09'da gerçekleşen son 12 ay (yıllıklandırılmış) cash EBITDA ve net kar verilerine göre 5,0x EV/Cash EBITDA ve 7,8x F/K çarpanlarına işaret etmektedir.

2024T Cash EBITDA beklentisine göre söz konusu değer 4,7x EV/Cash EBITDA çarpanına denk gelmektedir.

Değerleme Özeti

%20 halka arz iskontosu. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket'in ana faaliyeti gereği olası bir halka arzda BIST Bankacılık Dışı Finans örnekleminde sınıflandırılacak olup Şirket ile aynı alan faaliyet gösteren ve borsada işlem göre iki şirket bulunmaktadır. Bunlar Gelecek Varlık Yönetim Şirketi ve Birikim Varlık Yönetim Şirketi'dir. Değer tespitinde yurtdışı benzer şirketlerden de yararlanılmıştır. Nihai değerlemede BIST Bankacılık Dışı Finans örnekleminde gelen değer ile Yurtdışı Benzer şirketlerden gelen değere %10'ar ağırlık verilmiştir. Yurtiçi Benzer şirketlere ise Şirket ile birebir aynı alanda ve Türkiye'de faaliyet gösterdikleri için %30 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. **Şirket için halka arz iskontosunu sonrası 7.111 mn TL piyasa değeri ve pay başı 38,44 TL değer tespit edilmiştir.**

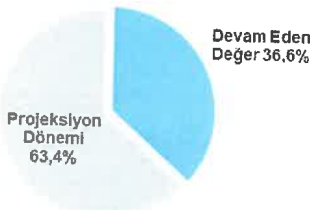
Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	9.625	50,0%	52,03
BIST Bankacılık Dışı Finans	6.669	10,0%	36,05
Yurtdışı Benzerler	7.888	10,0%	42,64
Yurtiçi Benzerler	8.734	30,0%	47,21
Halka Arz Piyasa Değeri (TL)	8.888	100%	48,05
Halka Arz İskontosu	20%		
Nihai Değer	7.111		38,44

Değer Çarpanları	2024/09	2024T
EV/Cash EBITDA	5,0	4,7
F/K	7,8	M.D
EV/Net Satış	3,2	M.D
PD/DD	2,9	M.D

İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı için iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış; değerlerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %63,4'ü projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, İNA modeli iyimser ve kötümser senaryolarda 6.737-12.512 mn TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 4.668 mn TL ve 12.512 mn TL bandında hareket etmektedir

Firma Değeri Kırılımı



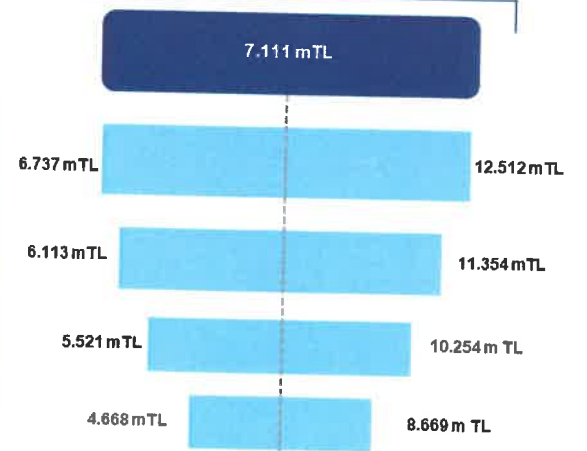
Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. İhtilal Sok. No:5 Akmerkez My Newwork
İç Kapı No:180 Alışveriş / İstanbul
Boğaziçi Kurumlar V.D.475 0636 187
Mersis No:0478003678700011

(1) İNA

(2) Yurtiçi Benzerler

(3) Yurtdışı Benzerler

(4) BIST Bankacılık Dışı Finans





Temel Yatırım Unsurları

Dünya Varlık, 30.09.2024 itibarıyla, toplam aktif, net kredi ve özkaynak büyüklüğü bakımından varlık yönetim sektöründe lider şirkettir.

BDDK regülasyonları sektöre olan girişi zorlaştırmakta ve sektörde güçlü şirketlerin var olmalarını sağlamaktadır.

BDDK tarafından sektörde asgari ödenmiş sermaye 50 mn TL olarak belirlenmiştir.

Şirket 2012 yılından bu yana tahvil ve bono ihraç etmekte ve sermaye piyasası yatırımcıları ile iletişim halinde olmaktadır. Şirket'in tahvillerinin ortalama vadesinin sektörün üzerinde olması da önemli bir kredibilite anlamına gelmektedir.

Enflasyonist ortam ihale bedelleri ve tahsilat performansını artırmıştır

Değerleme görüşü. Sektörün BDDK tarafından regüle olması ve giriş bariyeri bulunması, ekonominin güçlü ve zayıf olduğu dönemlerde döngüsel olarak sektörün güçlü kalabiliyor olması, bankaların sürekli yapılandırma yaparak müşteri memnuniyetsizliği oluşturmak yerine varlık yönetim sektörüne alacaklarını satarak aktiflerini likit hale getirmeleri, yükselen enflasyon ve artan asgari ücret ortamında borçların erimesi ile tahsilatın güçlenmesi ve pandemi sonrası bankacılık sektöründe takipteki alacakların 264 milyar TL'ye ulaştığı bir dönemde kredi sıkılaştırması yaşanması sektörün ön plana çıkarırken; Şirket'in 2024/09 itibarıyla sektörün toplam aktif, net kredi ve özkaynak büyüklüğü açısından en büyük firması olması, 2012 yılından bu yana yapılan tahvil ihraçları ile sermaye piyasası yatırımcıları ile sağlanan güven ortamı, EBRD ile imzalanan uzun vadeli kredi sözleşmeleri, Şirket'in operasyonel süreçlere yatırım yaparak verimliliğini artırması, portföy yatırımları ve enflasyon ile tahsilat performansının yükselmiş olması, sermayesi güçlü ve uluslararası tecrübesi olan ortaklık yapısı ve 16 yıllık sektör tecrübesi ve 1,7 milyon borçluya ait kayıtların hem tahsilat performansı hem de portföy değerlemeleri açısından sağladığı avantaj Şirket'i yatırım olarak ön plana çıkarmaktadır.

Sektörde güçlü konum. Sektörün toplam aktif büyüklüğü 29,5 milyar TL olup, 30.09.2024 tarihi itibarıyla Dünya Varlık bilançosunun toplam aktif büyüklüğü 5,6 milyar TL'dir. Şirket sektör içerisinde bu bakımdan %19 paya sahiptir. Sektörün net kredi toplamı 22,2 milyar TL olup, 30.09.2024 tarihi itibarıyla Şirket 5,3 milyar TL'lik net kredi büyüklüğü ile sektör içerisinde yaklaşık %24 paya sahiptir ve aynı zamanda sektör içinde net kredi toplamı en büyük şirkettir. Sektörün toplam net faiz gelirleri 10,6 milyar TL olup, Şirket'in net faiz gelirleri 30.09.2024 tarihi itibarıyla 1,8 milyar TL'dir. Şirket'in bu bakımdan sektör içerisindeki payı %17'dir. Sektörün toplam dönem net karı 3,1 milyar TL olup, 30.09.2024 tarihi itibarıyla Şirket dönem net karı 636 milyon TL'dir. Şirket sektör içerisindeki payı %20'dir. Sektörün toplam özkaynaklar büyüklüğü 12,9 milyar TL olup, bu bakımdan Şirket bilançosunun 30.09.2024 tarihi itibarıyla toplam özkaynak büyüklüğü 2,5 milyar TL'dir. Şirket'in bu bakımdan sektör içerisinde %19 paya sahiptir. Dünya Varlık, 30.09.2024 tarihi itibarıyla, BDDK sektör verileri uyarınca toplam aktif, net kredi ve özkaynak büyüklüğü bakımından varlık yönetim sektöründe lider şirkettir.

Regüle sektör. VYŞ yönetmeliği uyarınca, Şirket'in yönetim kurulu üyeleri ile genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve Şirket'in kurucu ortaklarının belirli şartları taşımaları gerekmektedir. Ek olarak belirli borçluluk rasyoları ve asgari sermayenin BDDK sınırlamaları dahilinde uyulması gerekmektedir. VYŞ yönetmeliği kapsamında Şirket'in oluşabilecek finansal kayıplara karşı yeterli sermaye yapısına sahip olması (asgari ödenmiş sermaye 50 mn TL) gerekmekte olup, özkaynaklarının toplam aktiflerine oranının (standart oran) asgari %3 olarak tutturulması ve idame ettirilmesi zorunludur. İlgili BDDK regülasyonları sektöre olan girişi zorlaştırmakta ve sektörde güçlü şirketlerin var olmalarını sağlamaktadır.

Uzun yıllara dayanan tahvil tecrübesi. 2024 Eylül dönem sonu itibarıyla Şirket 19.07.2023 tarihinde 75 mn TL nominal ve 18.07.2025 vadesi olan tahvilin, 08.03.2024 tarihinde 200,0 milyon TL nominal ve 06.03.2026 tarihli vadesi olan tahvilin, 15.03.2024 tarihinde 225,0 milyon TL nominal ve 14.03.2025 tarihli vadesi olan finansman bonosunun, 16.05.2024 tarihinde 225,0 milyon TL nominal ve 15.05.2025 tarihli vadesi olan finansman bonosunun, 16.05.2024 tarihinde 50,0 milyon TL nominal ve 13.05.2027 tarihli vadesi olan finansman bonosunun ve 12.06.2024 tarihinde 175,0 milyon TL nominal ve 10.06.2026 tarihli vadesi olan finansman bonosunun ve 14.08.2024 tarihinde 200,0 milyon TL nominal ve 14.08.2025 tarihli vadesi olan finansman bonosunun ve 14.08.2024 tarihinde 200,0 milyon TL nominal ve 13.08.2026 tarihli vadesi olan finansman bonosunun ve 18.09.2024 tarihinde 75,0 milyon TL nominal ve 17.09.2025 tarihli vadesi olan finansman bonosunun ihraçlarını gerçekleştirmiş ve 02.01.2024 tarihinde 50,0 milyon TL nominal tutarlı finansman bonosunu, 16.05.2024 tarihinde 130,0 milyon TL nominal tutarlı finansman bonosunu ve 15.08.2024 tarihinde 125,0 milyon TL nominal tutarlı finansman bonosunu itfa etmiştir. 30.09.2024 itibarıyla ihraç edilen menkul kıymetler kalemi bakiyesi 1.502 milyon TL olmuştur.

Enflasyon ve artan portföy büyüklüğü. 2020-2024 arasında Şirket'in tahsilatında önemli bir artış görülmektedir. Bu durum operasyonel verimlilik için yapılan yatırımlar ve son dönemde artan tahsilat yatırımları ile doğrudan ilişkilidir. Süreçlerdeki iyileşme tahsilat politikalarını güçlendirirken Şirket, 2023 ve 2024/09 dönemlerinde 1.234 mn TL ve 2.434 mn TL büyüklüğünde portföy yatırımı yapmıştır. Enflasyon karşısında eriyen borçlar borçluların ödeme gücünü artırmıştır. 2025 sonuna kadar yüksek enflasyonun sürececek olması tahsilat adına önemli bir parametre olarak görülmektedir. Yükselen enflasyon ihale bedellerini artırsa da Şirket'in 2008 yılından buyana olan



Temel Yatırım Unsurları

Dünya Varlık, yönettiği TGA portföylerinden 30.09.2024 tarihine kadar 1.345.749 adet borcu çözümleyerek kurulduğu günden bu yana toplam 7,9 milyar TL tahsilat gerçekleştirmiştir.

Şirket, 30.09.2024 tarihi itibarıyla 43 farklı banka ve finansal kuruluşun 246 portföyünü devir/temlik almış olup, söz konusu portföyler için gerçekleştirmiş olduğu toplam yatırım tutarı 5,3 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Şirket 2023 yılında devam ettirdiği süreç iyileştirme, veri zenginleştirme ve ödüllendirme sistemlerindeki revizyonların da etkisiyle 2022 yılında gerçekleştirdiği 831 milyon TL tahsilatı 2023 yılında %126 oranında artışla 1.878 milyon TL seviyesine yükseltmiştir.

30.09.2024 tarihi itibarıyla, Şirket'in toplam 21,4 milyar TL çözümlememiş bakiye anapara alacağı olup ilgili bakiyenin %45'i bireysel, %34'ü ticari ve %21'si teminatlı alacaklardan oluşmaktadır.

Tahsilat ile çözümlenen borçlar sonrasında 30.09.2024 itibarıyla Dünya Varlık'ın yönettiği TGA portföylerinin bakiye anaparası 21,4 milyar TL, faiz dahil bakiyesi ise 84,4 milyar TL, yönettiği asıl borçlu adedi 927 bindir.

Sürdürülebilir büyüme. Varlık yönetim sektörü faaliyetleri Türkiye'nin ekonomik genişleme ve daralma dönemlerinden etkilenmektedir. Ekonomik genişleme dönemleri tahsilat ve dolayısıyla gelir artırıcı, bankacılık sektörü kredi tabanında genişleme etkisi oluştururken, daralma dönemlerinde bankacılık kredi tabanında daralmaya, TGA satış rasyolarında yükselme ve buna bağlı olarak TGA satışlarında artışa neden olmaktadır. Bu döngüsel hareket varlık yönetim sektörünün her iki dönemde de etkili verimli çalışmasını sağlamakta, sektörün sürdürülebilir büyümesi beraberinde getirmektedir.

Güçlü ortaklık yapısı & EBRD. İşbu rapor tarihi itibarıyla Şirket'in sermayesinin %50,13'üne Vector Holdings, %37,60'ına Vector Investments ve %12,27'sine EBRD sahiptir. Şirket'in sermayesinin ve Şirket genel kurulundaki oy haklarının doğrudan %12,27'sine sahip olan Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ise, "açık piyasa odaklı ekonomilere geçişi ve özel girişimleri teşvik etmek" amacıyla 1991 yılında uluslararası sözleşme ile kurulmuştur. Türkiye'nin de aralarında yer aldığı 74 ülke ile Avrupa Birliği ve Avrupa Yatırım Bankası EBRD'nin hissedarları durumundadır.

Güçlü finansal veriler ve büyüme eğilimi. Sektörün en büyük özkaynaklarına sahip olan Şirket'in 2024/09'da 2023 sonuna göre özkaynakları %33,6 artmış ve yaklaşık 2,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2023/12'de tahsilatlar geçen senenin aynı dönemine göre %126 oranında artmış ve 1.878 mn TL'ye ulaşmıştır. 2024/09'te ise toplam tahsilat 2.219 mn TL olarak kaydedilmiştir. Şirket'in 2024/09 döneminde net dönem karı 636 mn TL'ye ulaşmıştır. Böylece son 4 çeyrek net kar 912 milyon TL olmuştur. Cash EBITDA 2024/09'da 1.463 mn TL olarak kaydedilirken son 4 çeyrekte 1.9 milyar TL olmuştur.

Tahsilat gücü. Şirket, alacakları ile ilgili hukuki süreçleri 30.09.2024 tarihi itibarıyla 30 kadrolu avukatı, 24 yasal takip görevlisi ve Türkiye çapında tüm icra dairelerinde hukuki işlemleri 44 ilde 109 adet sözleşmeli hukuk bürosu ile yönetmektedir. Geliştirilen yazılımla sağlanan istatistiki modellemeye ek olarak sektörün en büyük müşteri tabanına sahip olunması portföy değerlemesinin ihalelerde daha doğru yapılmasını beraberinde getirmektedir. TGA ihalelerinde ve sonrasında portföy değerleyen ilgili yazılımlar için her yıl önemli oranda yatırım yapılmaktadır. 2021, 2022, 2023 ve 2024/09'da ilgili yazılımlar için yapılan yatırımlar sırasıyla 6,2 mn TL, 7,9 mn TL, 18,3 mn TL ve 13,0 mn TL olup bu durum tahsilat performansını artıran operasyonel verimlilik yaratmaktadır. Özellikle bireysel veya KOBİ kredilerinden oluşan, genellikle teminatsız, yüksek adette çeşitlendirilmiş alacaklar içeren portföylerde değerlendirme işlemleri, VYŞ'nin geçmişte satın aldığı benzer nitelikte alacakların tahsilat performansından istatistiki ve makine öğrenmesi algoritmalarıyla kendine özel olarak geliştirdiği finansal modeller kullanılarak yapılmaktadır. Bu yüzden Şirket'in geniş veri tabanı ve sektörde uzun süredir faal olması önemli bir avantajdır. Sektörün en eski şirketlerinden biri olarak, uzun yıllar içinde elde ettiği tecrübe çeşitliliği, bilgi birikimi, 1,7 milyondan fazla borçlu verisi, 16 yıllık 43 banka ve finansal kuruluş, finansal özgürlüğüne kavuşturduğu 800 binden fazla borçlu ve halen uzlaşma süreci devam eden 1 milyondan fazla borçlu ile sürdürdüğü iletişim, tahsilat performansı bilgilerini içeren zengin veri tabanı ve LBT Varlık döneminden itibaren kendi ekibiyle geliştirmiş olduğu "Nimbus / Unity" adlı yazılım sayesinde Dünya Varlık, değerlendirme süreçlerinde yüksek öngörü ile tahsilat projeksiyonları yapmasını sağlayan, makine öğrenmesi algoritmalarıyla desteklenen, her borçlu segmenti bazında ayrı geliştirdiği, kendine özel ileri istatistiki finansal modellere sahiptir. Satışa sunulan TGA portföylerini hızlı, etkin ve yüksek bir doğrulukla değerlendirme becerisi Şirket'in rekabet gücünü artırarak sektördeki konumunu güçlendirmektedir. Bu kapsamda, 30.09.2024 itibarıyla Şirket 14,8 milyar TL tutarında 120 aylık brüt Öngörülen Kalan Tahsilat tutarına sahiptir ve TGA portföylerinin net defter değeri 5,3 milyar TL'dir.

Kamu potansiyeli. Bankaların 2008 yılında başlayan ve günümüze kadar devam eden TGA portföyü satışları ağırlıklı olarak özel bankalar tarafından gerçekleştirilmiştir. 2023 yılsonuna kadar kamu bankaları tarafından iki TGA portföyün satışı girişi olmuş ancak süreçten vazgeçilmiştir. Kredi hacmi büyümekte olan kamu bankalarının gelecek dönemlerde TGA satışına başlamaya ihtiyaç duymaları sektör açısından önemli bir fırsat olacaktır. Halk Bankası 2024 yılında TGA satış ihalesi yapmıştır.



Temel Yatırım Unsurları

VYŞ'ler bankalar için tamamlayıcı bir organ olarak işlev görmektedir

Ortaklık yapısı ve çalışanların eğitim seviyeleri ve tecrübeleri Şirket için önemli bir kaldıraç olarak görülmektedir

Sektörün en büyük 2 varlık yönetim şirketinden birisi olması Şirket için hem ölçek ekonomisi hem de güçlü veri tabanı anlamına gelmektedir

Dünya Varlık 1,7 milyon borçluya ait 3,4 milyon kredi ve 2,7 milyon icra dosyasını takip ederek ayda ortalama 10,1 milyon çağrı kaydı ve yaklaşık 10,9 milyon aktivite kaydı yaratmaktadır.

VYŞ'lerin finans sektöründeki önemli fonksiyonu. Bankacılık sistemindeki kredilerin %90'ından fazlasının canlı, zamanında ödeyen müşterilere verilmiş kredilerden oluştuğu görülmektedir. Borçlarını ödemede sorun yaşayan takipteki müşterilere uzun vadeli, indirimli ve esnek yeniden yapılandırma yaklaşımlarının sunulması yerinde ve gerekli olmakla birlikte, bu imkanların aynı kurum çatısı altında yönetilen canlı kredili müşterilerde farklı beklentilere yol açarak davranışlarında ahlaki erozyona sebebiyet verme riski bulunmaktadır. Ancak yeniden yapılandırmalar VYŞ bilançoları altında, birbirine benzer nitelikte müşterilerin olduğu şirket çatısı altında yapıldığında, ahlaki erozyon riski minimize edilmektedir.

İnsan kaynağı. Sektörde zengin veri çeşitliliği ve insan kaynağı tecrübesi ön plana çıkmaktadır. Şirket'in üst yönetimi bankacılık, finans, hukuk, denetim, varlık yönetim alanlarında 20 yıl ve üzeri tecrübeye sahiptir. Ayrıca; Şirket'in hissedarları birçok ülke ve sektördeki yatırımları ile yönetim, iş geliştirme ve teknoloji alanlarında Şirket'in vizyonuna katkı vermektedir. 30.09.2024 itibarıyla Dünya Varlık'ın %57'si lisans ve lisans üstü, %43'ü ön lisans ve altı mezunu olmak üzere 472 çalışanı vardır. 30.09.2024 itibarıyla Şirket'in tahsilat merkezi çatısı altında bireysel, ticari, teminatlı, tahsilat geliştirme ve operasyon birimlerinde borçlular ile günlük olarak birebir iletişim içinde olan 263 müşteri temsilcisi, ülke genelinde çalıştığı 104 sözleşmeli hukuk bürosu ve kendi bünyesinde 30 şirket avukatı bulunmaktadır. Ayrıca TGA alımları öncesinde kullanılacak değerlendirme modellerini geliştiren ve ihale değerlemeleri yapan, tahsilat performans takibinden elde edilen veriler ile kısa ve uzun vadeli tahsilat stratejilerine yön veren, davranış ve fiyatlandırma modelleri ile dinamik olarak Şirket'in 10 yıllık tahsilat tahminlerini güncelleyen, analist ve veri bilimcilerden oluşan 9 kişilik Yatırımlar ve Analitik Birimi bulunmaktadır. Tüm faaliyetlerin temelinde ise oluşturdukları teknolojik altyapı ile 33 kişilik BT yönetim ekibi yer almaktadır.

Ölçek ekonomisi. Şirket'in mevcut müşterilerine ve portföylerine yenilerini katmak Şirket'in operasyonel faaliyetinde ölçek ekonomisinden faydalanmasını ve karlılığını artırmasını sağlamaktadır. Yeni satın alınan portföylerdeki alacakların borçluları %1 - %30 arasında değişen oranda mevcut borçlularla örtüşmektedir. Bu durumun üç ana etkisi vardır: (1) Şirket değerlemekte olduğu portföyün borçluları hakkında daha fazla bilgiye sahip olabilir ve fiyatlandırma avantajı elde eder, (2) alacakların konsolide edilmesi borçlu açısından tek bir taraf ile daha büyük bir sorunu çözme imkanı yarattığı için ödeme yapma istekliliğini artıran bir unsurdur, (3) borçlu ile konsolide edilmiş alacaklar için ek personel, veri sistemi, haberleşme ve iletişim gideri yüklenilmeden ölçek ekonomisi sayesinde aynı maliyetle daha yüksek tahsilat yapılmasını sağlayabilir. Borçlu adedi yönünden belirli bir ölçeğin üzerine çıkamayan şirketlerin bu avantaj ve imkanlara sahip olması mümkün değildir.

Veri tabanı. Dünya Varlık 30.09.2024 itibarıyla toplam 995 TGA ihalesinin verilerini değerlendirmiş olup, 242 ihaleyi kazanmıştır. Dünya Varlık 1,7 milyon borçluya ait 3,4 milyon kredi ve 2,7 milyon icra dosyasını takip ederek ayda ortalama 10,1 milyon çağrı kaydı ve yaklaşık 10,9 milyon aktivite kaydı yaratmaktadır. Borç / borçlu verileri ve ilişkili aktivitelerin kayıtları Şirket bünyesinde geliştirdiği uygulama ve veri tabanları üzerinden takip ve analiz edilmektedir. Bu veri tabanı Şirket'in her iki ana fonksiyonu gerçekleştirmesine önemli katkı sağlamaktadır: (1) portföy değerlendirme sırasında öngörülerini oluşturma, (2) portföy alındıktan sonra tahsilat verimliliğinin artırılması, performans takibi ve borçluya yönelik doğru fiyatlandırma ile teklif oluşturma. Dünya Varlık'ın uzman tahsilat ve hukuk kadroları ile sözleşmeli hukuk büroları ağı Türkiye genelinde borçlu ile iletişim ve hukuki işlem imkanı sağlamaktadır. T-HOS hukuk otomasyon sistemi ile UYAP üzerinden aktif malvarlığı ve teminat bilgileri sorgularını sistematik yapabilme ve tüm takip safahat kayıtlarına aynı gün içinde erişme, MERNİS ve MERSİS üzerinden kimlik ve adres bilgi sorgularını sistematik olarak yapabilme, üyesi olduğu Risk Merkezi üzerinden ise memzuç risk ve iletişim bilgilerine erişme yetki ve imkanına sahiptir.

Riskler

Enflasyonist ortam ihale bedellerini artırmıştır

İhalelerde maliyet artışı. 2020 yılında ihale anapara bedelinin %9,3'ü kadar satın alma bedeli olurken ilgili oran 2021, 2022 ve 2023'te sırasıyla %22,5, %22,9 ve %44,5 olarak gerçekleşmiş ve her geçen dönem yükselmiştir. Geçmiş yıllarda bankalar ve finans kurumları tahsili gecikmiş alacaklarını satmaya daha istekli olurlarken enflasyonist dönemde borcun erimesi birçok müşterinin ödeme kabiliyetini arttırmış ve bu durum TGA'ların daha pahalı satılmasını beraberinde getirmiştir.

Regülasyon riski. BDDK'nın sektörün sermayesinden borçluluk rasyosuna kadar birçok kriteri bulunmaktadır. BDDK'nın yapacağı mevzuat değişiklikleri bu anlamda şirket için bir risk oluşturabilir. Mevzuat değişiklikleri ve/veya BDDK kararları ve uygulamalarındaki değişiklikler Varlık Yönetim Sektörü'nün tahsilat performansını, maliyetlerini veya karlılığını olumsuz etkileyebilir.

Yeterince ihale gerçekleştirilmediği takdirde faaliyetleri olumsuz etkileyebilir

Vergi riski. Vergiler veya vergi oranlarındaki değişiklikler Varlık Yönetim Sektörü ve Şirket için olumsuz etki yaratabilir. 2023 yılında Şirket'in de içinde bulunduğu finans sektöründe kurumlar vergisi %25'ten %30'a yükseltilmiştir.

İhale riski. Finans sektöründe yeterli miktarda ve/veya uygun koşullarda alacak portföyleri satılamayabilir. TGA satışlarının zaman zaman gecikmesi sektörün büyümesinin kısmen gecikmesine neden olabilir. Ayrıca bankalar ve diğer finansal kurumların yeterli miktarda alacak satışı yapmaması Şirket'in yeni TGA portföy alımlarının düşmesine, TGA portföylerinin alım maliyetlerinin yükselmesine ve tahsilatın bir süre sonra azalması nedeniyle gelecekte faaliyet sonuçlarının ve finansal getirilerinin olumsuz etkilenmesine neden olabilir.

Tahsilat vadeleri uzun olması sebebiyle kredi vadelerinin kısa olması vade uyumsuzluğu yaratabilir.

Tahsilat riski. Faaliyet alanı gereği Şirket'in aktiflerinin önemli bir kısmı vadesi geçmiş alacaklardan oluşmaktadır. Bu alacakların önemli bir kısmı teminatsızdır; ancak bir kısım teminatlı alacaklar da bulunmaktadır. Bu alacaklardan yapılan tahsilatlar Şirket'in en büyük gelir kaynağıdır. Şirket TGA portföylerini, bu alacaklardan gelecekte elde etmeyi beklediği brüt tahsilatlara ve bu tahsilatların maliyetlerine ilişkin beklentilerine dayalı olarak satın almaktadır. Şirket bu alacaklardan satın alma sırasında beklediğinden daha az tahsilat yapabilir, bu alacakların tahsilat süresi öngörülenden uzun olabilir veya bu alacakların tahsilat maliyeti beklenenden daha fazla olabilir. Yukarıdaki durumlardan herhangi birinin gerçekleşmesi, Şirket'in faaliyetleri, nakit akışı, karlılığı ve finansal durumu açısından olumsuz etkilere sebep olabilir.

Sekörde VYŞ sayısının artıyor olması rekabet ve marjların daralma riski doğurabilir

Vade uyumsuzluğu. Finans sektöründe faaliyet gösteren Şirket'in bilançosunun varlık ve yükümlülüklerinin vade yapısının uyumlu olması büyük önem arz etmektedir. Gelecekte Şirket'in TGA portföyü alımlarını özkaynakları ile finanse etmediği durumlarda, özellikle yükümlülük vadelerinin varlık vadelerinden daha kısa olması durumu Şirket'in likidite yönetimini bozabilir. Böyle bir durumda Şirket'in yükümlülüklerini zamanında yerine getiremeye ihtimali gündeme gelebilir; nitekim, bankalardan ve diğer finansal kurumlardan satın alınan alacaklardan yapılan tahsilatların, öngörülen sürelerden ve kullanılan kredi ve borçlanma aracı vadelerinden daha uzun sürede yapılması, kullanılan kredilerin geri ödenmesi ve borçlanma araçlarının itfa tarihlerinde yükümlülüklerin yerine getirilmesini zorlaştırabilir. Şirket sektörün ortalamasına göre daha uzun vadeli tahvil ve banka kredisi kullanarak bu riski minimize etmeye çalışmaktadır.

Rekabet riski. Sektörde 31.12.2020 itibarıyla 18 adet faaliyet izni almış VYŞ bulunmakta iken, bu sayı işbu rapor tarihi itibarıyla 28'e çıkmıştır. Sektöre yeni girişlerin olması ihalelere katılan VYŞ sayısını, dolayısıyla rekabeti ve talebi artırarak TGA fiyatlarının yükselmesine yol açmaktadır.



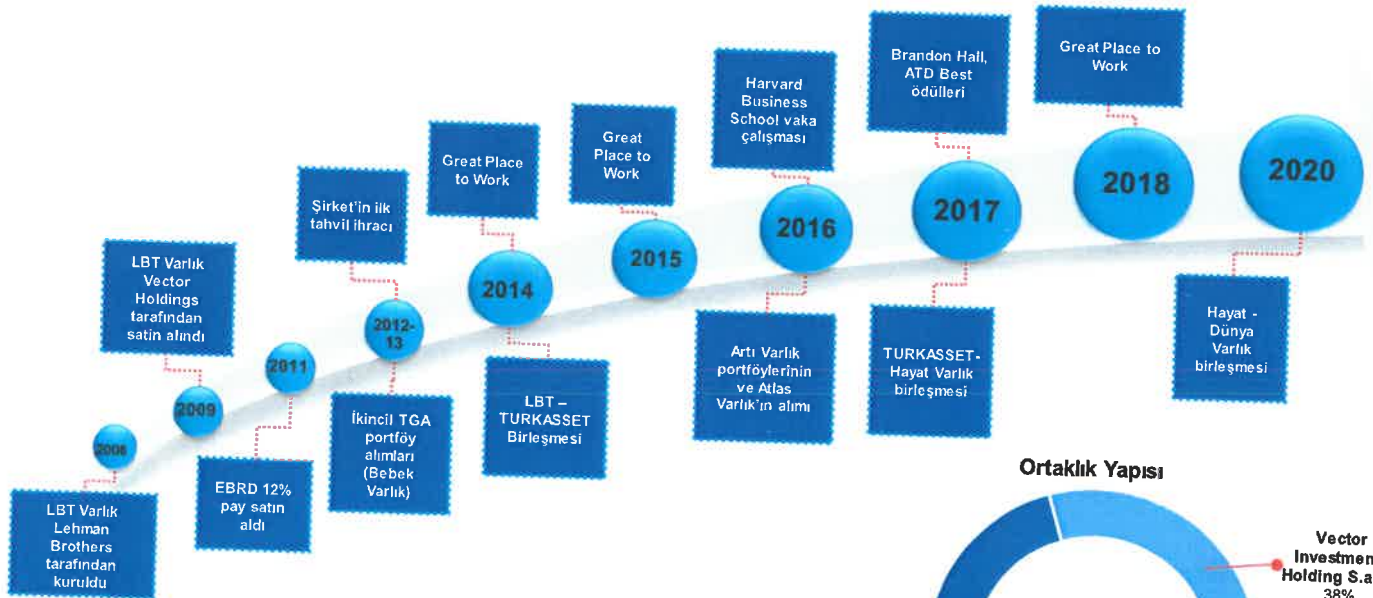
Şirket Profili

30.09.2024 itibarıyla Şirket, toplamda 24,3 milyar TL büyüklüğünde anapara borcu temlik aldığı 246 adet tahsili gecikmiş alacak (TGA) portföyünün yönetim ve tahsilatını, 2008 yılında satın alınan en eski portföylerden olmak üzere, tüm portföylerden sürdürmektedir.

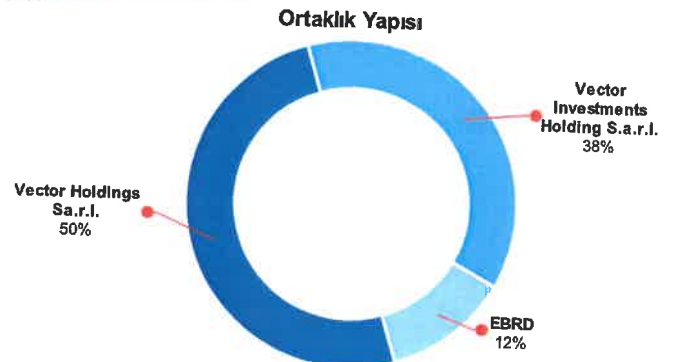
Şirket sermayesinin %12,27'sine sahip olan EBRD, "açık piyasa odaklı ekonomilere geçişi ve özel girişimleri teşvik etmek" amacıyla 1991 yılında uluslararası sözleşme ile kurulmuş olup Türkiye'nin de aralarında bulunduğu 74 ülke ile Avrupa Birliği ve Avrupa Yatırım Bankası EBRD'nin hissedarları durumundadır.

Faaliyetlerine 2008 yılında başladı. Varlık yönetim şirketleri, BDDK'dan temin edilen kuruluş iznine istinaden kurulan ve BDDK'nın düzenlediği faaliyet iznine bağlı olarak faaliyet gösteren şirketlerdir. Varlık yönetim şirketlerinin ana faaliyet konuları; bankalar ve diğer finansal kurumların tahsili gecikmiş alacaklarının satın alınması, bu alacakların öncelikle müşterilerle iletişime kurarak sulhen/anlaşma yolu ile tahsilat sağlanması, müşterinin ödeme gücüne göre alternatif ödeme planlarının geliştirilmesi ve buna istinaden borçluların tekrar finansal sisteme kazandırılmasıdır. Dünya Varlık Yönetimi A.Ş., BDDK'nın 19.03.2020 tarih ve 8959 sayılı kararı kapsamında düzenlenen faaliyet iznine dayalı olarak, Bankacılık Kanunu'nun 143. maddesi ile VYŞ Yönetmeliği ve diğer uygulanabilir mevzuat uyarınca lisanslı bir "varlık yönetim şirketi" olarak faaliyet göstermektedir. Dünya Varlık, başta bankaların bireysel, KOBİ, ticari, kurumsal segmentlerindeki teminatlı ve teminatsız tüm kredi portföyleri olmak üzere, tüm finansal kuruluş alacak portföylerine yatırım yapan ve tahsilat süreçlerini yöneten bir Varlık Yönetim Şirketi'dir. Öncelikle müşterilerle iletişim kurarak sulhen/anlaşma yolu ile tahsilat sağlanması ve müşterinin ödeme gücüne göre alternatif ödeme planlarının geliştirilmesini amaçlayan Şirket, sulhen çözümü kısa vadede mümkün olmayan alacaklar için hukuki işlemleri Türkiye genelinde icra dairelerinde anlaşmalı hukuk büroları aracılığıyla yürütmektedir. Varlık yönetim şirketleri, Kaynak Kuruluşlar olan TMSF'nin, yurt içi ve yurt dışında yerleşik bankaların, özel finans kurumlarının, diğer mali kurumların ve kredi sigortası veren sigorta şirketlerinin söz konusu hizmetlerinden doğan alacakları ve diğer varlıkları satın alabilirler ve satabilirler. Varlık yönetim şirketleri ayrıca söz konusu alacakların ve diğer varlıkların tahsilatı, yeniden yapılandırılması veya üçüncü kişilere devri konularında aracılık ve danışmanlık ile diğer şirketlere kurumsal ve finansal yeniden yapılandırma alanlarında da danışmanlık hizmeti verebilirler.

Ortaklık yapısı. İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla Şirket sermayesi 185.000.008 TL olup bu tutarın %50,13'ü Vector Holdings Sa.r.l.'a, %37,6'sı Vector Investments Holding S.a.r.l.'a, %12,27'si European Bank for Reconstruction and Development (EBRD)'a aittir. Sermaye, A ve B grubu paylara ayrılmış olup Vector Holdings'in Şirket sermayesinde sahip olduğu payların tamamı B Grubu, Vector Investments'in Şirket sermayesinde sahip olduğu payların (toplam sermayenin %21,93'üne tekabül eden) 40.561.252 adedi A Grubu paylar ve (toplam sermayenin %15,68'ine tekabül eden) 28.998.764 adedi B Grubu, EBRD'nin Şirket sermayesinde sahip olduğu payların (toplam sermayenin %3,08'ine tekabül eden) 5.688.751 adedi A Grubu paylar ve (toplam sermayenin %9,19'una tekabül eden) 17.008.653 adedi B Grubu paylardan oluşmaktadır.



Ortaklık Yapısı		
Ortağın Unvanı	Sermaye Tutarı, TL	Oran
Vector Holdings Sa.r.l.	92.742.588	50,13%
Vector Investments Holding S.a.r.l.	69.560.016	37,60%
European Bank for Reconstruction and Development	22.697.404	12,27%
Toplam	185.000.008	100%



Şirket Profili

2009 yılında, Vector Holdings, LBT Varlık'ın toplam sermayesini temsil eden 10 mn adet paydan 9.999.996 adet payı devralmış; 2011'de, Vector Holdings ve EBRD, LBT Varlık'ın hisselerinin %12,27'sinin EBRD'ye satış ve devri konusunda bir pay alım sözleşmesi imzalamışlardır.

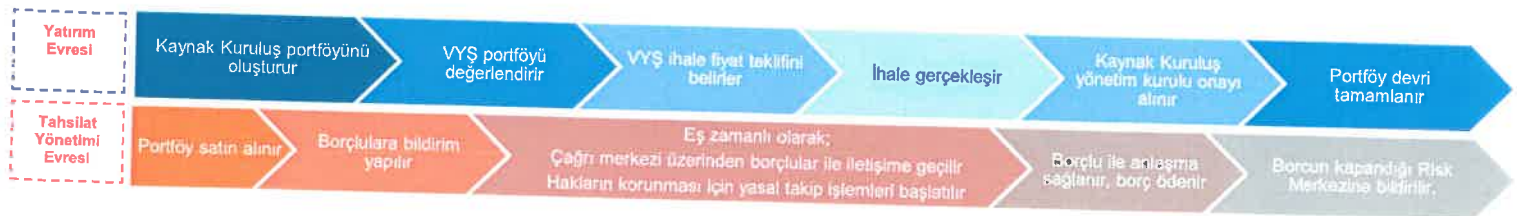
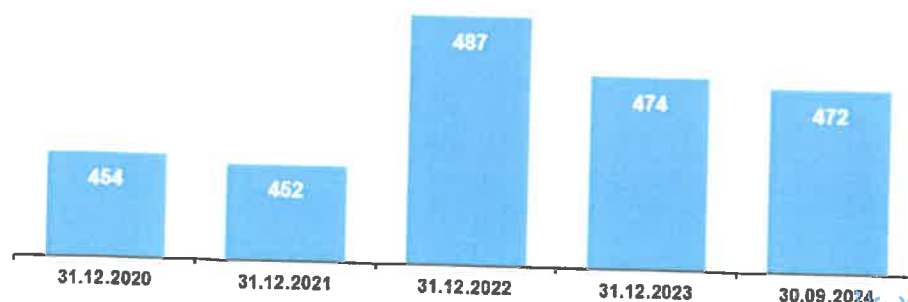
LBT Varlık, 2012 yılında finansman kaynaklarını çeşitlendirmek üzere yurt içinde tahvil ihraç etmeye başlamış olup 2013'te EBRD, LBT Varlık'ın tahvillerine yatırım yapmıştır.

Dünya Varlık, alacakları ile ilgili hukuki süreçleri 30 kadrolu avukatı, 24 yasal takip görevlisi ve Türkiye çapında tüm icra dairelerinde hukuki işlemleri 44 ilde 109 adet sözleşmeli hukuk bürosu ile yönetmektedir

**Şirket, Nisan 2021'den bu yana
Finansal Kurumlar Birliği'ne
(FKB) üyedir.**

Personel sayısı. Şirket'in personel sayısı, 2020 yılı sonunda 454, 2021 yılı sonunda 452, 2022 yılı sonunda 487, 2023 yılı sonunda 474, 30.09.2024 döneminde ise 472 olarak gerçekleşmiştir.

Faaliyet geçmişi. 2022 öncesinde VYŞ'lerin kuruluşlarını takip eden 5 yıllık süreyle VYŞ'lerin yaptıkları işlemler, bazı vergi ve harçlardan istisna tutulmuştu. Söz konusu "kuruluşu takip eden 5 yıllık süre" koşuluna yönelik Gelir İdaresi Başkanlığı'nınca 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. Lehman Ali Inc., Lehman Brothers International (Europe), Messel Nominees Ltd, Lehman Brothers Nominees Ltd ve LB Holdings Intermediate 1 Ltd tarafından 01.02.2008 tarihinde "LBT Varlık Yönetim A.Ş." unvanlı bir varlık yönetim şirketi kurulmuştur. LBT Varlık'ın 5 yıllık vergi ve harç istisna süresinin dolacak olması nedeniyle söz konusu dönemde sektörde sıkça görülen şekilde 2013'te kurulan Turkasset Varlık Yönetim A.Ş., BDDK izniyle 12.06.2014 tarihinde birleşme yoluyla LBT Varlık'ı devralmıştır. 2014'te Turkasset, Şirket'in iş stratejisinde anahtar bir kilometre taşı haline gelecek olan, uzlaşma yolu ile tahsilat yapma üzerine daha fazla odaklanmayı içeren yeni bir strateji ortaya koymuştur. 30.06.2016 tarihinde Turkasset, Artı Varlık Yönetim A.Ş. ve Atlas Varlık Yönetim A.Ş.'nin tüm TGA portföyünü satın almıştır. Tüm TGA portföyünün satın alınmasının ardından, 29.09.2016 tarihinde, Turkasset, BDDK'nın kararı ile kuruluş izni doğrultusunda "Atlas Varlık Yönetim A.Ş." unvanı ile 18.09.2015 tarihinde 10.000.000 TL kuruluş sermayesi ile varlık yönetim şirketi olarak faaliyet göstermek üzere kurulan Hayat Varlık'ın (21.11.2016 tarihinde, "Atlas Varlık Yönetim A.Ş." olan ticaret unvanı, "Hayat Varlık Yönetim A.Ş." olarak değiştirilmiştir.) sermayesini temsil eden payların %99,99'unu devralmıştır. Turkasset'in 5 yıllık vergi ve harç istisna süresinin dolacak olması nedeniyle Hayat Varlık, 17.03.2017 tarihinde, BDDK'nın kararı ile Turkasset'i tüm aktif ve pasifleri ile birlikte birleşme yoluyla devralmıştır. Birleşme işlemi sonucunda Turkasset tasfiyesiz infisah yoluyla sona ermiş ve Hayat Varlık varlığını sürdüren şirket olarak kalmıştır. 2016'da Hayat Varlık, borç tahsilatına müşteri odaklılığın getirilmesi alanındaki önde gelen uygulamaları öne çıkaran bir Harvard Business School vaka çalışmasına konu edilen ilk varlık yönetim şirketi olmuştur. Dünya Varlık ise, BDDK'nın kararı ile kuruluş izni verilmesini takiben, 30.05.2019 tarihinde 20.000.000 TL'lik ödenmiş sermaye ile kurulmuş, 19.03.2020 tarihinde faaliyet izni almıştır. Şirket'in asıl kuruluş amacı 18.09.2015 tarihinde kurulmuş olan Hayat Varlık'ın devamı yıllarda bu vergi avantajını sürdürmesidir. Dolayısıyla, Şirket'in ana kurucu ortağı (%99,5) olan Hayat Varlık'ın 5 yıllık vergi ve harç istisna süresinin dolacak olması sebebiyle Şirket ile birleşme işlemi yapılmıştır. Dolayısıyla Dünya Varlık, Hayat Varlık'ın devamı niteliğinde faaliyetlerini sürdürmek amacıyla kurulmuş ve birleşme işlemini gerçekleştirmiştir.

**Personel Sayısı**



Şirket Profili

30.09.2024 tarihi itibarıyla Şirket'in toplam 21,4 milyar TL çözülmemiş bakiye anapara alacağı olup %45'i bireysel, %34'ü ticari ve %21'i teminatlı alacaklardan oluşmaktadır.

Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibarıyla yönettiği TGA portföylerinin Kaynak Kuruluş tipi bazında dağılımında Bankalar %90, Finansman Şirketleri ve Diğer %7, Leasing şirketleri %2, Faktoring şirketleri %1 oranında portföy içerisinden pay almıştır.

Tahsilat yönetimi aşaması VYŞ için genel zaman aşımı süresi olan 10 yılı aşan sürelerde nakit akışı ve gelir yaratmakta, TGA portföyünde yer alan her bir alacağın çözülmesine kadar devam etmektedir.

Tahsili Gecikmiş Alacak (TGA) portföyü. Dünya Varlık, 30.09.2024 tarihi itibarıyla 43 farklı banka ve finansal kuruluşun 246 portföyünü devir/temlik almış olup söz konusu portföyler için gerçekleştirmiş olduğu toplam yatırım tutarı 5,3 milyar TL'ye ulaşmıştır. FKB tarafından 30.09.2024 tarihi itibarıyla yayınlanan özet VYŞ sektör raporuna göre, sektörün kuruluşundan itibaren Türkiye'de yaklaşık 120,8 milyar TL tutarında portföy satışı çıkarılmıştır. Dünya Varlık'ın TGA portföylerine yapılan toplam yatırımlar içindeki pazar payı 2023 yılında %22,5 seviyesine ulaşmış olup 2024 yılının üçüncü çeyreğinin sonunda da %22,9 olarak gerçekleşmiştir. Şirket, yatırım yaptığı bu portföyler kapsamında 1,7 milyon borçlunun 3,5 milyon adet kredisini ve 24,3 milyar TL kredi anapara bakiyesini devir almıştır. Tahsilat ile çözümlenen borçlar sonrasında 30.09.2024 itibarıyla Dünya Varlık'ın yönettiği TGA portföylerinin bakiye anaparası 21,4 milyar TL, faiz dahil bakiyesi ise 84,4 milyar TL, yönettiği asıl borçlu adedi 927 bindir. Dünya Varlık, yönettiği TGA portföylerinden 30.09.2024 tarihine kadar 1.345.749 adet borcu çözümleyerek kurulduğu günden bu yana toplam 7,9 milyar TL tahsilat gerçekleştirmiştir. Portföylerden sağlanan tahsilatlar 10 yıldan uzun süre ile nakit akışı sağlayabilmekte olup, Dünya Varlık 2008 yılında devir aldığı ilk özel banka portföyünün 2024 yılı itibarıyla 16. yılında dahi yönetim ve tahsilatına devam etmektedir. Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibarıyla yatırım yaptığı portföylerinden takip eden 10 yıl için 14,8 milyar TL tahsilat beklentisi bulunmakta olup, aynı dönem finansal tablolarına yansıdığı üzere bu tutar aktifinde yer alan "krediler, net" değerinin 2,8 katıdır. 30.09.2024 tarihi itibarıyla, Şirket'in toplam 21,4 milyar TL çözülmemiş bakiye anapara alacağı olup ilgili bakiyenin %45'i, bireysel, %34'ü ticari ve %21'i teminatlı alacaklardan oluşmaktadır. Bireysel krediler, borçlu adedi yüksek, anapara tutarı görece düşük, büyük oranda ihtiyaç kredisi gibi teminatsız (maaş haczi olanlar dahil olmak üzere) tüketici kredileri ve bireysel kredi kartı alacaklarından; ticari ve kurumsal krediler, teminatsız kurumsal, ticari ve KOBİ kredileri ve ticari/kurumsal kredi kartları ile bu kredilerin kefil ve çek borçlularından olan alacaklardan; teminatlı krediler; ipotek ile teminatlandırılmış veya haciz ya da rehin yolu ile teminat altına alınmış veya alınabilecek her türlü krediden oluşmaktadır.

Genel işleyiş. Varlık yönetimi sektöründe yaygın olan iş modeli, TGA portföylerine yatırım ve bu portföylerden tahsilat olmak üzere iki ana evreden oluşmaktadır. Birinci evre Kaynak Kuruluşlar tarafından satışa sunulan TGA portföyleri için teklif edilecek bedeli belirlemek üzere değerlendirme yapılarak satın almanın gerçekleştirildiği yatırım aşaması, ikinci evre ise satın alınan portföylerdeki alacakların çözülmesiyle tahsil edildiği ve gelire dönüştürüldüğü tahsilat yönetimi aşamasıdır. Yatırım evresinde satışa konu TGA portföyü belirlenerek VYŞ'ler satışa davet edilir. Kaynak Kuruluştan temin edilen, satışa konu alacaklar ile varsa teminatlar hakkında detaylı bilgiler içeren veri paketleri üzerinden yapılan değerlendirme çalışmaları sırasında, alacakların niteliğine bağlı olarak farklı yöntemler kullanılmaktadır. Kaynak Kuruluştan temin edilen, satışa konu alacaklar ile varsa teminatlar hakkında detaylı bilgiler içeren veri paketleri üzerinden değerlendirme yapılmaktadır. İnceleme ve değerlendirme için tanınan sürenin sonunda Kaynak Kuruluş tarafından kuralları belirlenerek ilan edilmiş olan ihale yöntemi ile satış gerçekleştirilir. İhale sürecinden sonra tahsilat evresine geçilir ve ilk aşama olarak borçlulara bildirim yapılır. Ardından müzakere, uzlaşma ve tahsilat evresine ve son olarak yasal takip evresine geçilir.

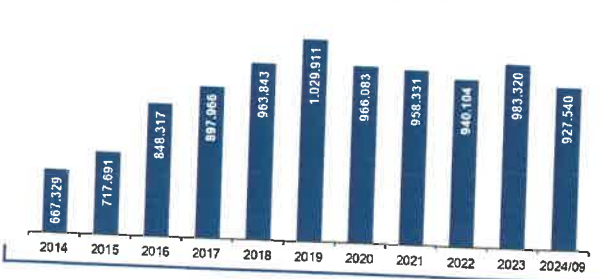
Segment Bazında Satın Alınan Kümüle Anapara (milyar TL)



Segment Bazında Güncel Anapara (milyar TL)



Borcu Devam Eden Toplam Borçlu Adedi

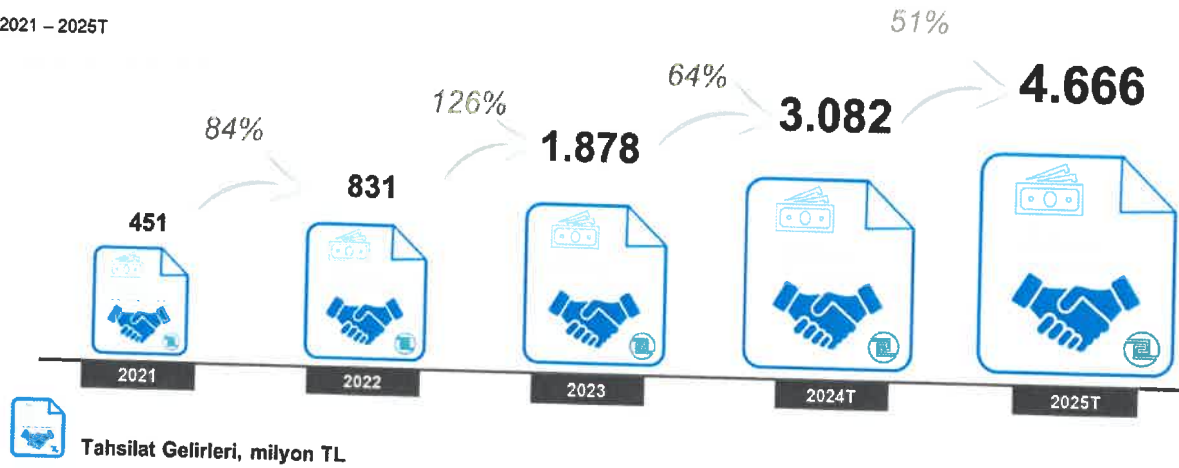


Şirket'in Yönettiği TGA portföylerinin Kaynak Kuruluş Tipi Bazında Dağılımı, 2024/09



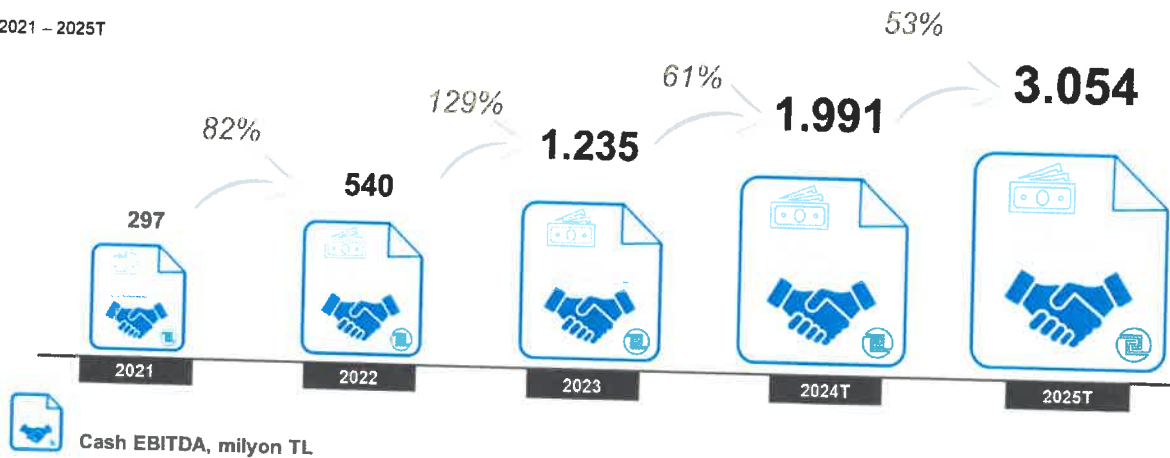
79% YBBO

2021 – 2025T



79% YBBO

2021 – 2025T



FAALİYET ÖZETİ

[illegible]



Tahsilat Gelirleri

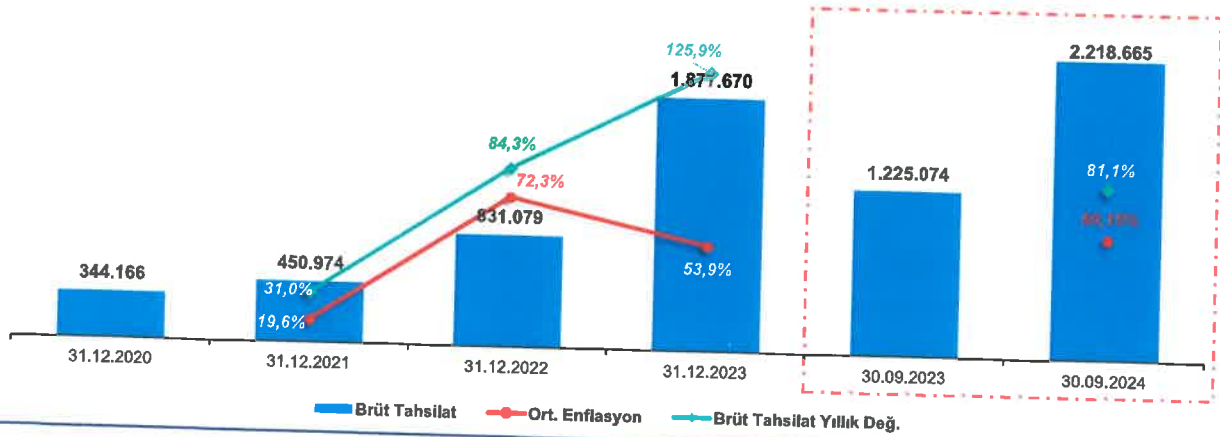
30.09.2024 itibarıyla Şirket 14,8 milyar TL tutarında 120 aylık brüt Öngörülen Kalan Tahsilat tutarına sahiptir ve TGA portföylerinin net defter değeri 5,3 milyar TL'dir.

Şirket kendi geliştirmiş olduğu yazılım altyapısına ve analitik modellerine yatırım yapmayı sürdürmüş, bu sayede tüm süreçlerini ve maliyetlerini merkezi olarak takip ederek verimlilik artışı sağlarken UYAP ile tam entegre çalışan hukuk otomasyon sistemlerinin yarattığı katma değer ile veri zenginleştirme ve varlık araştırması kapasitesini genişleterek teminatları zamanında ve düşük maliyetli işleyerek tahsilat etkinliğini artırmıştır.

TGA yönetimi. Şirket; 2008 yılında kurulan LBT Varlık'ın 2012-2015 yılları arasında Bebek Varlık Yönetim A.Ş.'nin portföylerini devir aldığı, 2014 yılında Turkasset'i devralarak birleştiği, 2016 yılında Artı Varlık'ın portföylerini devir aldığı, 2016 yılında Atlas Varlık'ı satın aldığı ve unvanını Hayat Varlık olarak değiştirdiği, 2017 yılında Hayat Varlık ile birleştiği, 2019 yılında kurulan Dünya Varlık ile 2020 yılında birleştiği 15 yıllık tarihi boyunca portföyünün gelişimini gerek organik büyüme gerekse birleşme ve devralmalar yoluyla düzenli olarak desteklemiştir. Dünya Varlık, 30.09.2024 itibarıyla 17 adet finansal kurumdan satın aldığı bireysel nitelikli borçlardan oluşan 108 adet portföy, 13 adet finansal kurumdan satın aldığı ticari nitelikli borçlardan oluşan 34 adet portföy, 9 adet finansal kurumdan satın aldığı bireysel ve ticari borçlardan oluşan 29 adet karma portföy, 17 adet finansal kurumdan satın aldığı teminatlı nitelikte ticari borçlardan oluşan 25 adet portföy, 6 adet finansal kurumdan satın aldığı araç teminatlı nitelikte ticari borçlardan oluşan 10 adet portföy, 3 adet farklı VYŞ'den, bireysel ve ticari nitelikli borçlardan oluşan 25 adet karma portföy, 7 adet finansal kurumdan satın aldığı 15 adet tekil ticari/tüzel borçlu portföyü olmak üzere toplamda 24,3 milyar TL büyüklüğünde anapara borcunu temlik aldığı 246 adet TGA portföyünün yönetim ve tahsilatını, 2008 yılında satın alınan en eski portföyler dahil olmak üzere, tüm portföylerden sürdürmektedir. 2020 yılında Covid-19 koşullarında 344 milyon TL tahsilat gerçekleştirilirken, pandeminin etkilerinin hafiflediği 2021 yılındaki %31 büyüme ile tahsilatlar 451 milyon TL'ye, 2022 yılında ise Covid-19 sonrası normalleşmeye dönülmesi, borçlular ile çoklu iletişim kanalı yönetimi, tahsilat temsilcilerine portföy yönetimi anlayışı ile borçlu gruplarının yönetim sorumluluğunun verilmesi ve çağrı önceliklendirme sistemlerindeki revizyonların da etkisiyle tahsilatlar %84 büyüme ile 831 milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket 2023 yılında devam ettirdiği süreç iyileştirme, veri zenginleştirme ve ödüllendirme sistemlerindeki revizyonların da etkisiyle 2022'ye göre 2023 yılında yıllık %126 oranında artışla 1.878 milyon TL seviyesine yükseltmiştir. Şirket'in 2020 yılında elde ettiği 237 milyon TL faiz geliri 2021 yılında %60 artışla 380 milyon TL'ye, 2022 yılında %116 artışla 818 milyon TL'ye, 2023 yılında %182 artışla 2.309 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2024/09 döneminde ise 2023'ün aynı dönemine göre %43 artışla 2.314 mn TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in brüt tahsilat tutarı yıllara sari, ortalama enflasyon oranının üzerinde artış göstererek reel getiri sağlamıştır.

Tahsilat Tutarı (Bin TL)



Faiz Gelirleri (bin TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Brüt Tahsilat	344.166	450.974	831.079	1.877.670	1.225.074	2.218.665
Alım Bedeli İfta Tutarı (Maliyet)	(92.905)	(73.336)	(117.190)	(365.908)	(238.573)	(453.798)
Net Tahsilat	251.261	377.638	713.889	1.511.762	986.501	1.764.867
TGA'ların Bugünkü Değerinin Değişim Tutarı (*)	(22.225)	(8.312)	85.542	676.932	537.021	449.952
Kredilerden Alınan Faizler	229.036	369.326	799.431	2.188.694	1.523.522	2.214.819
Bankalardan Alınan Faizler	8.185	10.273	18.759	120.822	94.945	98.752
Faiz Gelirleri	237.221	379.599	818.190	2.309.516	1.618.467	2.313.571
Değişim		60,0%	115,5%	182,3%		42,9%

(*) Şirket'in 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.



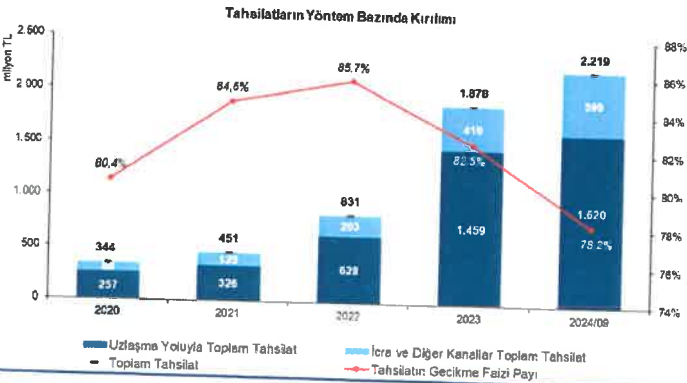
Tahsilat Gelirleri

Dış hukuk bürolarının seçiminde finans sektörü alacaklarının yönetimi ile ilgili deneyimi bulunmasına önem verilmekte, çalışılan bürolar için geçmiş performansları ve işlem hızları dikkate alınarak işlem atama kotaları belirlenmekte ve performansları adet, süre ve hukuki gerekliliklere uyum yönünden izlenmektedir.

Tahsilatların kırılımı. Dünya Varlık'ın devir aldığı portföylerdeki borçların tahsilat adımı olarak öncelikli hedefi hukuki ve icrai yöntemler değil, borçlular açısından daha uygun maliyetle, hızlı ve kolay sağlanabilecek olan müzakere ile anlaşma yöntemidir. Müşteri odaklı bakış açısı ile Şirket borçlularla sürekli iletişim halinde kalarak, borçluların zaman içinde finansal ekosisteme dönmelerini sağlamayı hedeflemektedir. Borçlularla yapılan uzlaşma görüşmelerinin süresi değişkenlik göstermekte, borçlunun iş ve ailevi durumu, geleceğe dönük beklentileri ve finansal imkanlarına bağlı olarak yıllara yayılabilmektedir. Borçlular taksitlendirilmiş ödemeleri anlaştıkları bir protokol kapsamında gerçekleştirebilirken, peşin ödemede bulunmak isteyenlere avantajlı koşullar ile farklı ödeme planları önerilmektedir. Anlaşma sağlanan protokole uygun olarak tüm ödemelerin gerçekleşmesi halinde borcun kapandığına dair Risk Merkezine bildirimde bulunulmakta ve kredi sicil kayıtları güncellenmektedir. Borçlular ile ortak fayda paydasında buluşarak, sulh yolu ile yapılan hızlı tahsilatı önceliklendiren Şirket'in 2021, 2022, 2023 ve 2024/09 dönemlerinde sulh yolu ile yapılan tahsilatlarının toplam tahsilata oranları sıra ile %72, %76, %78 ve %73'tür. Borçlular ile uzun vadeli, güven esaslı, yapıcı iletişim ve ikna faaliyetlerini yürütmek üzere Dünya Varlık'ın bünyesindeki kapsamlı çağrı merkezinde 30.09.2024 itibarıyla 263 adet şirket içi müşteri temsilcisi çalışmaktadır. Müşteri temsilcileri, Şirket içerisinde geliştirilmiş olan Unity adlı tahsilat yazılımını kullanmakta ve tahsilat faaliyetlerinin yoğunluğundan sorumlu olmaktadır. 30.09.2024 itibarıyla Şirket'in borçlular ile iletişimin %90'ı tamamen iç kaynaklar ile sağlanırken, %10'lık kısım esnek kapasite yönetimi ve performans kıyası amacıyla anlaşmalı dış hukuk büroları içerisindeki çağrı merkezleri ve hizmet sağlayıcılar üzerinden yürütülmektedir. Şirket stratejilerini düzenli gözden geçirme ve gelişim disiplini ile uygulamakta olduğu fiyatlama yaklaşımı sonucunda gerçekleştirdiği tahsilatlar içindeki gecikme faizi payını 2020 yılında %80,4 olarak gerçekleştirirken, 2021 yılında %84,6, 2022 yılında %85,7, 2023 yılında ise %82,5, 30.09.2024 döneminde %78,2 olarak gerçekleştirmiştir.

(bin TL)	Uzlaşma Yoluyla Toplam Tahsilat	İcra ve Diğer Kanallar Toplam Tahsilat	Toplam Tahsilat	Tahsilatın Gecikme Faizi Payı
2020	256.606	87.560	344.166	80,4%
2021	326.147	124.827	450.974	84,6%
2022	627.811	203.268	831.079	85,7%
2023	1.459.159	418.511	1.877.670	82,5%
2024/09	1.619.625	599.040	2.218.665	78,2%

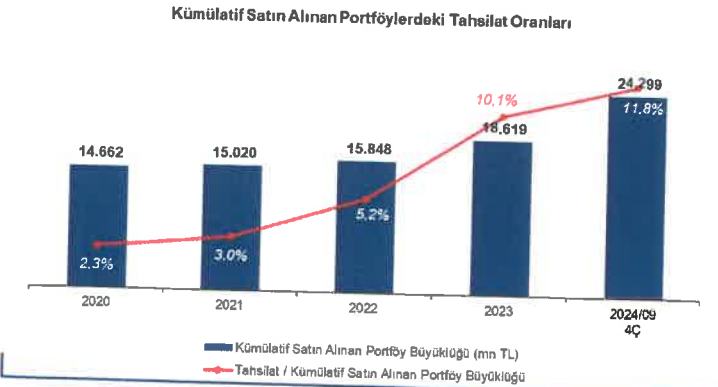
2020 yılında uzlaşma yoluyla yapılan tahsilatların toplam tahsilata oranı %72 seviyesinde iken 2024/09 döneminde %78'e yükselmiştir.



Kaynak: Şirket

	2020	2021	2022	2023	2024/09 4Ç
Kümülatif Satın Alınan Portföy Büyüklüğü (mn TL)	14.662	15.020	15.848	18.619	24.299
Tahsilat Tutarı (mn TL)	344	451	831	1.878	2.871
Tahsilat / Kümülatif Satın Alınan Portföy Büyüklüğü	2,3%	3,0%	5,2%	10,1%	11,8%

Tahsilatların kümülatif satın alınan portföy büyüklüğüne oranı yıllara sari artış göstermiştir.



Kaynak: Şirket



Finansal Analiz

Genel görünüm. Şirket'in finansal tabloları VYŞ Yönetmeliği ve BDDK tarafından yayımlanan diğer düzenlemeler ile BDDK mevzuatı kapsamında düzenlenmeyen konularda ise TFRS hükümlerini içerecek şekilde, BDDK muhasebe ve finansal raporlama mevzuatına uygun olarak hazırlanmıştır. Şirket'in 2020 ve 2021 yıllarında bir adet bağlı ortaklığı mevcut olup, ilgili dönemlere ilişkin finansal tablolar, konsolide şekilde hazırlanmıştır. Şirket, söz konusu bağlı ortaklığı ile Nisan 2022 itibarıyla birleşmiştir. Bu sebeple 30.09.2024 tarihi itibarıyla yazılan iş bu Fiyat Tespit Raporu solo hazırlanmış finansal tabloları baz almaktadır.

2024/09'da 5,6 milyar TL aktif büyüklüğü

2024/09'da aktifler %75 büyüdü. Şirket'in aktif büyüklüğü; 31.12.2021 itibarıyla 1.395 milyon TL iken, 2022 yılında finansal varlıklardaki %191 (artan tahsilatlar nedeniyle), TGA alımları sebebiyle krediler bakiyesindeki %13 ve duran varlıklardaki (özellikle maddi olmayan duran varlıklara yapılan yatırımlar nedeniyle) %71 artışa bağlı olarak aktif büyüklüğü 31.12.2021'e göre 31.12.2022'de %28 artış göstermiştir. 2022 yıl sonunda 2021 yıl sonuna kıyasla ayrıca satış amaçlı elde tutulan varlıkların satışı sebebiyle bu kalemden %29 azalış yaşanmıştır. 2023 yıl sonunda Şirket'in finansal varlıklar kalemi ağırlıklı olarak bankalarda bulunan tutarlardan oluşmaktadır. Şirket'in tahsilat performansına bağlı olarak yaratılan likit değerler yıl içerisinde Şirket'in TGA alımlarında kullandığından 2022 yıl sonuna göre %37 azalış göstermiştir. Benzer şekilde 2024 3Ç sonu itibarıyla yıl içerisinde Şirket'in TGA ihale alımlarına bağlı olarak bankalar kalemi 2023 yıl sonuna göre %48 azalış göstermiştir. 31.12.2021 itibarıyla 21 milyon TL olan diğer aktifler kalemi, 2022 yılında %60 artışla 31.12.2022 itibarıyla 34 milyon TL'ye yükselmiştir. 31.12.2023 itibarıyla %44 düşüş ile 19 milyon TL'ye olmuştur. 30.09.2024 itibarıyla diğer aktifler kalemi icra dairelerinden alacaklardaki (özellikle gayrimenkul satış avansları) yüksek artış nedeniyle %487 artışla 111 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2024 3Ç sonu itibarıyla 2023 yıl sonuna kıyasla finansal varlıklardaki %48 azalış ve krediler tutarındaki %82'lik artışa bağlı olarak toplam aktifler 2023 yıl sonuna oranla %75'lik artış göstermiştir.

2024/09'da aktif toplamın %1,6'sı finansal varlıklardan oluşmakta

Finansal varlıklar. Bankalar kalemi 2022 yıl sonuna 2021 yıl sonuna göre gerçekleşen değişim operasyonel verimlilik ve alınan portföyler sayesinde büyüyen tahsilat rakamının Şirket likiditesini artırmasından kaynaklanmaktadır. 2023 yılında Şirket'in tahsilat performansına bağlı olarak yaratılan likit değerler yıl içerisinde Şirket'in TGA ihale alımlarında kullanıldığından 2022 yıl sonuna göre %26 azalış göstermiştir. Bu azalış ile birlikte bankalar kalemi 31.12.2023 itibarıyla 175.181 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılının ilk dokuz ayı sonunda bankalar kalemi 91.743 bin TL'ye ulaşmış, Şirket'in TGA alımları sebebiyle 2023 yıl sonuna göre %48 azalış göstermiştir. Bu değişim bir önceki seneye göre artış gösteren operasyonel verimlilik ve TGA portföylerinden sağlanan tahsilatlardan yaratılan likit değerlerin yıl içerisinde Şirket'in TGA alımlarında kullanılmasından kaynaklanmıştır.

Aktif'in %95'i TGA'dan oluşmakta

2024/09'da 5,3 milyar TL TGA büyüklüğü. Şirket'in ana faaliyeti banka ve diğer finansal kuruluşlardan TGA portföylerini satın almaktır ve bu portföyleri yönetmektir. Satın alınan TGA portföylerindeki alacaklar aktiflerdeki krediler kalemi altında takip edilmektedir. Şirket, tahsili gecikmiş alacaklarının, ilk satın alma tarihindeki tahsilat projeksiyonları üzerinden hesaplanan krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranlarıyla, net bugünkü değerlerini hesaplamakta ve kayıtlarına almaktadır. Kredi portföylerinin kayıtlı defter değerleri üzerinden ilk alımında belirlenen krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranı kullanılarak hesaplanan faiz geliri ve kredi portföylerinin hesaplanan tahsilat projeksiyonlarının krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranı kullanılarak hesaplanan net bugünkü değerleri ile itfa edilmiş maliyetleri arasındaki pozitif farklar "Kredilerden alınan faiz gelirleri" altında, negatif farklar ise "Beklenen zarar karşılıkları" altında kaydedilmektedir. 31.12.2021 itibarıyla 1.225 milyon TL olan krediler, 2022 yılındaki TGA alımları sebebiyle %13 artışla 31.12.2022 itibarıyla 1.384 milyon TL'ye yükselmiştir. 31.12.2023 itibarıyla devam eden TGA alımları sebebiyle krediler toplamı %111 artışla 2.921 milyon TL'ye ulaşmıştır. 30.09.2024 itibarıyla devam eden TGA alımları sebebiyle krediler toplamı %82 artışla 5.310 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bu tutar 30.09.2024 itibarıyla toplam bilanço aktif büyüklüğünün %95'ine denk gelmektedir. Bahse konu oran 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 yıllarında sırasıyla %88 ve %78 ve %91'dir. Bu değişim Şirket'te varolan finansal varlıkların bilanço aktif büyüklüğündeki aldığı pay artışından kaynaklanmaktadır.

Son dönemde tahsilat performansındaki artış operasyonel verimlilik, enflasyon ve TGA hacminin artması ile doğrudan ilişkilidir

(bin TL)	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	9/30/2024
Dönem başı bakiye	1.225.913	1.224.666	1.384.302	2.921.067
Dönem içinde alınan portföyler	80.401	189.686	1.234.415	2.433.600
Dönem içinde yapılan tahsilatlar	-450.974	-831.079	-1.877.670	-2.218.665
Kredi faiz gelirleri	369.326	799.431	2.188.694	2.214.819
Beklenen zarar karşılıkları	-	1.598	-8.674	-40.395
Toplam	1.224.666	1.384.302	2.921.067	5.310.426



Finansal Analiz

Dönem sonu bakiye düşük olsa da yıl içinde satış amaçlı duran varlık hacmi daha yüksektir

İş modeli önemli bir maddi ve maddi olmayan duran varlık ihtiyacına sahip değildir

Peşin ödenmiş giderlerin önemli bir kısmını sigorta primleri oluşturmaktadır

Satış amaçlı duran varlıklar. Şirket satın aldığı TGA portföylerindeki alacakların kanuni takibi sırasında alacakların teminatını oluşturan menkul ve gayrimenkullerin icradan satışını başlatabilir, icradan satışlarına iştirak edebilir ve zaman zaman bu teminatları alacaklarına mahsuben satın alabilir ve böylece aktiflerine katabilir. 30.09.2024 tarihi itibarıyla satış amaçlı elde tutulan duran varlıklar kalemi Şirket'in toplam aktiflerinin %0,1'sini oluşturmaktadır. 2021, 2022 ve 2023 yıl sonları itibarıyla bu oran sırasıyla %0,5, %0,3 ve %0,1'dir. 31.12.2021 itibarıyla satış amaçlı elde tutulan duran varlıklar 6,4 milyon TL olup, 2022 yılında ise bu kalem 1,8 milyon TL azalış ile 31.12.2022 itibarıyla 4,6 milyon TL'ye ulaşmıştır. 31.12.2023 itibarıyla ise satış amaçlı elde tutulan duran varlıklar 3,9 milyon TL olmuştur. 30.09.2024 itibarıyla ise satış amaçlı elde tutulan duran varlıklar 4,8 milyon TL olmuştur.

Maddi duran varlıklar. Maddi duran varlıklar ofis binası, demirbaşlar, nakil vasıtalar ve özel maliyet kalemlerinden oluşmaktadır. Maddi duran varlıklar bakiyesi 31.12.2021 itibarıyla 38,5 milyon TL olup, 2022 yılında ise maddi duran varlıklar bakiyesi 30,6 milyon TL artarak 31.12.2022'de 69 milyon TL olmuştur. 2023 yılında maddi duran varlıklar bakiyesi yaklaşık 739 bin TL artış ile 31.12.2023 itibarıyla 70 milyon TL olmuştur. 30.09.2024 itibarıyla maddi duran varlıklar bakiyesi ayrılan amortismanlar kapsamında yaklaşık 8 milyon TL azalış ile 62 milyon TL olmuştur.

Maddi olmayan duran varlıklar. Maddi olmayan duran varlıklar Şirket'in faaliyetlerinde kullandığı programlar, yazılımlar ve lisanslardan oluşmaktadır. Maddi olmayan duran varlıklar bakiyesi 31.12.2021 itibarıyla 9,2 milyon TL olup, 2022 yılında ise maddi olmayan duran varlıklar bakiyesi 3,1 milyon TL artarak 31.12.2022 itibarıyla 12,3 milyon TL olmuştur. 2023 yılında maddi olmayan duran varlıklar bakiyesi 8,9 milyon TL artış ile 31.12.2023 itibarıyla 21,2 milyon TL olmuştur. Bu artış tahsilat geliştirme ve operasyonel süreçleri ile alakalı Şirket'in yapmış olduğu yeni yatırımlar ve güncellemelerden oluşmaktadır. 2024 3Ç'te maddi olmayan duran varlıklar bakiyesi 4,6 milyon TL artış ile 30.09.2024 itibarıyla 25,9 milyon TL olmuştur.

Diğer aktifler. 30.09.2024 itibarıyla Şirket'in diğer aktifler kaleminin %23'ü peşin ödenmiş giderler, %73'ü icra daireleri ve hukuk bürolarından alacaklar ve kalan %4'ü muhtelif alacaklar kalemlerinden oluşmaktadır. Diğer aktifler bakiyesi 31.12.2022 itibarıyla 31.12.2021'e göre 12,6 milyon TL artarak 33,7 milyon TL olmuştur. 31.12.2023 itibarıyla diğer aktifler bakiyesi 14,8 milyon TL azalış ile 18,9 milyon TL olmuştur. 30.09.2024 itibarıyla diğer aktifler bakiyesi 92,0 milyon TL artış ile 110,9 milyon TL olmuştur.

Diğer aktifler (bin TL)	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	9/30/2024
İcra dairelerinden alacaklar	2.329	2.329	2.329	75.315
Peşin ödenen giderler	3.090	7.517	15.459	25.287
Hukuk bürosundan alacaklar	0	259	378	5.331
Muhtelif alacaklar	14.116	15.493	743	4.977
Personelden alacaklar	0	153	0	0
Verilen teminatlar	0	7.917	0	0
Diğer	1.564	0	0	0
Toplam	21.099	33.668	18.909	110.910

**Finansal Analiz**

Finansal borç tutarının artmasında 2024/09 döneminde menkul kıymet ihraçları ve ertelenmiş/cari vergi borcundaki artışlar etkili olmuştur

Pasif yönetimi. Şirket'in toplam pasif büyüklüğü, 31.12.2021'e kıyasla alınan krediler, kiralamaya ilişkin yükümlülükler, karşılıklar, cari ve ertelenmiş vergi borcu, diğer yükümlülükler ve özkaynaklar kalemlerindeki artışlara bağlı olarak %28 değişim ile 386,7 milyon TL artarak 31.12.2022 itibarıyla 1.782 milyon TL olmuştur. 31.12.2023'te 3.210 milyon TL olan toplam pasif büyüklüğü 31.12.2022'ye kıyasla 1.428 milyon TL artarak %80 artış göstermiş olup bu artışta özellikle özkaynakların 111%, ihraç edilen menkul kıymetlerin %696, ertelenmiş ve cari vergi borcunun %111 büyümesi etkili olmuştur. 2024 3Ç sonunda ise 2023 yıl sonuna kıyasla toplam pasif 2.395 milyon TL artarak %75 artış göstermiş olup bu artışta özellikle ihraç edilen menkul kıymetlerin %275, alınan kredilerin %150 büyümesi ve cari vergi borcunun %39 azalması etkili olmuştur.

Yükümlülüklerin gelişimi. Şirket'in toplam yükümlülükleri, 31.12.2021'den 31.12.2022'ye %16 değişim ve 125,9 milyon TL artış ile 898,1 milyon TL olmuştur. Bu artışın ana sebebi %69 değişim ile 84,7 milyon TL cari ve ertelenmiş vergi borcu artışından, %153 değişim ile 17,0 milyon TL karşılıklar kaleminden ve %58 değişim ile 13,4 milyon TL kiralama işlemlerinden yükümlülükler kalemindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Alınan krediler kalemi %41 değişim ile 152,4 milyon TL artarken ihraç edilen menkul kıymetler %77 değişim ile 164,7 milyon TL azalmıştır. Şirket'in toplam yükümlülükleri, 31.12.2023'te %50 değişim ile 449,2 milyon TL artarak 1.347,3 milyon TL olmuştur. Bu artışın ana sebebi ise %111 değişim ile 231,4 milyon TL artan cari ve ertelenmiş vergi kaleminden, %696 değişim ile 350,5 milyon TL artan ihraç edilen menkul kıymetler kalemlerinden, %104 değişim ile 29,2 milyon TL artan karşılıklar ve %10 değişim ile 4,5 milyon TL artan diğer yükümlülükler kalemlerinden kaynaklanmaktadır. Kiralama işlemlerinden yükümlülükler kalemi %7 değişim ile 2,6 milyon TL artmış olup, alınan krediler kalemi %32 değişim ile 169,1 milyon TL azalmıştır. Şirket'in toplam yükümlülükleri, 30.09.2024'te %131 değişim ile 1.768,7 milyon TL artarak 3.115,9 milyon TL olmuştur. Bu artışın ana sebebi ise %20 değişim ile 87,2 milyon TL artan cari ve ertelenmiş vergi kaleminden, %275 değişim ile 1.101 milyon TL artan ihraç edilen menkul kıymetler kalemlerinden, %150 değişim ile 537,5 milyon TL artan alınan krediler kaleminden olmuştur.

Alınan krediler. Şirket TGA portföy satın alımlarından kaynaklanan dış finansman ihtiyaçlarını bankalardan kredi kullanarak ve sermaye piyasaları borçlanma araçlarını ihraç ederek karşılamaktadır. Alınan krediler bakiyesi 31.12.2021 itibarıyla 375,6 milyon TL olup, 2022 yılında ise alınan krediler bakiyesi 152,4 milyon TL artarak 31.12.2022 itibarıyla 528,1 milyon TL olmuştur. 31.12.2023 itibarıyla alınan krediler bakiyesi 169,1 milyon TL azalış ile 359,0 milyon TL olmuştur. 30.09.2024 itibarıyla alınan krediler bakiyesi 537,5 milyon TL artış ile 896,5 milyon TL olmuştur.

Tahvil ve bonolar. Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan aldığı ihraç limiti çerçevesinde değişken getirili tahvil ve bonosu, ve zaman zaman iskontolu menkul kıymet ihraçlarında bulunmaktadır. 31.12.2021 itibarıyla 215,1 milyon TL olan ihraç edilen menkul kıymetler kalemi 2022 yılında 164,7 milyon TL azalarak 31.12.2022 itibarıyla 50,4 milyon TL olmuştur. 31.12.2022 itibarıyla 50,4 milyon TL olan ihraç edilen menkul kıymetler kalemi 2023 yılında 350,4 milyon TL artarak 31.12.2023 itibarıyla 400,8 milyon TL olmuştur. 2023 yılında Şirket 08.02.2023 tarihinde 50,0 milyon TL nominal ve 9.08.2023 tarihli vadesi olan, 06.07.2023 tarihinde 50,0 milyon TL nominal ve 02.01.2024 tarihli vadesi olan, 17.08.2023 tarihinde 130,0 milyon TL nominal ve 16.05.2024 tarihli vadesi olan, 17.08.2023 tarihinde 125,0 milyon TL nominal ve 15.08.2024 tarihli vadesi olan finansman bonolarının, 19.07.2023 tarihinde 75,0 milyon TL nominal ve 18.07.2025 tarihli vadesi olan tahvilin ihraçları yapılmış ve 23.03.2023 tarihinde 50,0 milyon TL ve 09.08.2023 tarihinde 50,0 milyon TL nominal tutarlı finansman bonoları itfa edilmiştir. 2024 Eylül dönem sonu itibarıyla Şirket 19.07.2023 tarihinde 75 mn TL nominal ve 18.07.2025 vadeli tahvilin, 08.03.2024 tarihinde 200,0 milyon TL nominal ve 06.03.2026 tarihli vadesi olan tahvilin, 15.03.2024 tarihinde 225,0 milyon TL nominal ve 14.03.2025 tarihli vadesi olan finansman bonosunun, 16.05.2024 tarihinde 225,0 milyon TL nominal ve 15.05.2025 tarihli vadesi olan finansman bonosunun, 16.05.2024 tarihinde 50,0 milyon TL nominal ve 13.05.2027 tarihli vadesi olan finansman bonosunun ve 12.06.2024 tarihinde 175,0 milyon TL nominal ve 10.06.2026 tarihli vadesi olan finansman bonosunun ve 14.08.2024 tarihinde 200,0 milyon TL nominal ve 14.08.2025 tarihli vadesi olan finansman bonosunun ve 14.08.2024 tarihinde 200,0 milyon TL nominal ve 13.08.2026 tarihli vadesi olan finansman bonosunun ve 18.09.2024 tarihinde 75,0 milyon TL nominal ve 17.09.2025 tarihli vadesi olan finansman bonosunun ve 19.07.2023 tarihinde 75,0 mn TL tutarında finansman bonosunun ihraçlarını gerçekleştirmiş ve 02.01.2024 tarihinde 50,0 milyon TL nominal tutarlı finansman bonosunu, 16.05.2024 tarihinde 130,0 milyon TL nominal tutarlı finansman bonosunu ve 15.08.2024 tarihinde 125,0 milyon TL nominal tutarlı finansman bonosunun itfa etmiştir. 30.09.2024 itibarıyla ihraç edilen menkul kıymetler kalemi bakiyesi 1.502 milyon TL olmuştur.

Şirket uzun yıllardır tahvil ve bono ihraç ederek sermaye piyasası yatırımcıları ile iyi ilişkiler geliştirmiştir



Finansal Analiz

Şirket TFRS16 standardı çerçevesinde faaliyet kiralaması işlemlerini aktifleştirmiştir.

Kiralama Yük. & Karşılıklar & Diğ. Yük. Şirket TFRS16 standardı çerçevesinde faaliyet kiralaması işlemlerini aktifleştirmiştir. Kiralama işlemlerinden yükümlülükler 31.12.2021 itibarıyla 23,1 milyon TL olup, 2022 yılında ise %58'lik artış ile 31.12.2022 itibarıyla 36,5 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. 31.12.2023 itibarıyla ise 31.12.2022'ye göre %7 artış ile 39,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2024 3Ç itibarıyla ise 2023 yılına göre %4 azalış ile 37,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in karşılık yükümlülüğü kıdem tazminatı, kullanılmamış izin, personel prim ve dava karşılıklarından oluşmaktadır. 31.12.2021 itibarıyla 11,1 milyon TL olan karşılıklar bakiyesi 2022 yılında %153'lük artış ile 31.12.2022 itibarıyla 28,1 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. 31.12.2023 tarihi itibarıyla ise 31.12.2022'ye göre %104'luk artış ile 57,3 milyon TL'ye ulaşmıştır. 30.09.2024 tarihi itibarıyla ise 31.12.2023'ye göre %26'lık artış ile 72,2 milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in cari vergi borcu ayrıntılarına aşağıda yer verilmiştir. Cari vergi borcu kalemi 31.12.2021 itibarıyla 5,7 milyon TL olup, 2022 yılında yaşanan tahsilat verimlilik artışı ile birlikte %701 artışla 31.12.2022 itibarıyla 45,6 milyon TL'ye ulaşmıştır. 31.12.2023 itibarıyla %132 artarak 105,9 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. 30.09.2024 tarihinde de 2023 yıl sonuna göre %39 azalarak 64,1 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. Şirket'in ertelenmiş vergi borcu ayrıntılarına aşağıda yer verilmiştir. Ertelenmiş vergi borcu kalemi 31.12.2021 itibarıyla 117,4 milyon TL olup, 2022 yılında ise ilgili kalem artışı 31.12.2021'e oranla %38 olup 31.12.2022 itibarıyla 162,2 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. 31.12.2023 itibarıyla ertelenmiş vergi yükümlülük kalemi 31.12.2022'ye oranla %105 artış göstermiş ve 333,3 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. 30.09.2024 itibarıyla ertelenmiş vergi yükümlülük kalemi 31.12.2023'e oranla finansal varlıkların değerlemesi kaynaklı %39 oranla artış göstermiş ve 462,2 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

2024/09'da %37 özkaynak karlılığı

Özkaynaklar. Şirket'in 31.12.2021 itibarıyla 623 milyon TL olan özkaynakları Şirket faaliyetlerindeki verimlilikle karlılığının artmasının etkisiyle 2022 yılında 31.12.2021'e göre %42 artış göstererek 31.12.2022 itibarıyla 884 milyon TL'ye yükselmiştir. 31.12.2023 tarihi itibarıyla Şirket'in özkaynakları, dönem net karlılığına bağlı olarak 31.12.2022'ye göre %111 artmış ve 1.863 milyon TL olmuştur. 30.09.2024 itibarıyla Şirket'in özkaynakları, dönem net karlılığına bağlı olarak 31.12.2023'e göre %34 artmış ve 2.490 milyon TL olmuştur.

Bilanço				
31 Aralık, TL	2021	2022	2023	2024/09
Dünya Varlık	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş
	enetimden Geçmiş	enetimden Geçmiş	enetimden Geçmiş	enetimden Geçmiş
Aktifler	1.395.423.000	1.782.104.000	3.210.241.000	5.605.594.000
Nakit ve Benzerleri	94.088.000	236.199.000	175.129.000	91.741.000
Finansal Yatırım	-	41.625.000	15.000	15.000
Türev Finansal Varlıklar	1.390.000	170.000	-	-
Krediler	1.224.666.000	1.384.302.000	2.921.067.000	5.310.426.000
Satış Amaçlı Duran Varlık	6.419.000	4.578.000	3.921.000	4.810.000
Maddi Duran Varlıklar	38.529.000	69.224.000	69.963.000	61.830.000
Maddi Olmayan Duran Var.	9.232.000	12.338.000	21.237.000	25.861.000
Diğer Aktifler	21.099.000	33.668.000	18.909.000	110.911.000
Yükümlülükler	772.201.000	898.111.000	1.347.251.000	3.115.940.000
Alınan Krediler	375.636.000	528.082.000	359.025.000	896.548.000
Tahvil/Bono	215.094.000	50.364.000	400.824.000	1.501.868.000
Kiralama Yük.	23.149.000	36.510.000	39.108.000	37.620.000
Karşılıklar	11.103.000	28.069.000	57.290.000	72.171.000
Cari Vergi Borcu	5.690.000	45.572.000	105.903.000	64.146.000
Ert. Vergi Borcu	117.358.000	162.220.000	333.308.000	462.232.000
Diğer Yükümlülükler	24.171.000	47.294.000	51.793.000	81.355.000
Sermaye	185.000.000	185.000.000	185.000.000	185.000.000
Sermaye Yedekleri	17.099.000	17.099.000	17.099.000	17.099.000
Diğ. Kap. Gel.	1.548.000	(3.928.000)	(11.264.000)	(20.601.000)
Kar Yedekleri	14.340.000	14.415.000	14.415.000	14.415.000
Geçmiş Yıllar Kar veya Zarar	342.696.000	404.887.000	671.407.000	1.657.740.000
Net Kar	62.539.000	266.520.000	986.333.000	636.001.000
Özkaynakları	623.222.000	883.993.000	1.862.990.000	2.489.654.000
Pasifler	1.395.423.000	1.782.104.000	3.210.241.000	5.605.594.000



Finansal Analiz

2024/09'da son 4 çeyrek faiz gelirleri 3,0 milyar TL'dir

2024/09'da son 4 çeyrek Net Tahsilat tutarı yaklaşık 2,0 milyar TL'dir

Tahsilat performansındaki artış operasyonel verimlilik, enflasyon ve TGA hacminin artması ile doğrudan ilişkilidir

Son dönemde tahvil ve bonolardaki faizin kredilere göre daha düşük olması sebebiyle kredilerde sabit harekete karşın tahvil ve bono borçlarında artış dikkat çekmektedir.

Diğer faaliyet gelirlerini satış amaçlı duran varlık satışları ve teşvik gelirleri domine etmekte

Tahsilat ve faiz gelirleri güçlü arttı. Şirket'in sahip olduğu portföylerden yapılan tahsilatın bir kısmı portföy alımı sırasında belirlenen düzeltilmiş etkin faiz oranı ile hesaplanmış faiz gelirlerden diğer kısmı ise portföyün satın alma maliyeti amortizasyonundan oluşmaktadır. Tahsilat gelirleri 2021 yılında 451 milyon TL olup, 2022 yılında ise %84'lük artışla 831 milyon TL'ye ulaşmıştır. 31.12.2023 itibarıyla tahsilat gelirleri %126'lık artışla 1.878 milyon TL olmuştur. 2023 yılı ilk dokuz ayında gerçekleştiği 1.225 milyon TL tahsilatı 2024 yılı ilk dokuz ayında %81 oranında artışla 2.219 milyon TL seviyesine yükseltmiştir. Faiz gelirleri kredi portföylerinin kayıtlı defter değerleri üzerinden ilk alımında belirlenen krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranı kullanılarak hesaplanan faiz geliri ve kredi portföylerinin pozitif değer farklarından oluşmaktadır. Şirket, tahsili gecikmiş alacaklarının, ilk satın alma tarihindeki tahsilat projeksiyonları üzerinden hesaplanan krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranlarıyla, net bugünkü değerlerini hesaplamakta ve kayıtlarına almaktadır. Kredi portföylerinin kayıtlı defter değerleri üzerinden ilk alımında belirlenen krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranı kullanılarak hesaplanan faiz geliri ve kredi portföylerinin hesaplanan tahsilat projeksiyonlarının krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranları arasındaki pozitif farklar "Kredilerden alınan faiz gelirleri" altında kaydedilmektedir. Şirket'in faiz gelirleri 2021 yılında Covid-19'un yaratmış olduğu olumsuz finansal koşullara rağmen 379,6 milyon TL olup, 2022 yılında ise tahsilatlarda ve bankalardan alınan faizlerden gerçekleşen artışın etkisiyle 2021 yılına göre %116 yükselerek 818,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022'de 818,2 milyon TL olan faiz gelirleri, Şirket'in 2023 yılında devam ettirdiği süreç iyileştirme, veri zenginleştirme ve ödüllendirme sistemlerindeki revizyonların da etkisiyle artan Şirket'in tahsilat performansının sonucu 31.12.2023'te %182 artış göstererek 2.309,5 milyon TL olmuştur. 2023 yılının ilk dokuz ayında ise tahsilatlardan elde edilen faiz gelirleri ve bankalardan alınan faizler ile 1.618,5 milyon TL olan faiz gelirleri; Şirket'in 2024 yılının ilk dokuz aylık döneminde söz konusu kalemlerdeki artışın etkisiyle 2023 yılı ilk dokuz ayına göre %43 yükselerek 2024 yılının ilk dokuz ayında 2.313,6 milyon TL seviyesine yükseltmiştir.

(bin TL)	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	9/30/2023	9/30/2024	2024/09 4Ç
Brüt Tahsilat	450.974	831.079	1.877.670	1.523.522	2.218.665	2.572.813
Alım Bedeli İtfa Tutarı (Maliyet)	-73.336	-117.190	-365.908	-238.573	-453.798	-581.133
Net Tahsilat	377.638	713.889	1.511.762	1.284.949	1.764.867	1.991.680
Portföy Tahsilat Projeksiyonlarının değişim tutarı (*)	-8.312	85.542	676.932	238.573	449.952	888.311
Kredilerden Alınan Faizler	369.326	799.431	2.188.694	1.225.074	2.214.819	3.178.439
Bankalardan Alınan Faizler	10.273	18.759	120.822	94.945	98.752	124.629
Menkul Kıymetlerden Alınan Faizler	0	0	0	0	0	0
Faiz Gelirleri	379.599	818.190	2.309.516	1.618.467	2.313.571	3.004.620

(*) Şirket, tahsili gecikmiş alacaklarının, ilk satın alma tarihindeki tahsilat projeksiyonları üzerinden hesaplanan krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranlarıyla, net bugünkü değerlerini hesaplamakta ve kayıtlarına almaktadır. Kredi portföylerinin kayıtlı defter değerleri üzerinden ilk alımında belirlenen krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranı kullanılarak hesaplanan faiz geliri ve kredi portföylerinin hesaplanan tahsilat projeksiyonlarının krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranı kullanılarak hesaplanan net bugünkü değerleri ile itfa edilmiş maliyetleri arasındaki pozitif farklar "Kredilerden alınan faiz gelirleri" altında, negatif farklar ise "Beklenen zarar karşılıkları" altında kaydedilmektedir.

Faiz giderleri. Faiz giderleri kaleminde Şirket'in kullandığı banka kredileri ve ihraç ettiği borçlanma araçları üzerinden ödediği finansman giderleri takip edilmektedir. Faiz giderleri 2021 yılında 125,2 milyon TL olup, 2022 yılında ise 124,6 milyon TL olmuştur. 2023 yılında 2022 yılına göre %72 artışla 213,7 milyon TL olmuştur. 2023 3Ç döneminde 126,8 milyon TL olup, 2024 3Ç döneminde ise 2023 3Ç dönemine göre %338 artışla 555,3 milyon TL olmuştur.

Net ücret ve komisyonlar. Şirket'in net ücret ve komisyon giderleri, nakdi ve gayrinakdi kredi komisyonlarından oluşmakta olup, 2021 yılında 9,0 milyon TL iken 2022 yılında ise %51 artış göstererek 13,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022'de 13,6 milyon TL olan net ücret ve komisyon giderleri, 31.12.2023'te %10 artışla 14,9 milyon TL olmuştur. 2023 3Ç döneminde 9,5 milyon TL olan net ücret ve komisyon giderleri, 2024 3Ç'te ihraç edilen menkul kıymetlerin ve kullanılan kredilerin artışına bağlı olarak %132 artışla 22,0 milyon TL olmuştur.



Finansal Analiz

Dönem net karının artışında Şirket'in artan tahsilat performansı ve gider yönetimindeki verimlilik önemli etkiye sahiptir.

2024/09'da son 4 çeyrek Cash EBITDA 1.899 mn TL

Ticari kar/zarar. Şirket'in ticari kar / zararına ilişkin detaylar finansal tablo dönemleri itibarıyla yer almakta olup 2021 senesinde azalışla 546 bin TL zarar seviyesindedir. 2022 yılında ise 1,2 milyon TL ticari kar seviyesine yükselmiştir. 2023 yılında ise 2022 yılına göre özellikle kambiyo ve sermaye piyasası işlemlerinden elde edilen karlardaki artış sebebiyle %1058 artış göstererek 13,9 milyon TL ticari kar olacak şekilde artış göstermiştir. 2023 3Ç döneminde 12,1 milyon TL olan ticari kar, 2024 3Ç döneminde 2023 3Ç dönemine göre özellikle kambiyo işlemlerinden elde edilen karlardaki artış sebebiyle %73 azalış göstererek 3,3 milyon TL ticari kar olacak şekilde azalış göstermiştir.

Diğer faaliyet gelirleri/giderleri. Şirket'in diğer faaliyet gelirleri 2021 yılında 7,7 milyon TL iken 2022 yılında 2021 yılına göre %66 artış göstererek 12,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise 2022 yılına göre %134 artışla 29,9 milyon TL olmuştur. 2023 3Ç döneminde 22,2 milyon TL iken 2024 3Ç döneminde 2023 3Ç dönemine göre %5 artışla 23,2 milyon TL olmuştur. Diğer faaliyet giderleri; personel giderleri, maddi ve maddi olmayan duran varlık amortisman giderleri, kıdem tazminatı gideri ve diğer işletme giderlerinden oluşmaktadır. Şirket'in 2021 yılında diğer faaliyet giderleri 167 milyon TL iken, 2022 yılında ise 2021 yılına göre %84 artış göstererek 308 milyon TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında 308 milyon TL olan faaliyet giderleri, tahsilat artışıyla paralel olarak operasyonel giderlerin yükselmesiyle 2023 yılında 692 milyon TL olmuştur. Ancak 2022 ve 2023 yılları arasında faaliyet giderlerindeki artış oranı %125 olmuşken, faiz gelirlerindeki artış %182, faaliyet brüt karındaki artış %206, net faaliyet karındaki artış ise %268 olmuştur. Dolayısıyla Şirket'in operasyonel verimliliğindeki artış ile daha yüksek gelir, faaliyet brüt karlılığı ve net faaliyet karlılığı elde etmiştir. 2023 3Ç döneminde diğer faaliyet giderleri 467 milyon TL iken, 2024 3Ç döneminde ise 2023 3Ç dönemine göre %74 artış göstererek 814 milyon TL olmuştur.

Net faaliyet karı. Net faaliyet karı, 2021 yılında 85,6 milyon TL iken 2022 yılında ise faiz gelirlerindeki %116 artış ile gider yönetimindeki verimlilik ile birlikte diğer faaliyet giderlerindeki artışın %84 seviyesinde olmasının etkisiyle, 2021 yılına göre %351 artış göstererek 386,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in gider yönetimindeki verimi 2023 yılında da devam etmiş olup; 2022 yılında 386 milyon TL olan net faaliyet karı 2023 yılında %268 artışla 1.423 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Faiz gelirleri 2023 yılı itibarıyla 2022 yıl sonuna kıyasla %182 artışla 2.309 milyon TL olarak gerçekleşirken, diğer faaliyet giderleri %125 artış ile 693 milyon TL seviyesindedir. 2024 3Ç döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre faiz gelirlerinde ve diğer faaliyet giderlerindeki artışlar sırasıyla %43 ve %74 olarak gerçekleşmiştir. Ülkedeki zorlu ekonomik şartlar sebebiyle artan faiz giderleri ve hiperenflasyon nedeniyle faaliyet giderlerinin artması net faaliyet karını olumsuz etkilemiş ve net faaliyet karı %13 azalış ile 636 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Net kar gelişimi. Sürdürülen faaliyetler vergi karşılığı, Şirket faaliyetlerinin karlılığına göre değişmekte olup, 2021 yılında cari ve ertelenmiş vergi tutarı 23,1 milyon TL iken 2022 yılında ise 2021 yılına göre %419 artarak 119,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket faaliyet karlılığı ve verimliliği arttıkça ilgili kalemlerde de artış meydana gelmektedir. 2022 yılında 119,9 milyon TL olan vergi karşılığı, 2023 yılında Şirket karlılığıyla birlikte %265 artış göstermiş ve 437,1 milyon TL olmuştur. Şirket faaliyet karlılığı ve verimliliği arttıkça ilgili kalemlerde de artış meydana gelmektedir. 2023 3Ç döneminde 338,2 milyon TL olan vergi karşılığı, 2024 3Ç döneminde Şirket karlılığıyla birlikte %19 azalış göstermiş ve 272,4 milyon TL olmuştur. Dönem net karı, Şirket'in faaliyetleri sonucu ortaya çıkan ve vergi karşılığı sonrası kalan karı ifade etmekte olup, 2021 yılında 62,5 milyon TL iken 2022 yılında 2021 yılına göre %326 artış göstererek 266,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket 2023 yılı itibarıyla da karlılığını artırmaya devam etmekte olup; 2023 yılında dönem net karı 986,3 milyon TL olmuştur. Şirket dönem net karını 2023 yılında 2022 yılına göre %270 artırmıştır. Dönem net karının 30.09.2024'te %10 azalış ile 636 milyon TL olarak gerçekleşmesinin en önemli sebepleri ülkedeki zorlu ekonomik şartlar sebebiyle artan faiz giderleri ve hiperenflasyon nedeniyle faaliyet giderlerinin artmasıdır.



Diger faaliyet giderleri (bin TL)	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	9/30/2023	9/30/2024
Personel giderleri	-77.437	-146.409	-270.497	-197.877	-329.870
Maddi duran varlık amortisman giderleri	-4.371	-8.956	-13.807	-9.724	-11.993
Maddi olmayan duran varlık amortisman giderleri	-3.930	-4.828	-9.416	-7.039	-8.378
Diger isletme giderleri	-80.309	-147.378	-398.806	-251.943	-463.768
Hukuk müşavirliği giderleri	-25.516	-72.724	-199.211	-129.487	-209.772
Vergi ve harçlar	-22.130	-42.157	-107.080	-68.091	-132.341
Danışmanlık giderleri	-7.279	-9.807	-26.721	-12.784	-42.074
Bilgisayar kullanım gideri	-6.020	-7.877	-8.318	-5.224	-14.616
Nakdiye ve harraliye giderleri	-	-245	-2.567	-1.785	-1.296
Aidat gideri	-1.935	-1.474	-3.922	-2.690	-5.912
Haberleşme gideri	-454	-1.524	-978	-737	-1.187
Aktiflerin satışından doğan zararlar	-290	-	-	-	-
Araç gideri	-547	-2.001	-3.728	-2.600	-2.641
Temsil ve ağırlama giderleri	-630	-442	-200	-124	-434
Kırtasiye gideri	-251	-313	-296	-209	-60
Bakım ve onarım giderleri	-313	-202	-926	-663	-945
Reklam gideri	-26	-	-	-	-
Diger giderler	-14.918	-8.612	-44.859	-27.349	-52.490
Toplam	-166.872	-307.571	-692.526	-466.583	-814.009

(bin TL)	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	9/30/2023	9/30/2024
Dönem net kar/zararı	62.539	266.520	986.333	710.403	636.001
Sürdürülen faaliyetler vergi karşılığı	23.102	119.875	437.050	338.231	272.359
Dava ve diğer karşılık giderleri	-	2.000	392	530	14.603
Kiralama faiz giderleri	-	5.371	5.793	3.945	6.181
Bankalardan alınan faizler	-10.273	-18.759	-120.822	-94.945	-98.752
Kullanan kredilere verilen faizler ve komisyonlar	81.335	100.408	142.200	96.428	223.405
İhraç edilen menkul kıymetlere verilen faizler ve komisyonlar	49.494	19.962	76.892	35.839	347.481
Ticari kar/zararı (net)	546	-1.242	-13.879	-12.140	-3.330
Düzeltilmiş FVÖK	206.743	494.135	1.513.959	1.078.291	1.397.948
Dönem içindeki tahsilatlar	450.974	831.079	1.877.670	1.225.074	2.218.665
Kredilerden alınan faizler	-369.326	-799.431	-2.188.694	-1.523.522	-2.214.819
Beklenen zarar karşılıkları giderleri	9	-	8.674	1.359	40.395
Maddi duran varlık amortisman giderleri	4.371	8.956	13.807	9.724	11.993
Maddi olmayan duran varlık amortisman giderleri	3.930	4.828	9.416	7.039	8.378
Düzeltilmiş FAVÖK	296.701	539.567	1.234.832	797.965	1.462.560
Toplam Gelirler	458.625	843.817	1.907.532	1.247.306	2.241.849
Toplam tahsilat gelirleri	450.974	831.079	1.877.670	1.225.074	2.218.665
Alınan ücret ve komisyonlar	-	-	-	-	-
Eden çıkarılacak gayrimenkule ilişkin satış geliri	2.032	2.394	8.753	5.019	5.189
Aktiflerin satışından doğan zararlar	-	-	-	-	-
Diger faaliyet gelirleri	5.619	10.344	21.109	17.213	17.995
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	65,0%	64,0%	65,0%	64,0%	65,0%



Gelir Tablosu

31 Aralık, TL	2021	2022	2023	2023/09	2024/09	2024/09 4Ç
Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş
Faiz Gelirleri	379.599.000	818.190.000	2.309.516.000	1.618.467.000	2.313.571.000	3.004.620.000
Değişim		115,5%	182,3%		42,9%	30,1%
Faiz Giderleri	(125.167.000)	(124.572.000)	(213.728.000)	(126.793.000)	(555.319.000)	(642.254.000)
Net Faiz Geliri	254.432.000	693.618.000	2.095.788.000	1.491.674.000	1.758.252.000	2.362.366.000
Net Faiz Geliri Marjı	67,0%	84,8%	90,7%	92,2%	76,0%	78,6%
Personel Giderleri	(77.437.000)	(146.409.000)	(270.497.000)	(197.877.000)	(329.870.000)	(402.490.000)
Değişim		89,1%	84,8%		66,7%	48,8%
Ücret ve Komisyon Gid.	(9.015.000)	(13.632.000)	(14.946.000)	(9.470.000)	(22.002.000)	(27.478.000)
Değişim		51,2%	9,6%		132,3%	83,8%
Ticari Kar Zarar İşlemleri	(546.000)	1.242.000	13.879.000	12.140.000	3.330.000	5.069.000
Brüt Faaliyet Karı	167.434.000	534.819.000	1.824.224.000	1.296.467.000	1.409.710.000	1.937.467.000
Değişim		219,4%	241,1%		8,7%	6,2%
Marjı	44,1%	65,4%	79,0%	80,1%	60,9%	64,5%
Diğer Faaliyet Gelirleri	7.651.000	12.738.000	29.862.000	22.232.000	23.184.000	30.814.000
Diğer Faaliyet Giderleri	(89.435.000)	(161.162.000)	(422.029.000)	(268.706.000)	(484.139.000)	(637.462.000)
Karşılık Giderleri	(9.000)	-	(8.674.000)	(1.359.000)	(40.395.000)	(47.710.000)
Vergi Öncesi Kar	85.641.000	386.395.000	1.423.383.000	1.048.634.000	908.360.000	1.283.109.000
Vergi	(23.102.000)	(119.875.000)	(437.050.000)	(338.231.000)	(272.359.000)	(371.178.000)
Net Kar	62.539.000	266.520.000	986.333.000	710.403.000	636.001.000	911.931.000
Değişim		326,2%	270,1%		-10,5%	-7,5%
Net Marj	16,5%	32,6%	42,7%	43,9%	27,5%	30,4%



Değerleme Değerleme Yöntemleri

Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

Şirket değerlemelerinde iki ana unsur bulunmaktadır. Bunlardan ilki Şirket'in kendine has dinamikleri değere yansıtabilmek ikincisi ise söz konusu dinamiklerin piyasa algısındaki izdüşümünü yakalayabilmektir. Şirket'in kendine has dinamiklerini değere yansıtabilmek adına kullanılabilecek yegane yöntem İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi olmakla birlikte piyasa algısı çarpan yöntemi ile değere aksettirilebilmektedir. Bu nedenle nihai değer tespitinde sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilen, uluslararası kabul görmüş olan ve aşağıda gösterilen iki yöntemin kullanılmasının uygun olduğu kanaatindeyiz.

Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

EV/Cash EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır

Piyasa Çarpanları Analizi. Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan Firma Değeri/ Cash EBITDA (EV/Cash EBITDA) ve F/K çarpanları kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.09.2023-30.09.2024) Cash EBITDA ve normalize net dönem karı esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

Firma Değeri/EBITDA (EV/Cash EBITDA)

F/K (Piyasa Değeri/Net Kar)

Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliklin olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.



İNA Değerleme Metodolojileri

Değişen AOSM modellenmiştir

Enflasyona göre değişen AOSM modellendi. Risksiz faiz oranı modelde projeksiyon süresince beklenen enflasyona yıldan yıla değişen oranlarda ekstra baz puan eklenerek hesaplanmıştır. Risksiz faiz oranı 2024-2028 yılları arasında yüksek enflasyon nedeniyle beklenen enflasyona enflasyonun %10'u kadar prim eklenerek belirlenmiştir. 2028 yılından sonra muhafazakar tarafta kalmak adına beklenen enflasyon oranı önemli oranda azalmasına rağmen risksiz faiz oranı 10 yıllık devlet tahvilinin faiz oranının uzun vadeli ortalaması göz önünde bulundurularak belirlenmiştir. Böylece modelde yüksek enflasyon döneminde yüksek risksiz getiri ve düşük enflasyonda düşük risksiz getiri öngörülmüştür. Enflasyon tahminleri Info Yatırım'ın araştırma departmanından temin edilmiştir. Modelde projeksiyon dönemi 2038 yılına kadardır. Sonrasında uç değer alınmıştır. Benzer şirketler olan BRKVY ve GLCVY'nin kaldıracağı betaları hesaplanmış ve ortalamasının 0,71x olduğu tespiti edilmiştir. Bununla birlikte AOSM hesaplamasında Dünya Varlık'ın finansal borç oranı da göz önünde bulundurularak kaldıracağı beta 1,0x olarak kabul edilmiştir. En iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemelidir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldıracağı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurt içi şirketlerin ortalama kaldıracağı, 2024/09 mali verileri ve yönetimin kredi-öz kaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca her bir yıl için risksiz getirinin 300 baz puan üstünde borçlanma maliyetine sahip olacağı kabul edilmiştir. Böylece 2024 yılı için AOSM %59,3 hesaplanırken AOSM'nin sonraki yıllarda enflasyonda beklenen kademeli düşüşle gerileyeceği varsayılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

TL								
Veriler	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risksiz Faiz Oranı	64,8%	37,0%	27,1%	19,1%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
Kaldıraçsız Beta	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71
Borç/Özkaynak	97,8%	97,8%	97,8%	97,8%	97,8%	97,8%	97,8%	97,8%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Kaldıraçlı Beta								
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli								
Risksiz Faiz Oranı	64,8%	37,0%	27,1%	19,1%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	70,3%	42,5%	32,6%	24,6%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
AOSM								
Özsermaye Maliyeti	70,3%	42,5%	32,6%	24,6%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
Borç Maliyeti	68,8%	41,0%	31,1%	23,1%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%
Kurumlar Vergisi Oranı	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	59,3%	35,7%	27,2%	20,5%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%

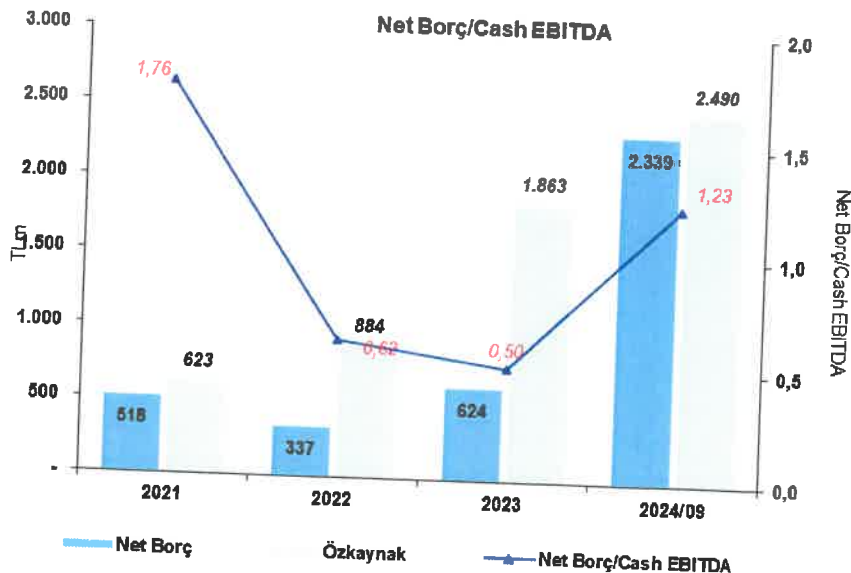
Net Borç

Net borç/Cash EBITDA iki yıl boyunca istikrarlı bir görüntü sergilerken söz konusu seviye düşük seviye yüksek borç ödeyebilme ve borçlanabilme kabiliyetine işaret etmektedir.

Düşük borç oranı. 2022 yılında 337 mn TL olan net borç tutarı 2023/12 döneminde %85 oranında artarak 623,8 mn TL 2024/09 döneminde ise 2023 yılına göre %275 oranında artarak 2.339 mn TL seviyesine yükselmiştir. Net borç tutarının artmasının en önemli nedeni 2024/09 döneminde 2.434 mn TL bedel ödenerek satın alınan TGA portföyüdür. 2022 yılında satın alınan TGA portföyü için 190 mn TL ödenirken bu tutar alınan portföy miktarında artmasının etkisi ile 2023 yılında 1.234 mn TL'ye yükselmiştir. 2024/09 döneminde ise 2.434 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Alım bedelinin önemli oranda artması kısmen özkaynaklarla kısmen menkul kıymet ihraçları ile kısmen de alınan krediler ile fonlanmıştır. Alım bedellerinin fonlanması için yapılan menkul kıymet ihraçları ve temin edilen krediler net borç tutarını 623,8 mn TL seviyesinden 2.339 mn TL seviyesine çekmiştir. Bununla birlikte net borç seviyesi artarken sahip olunan TGA portföy tutarının artması, artan enflasyon ve asgari ücretin etkisi ile tahsilat performansının iyileşmesi nedeniyle yıllıklandırılmış Cash EBITDA rakamı da 2023 yılına kıyasla 9 ayda 2024/09 döneminde %83 oranında artarak 798 mn TL seviyesinden 1.463 mn TL seviyesine ulaşmıştır. Cash EBITDA tutarına net borç tutarının kısmen daha fazla yükselmesi net borç/Cash EBITDA oranında bir miktar yükselmiş ve net borç/Cash EBITDA rasyosu 0,50x seviyesinden 1,2x seviyesine yükselmiştir. Net borç/Cash EBITDA iki yıl boyunca istikrarlı bir görüntü sergilerken söz konusu seviye düşük seviyede bir borçlülüğe işaret etmektedir. Bu durum ilerleyen dönemlerde TGA portföyü satın alımı için Şirket'in önemli oranda borçlanma kapasitesi olduğu anlamına gelmektedir.

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TlM	2021	2022	2023	2024/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	94,1	236,2	175,1	91,8
Finansal Yatırım	0,0	41,6	0,0	4,8
Türev Finansal Varlıklar	1,4	0,2	0,0	0,0
Krediler	375,6	528,1	359,0	896,5
Tahvil/Bono	215,1	50,4	400,8	1501,9
Kiralama Yük.	23,1	36,5	39,1	37,6
Net Borç	518	337	624	2.339
Özkaynak	623,2	884,0	1.863,0	2.489,7
Net Borç/Özkaynak	83,2%	38,1%	33,5%	94,0%
Net Borç/Cash EBITDA	1,76	0,62	0,50	1,23
Net Borç/Net Kar 4Ç	8,3	1,3	0,6	2,6
Net Kar 4Ç	62,5	266,5	986,3	912,0





İNA yaklaşımlı ile iskonto öncesi pay başı 46,77 TL değer. Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde İno Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2024 ve 2025 yıllarında toplam tahsilatlarda sırası ile %64 ve %51 büyüme modellenmiştir; sonraki yıllarda gelir büyümesinde ivme kaybı yaşanacağı öngörülmüştür. Projeksiyon döneminde uç değer öncesi tahsilat büyümesinin hem uzun vadeli enflasyon beklentisi hem de uç değer büyüme oranı olan %5'e yakınsacağı projekte edilmiştir. Artan enflasyon sonrası borçluların sahip olduğu mal varlıklarının değerlenmesi ile enflasyon üzerinde artış gösteren asgari ücret tutarının borçluların borç ödeme kabiliyetini yakın dönemde güçlü tutması ve Şirket'in iç işleyişinde yapılan iyileştirmeler nedeniyle Cash EBITDA marjının güçlü kalması beklenmektedir. Yılın ilk yarısında halka arz kaynaklı tek seferlik giderler ile personel zamlarının sonucu olarak 2023 yılında %66 olan Cash EBITDA marjının 2024 yılında %65 seviyesinde gerileyeceği tahmin edilmiştir. Sonraki yıllarda faiz ve enflasyonda beklenen normalizasyon ile tek seferlik giderlerin etkisinin ortadan kalkmasıyla birlikte Cash EBITDA marjının 2020-2023 yılları ortalamasına yakın bir seviye olan %66 seviyesine oturması öngörülmüştür. Şirket bir finans şirketi olduğu için kurumlar vergisi oranındaki %2 puanlık vergi teşviğine tabi değildir. Bu nedenle projeksiyon dönemi boyunca kurumlar vergisi oranı %30 kabul edilmiştir. Tahsilat büyümesi, portföy alım bedellerinin alınan TGA portföyüne oranı, Cash EBITDA marjı ve yatırım oranı normalizasyonun tamamlanması ile 2038 yılındaki dip nakit akımı büyümesi %5'e yakınsamış ve uç değer büyümesi öncesi nakit akım büyümesi uç değer oranı ile eşitlenmiştir. Bu durum tahsilat büyümesinde de dikkate alınmış ve 2037 yılında tahsilat büyümesi %5 olarak öngörülerek uç değer büyüme oranına geçişte ekonomik doğal süreç işletilmiştir. Şirket'in mevcut portföylerinin tamamlanma süresi de dikkate alınarak projeksiyon süresi 2038'de tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken İNA'da elde edilen değerlerin %36,6'sı uç değerden kaynaklanmıştır.

[illegible]



İNA Varsayımları

İNA'da gösterilen tahsilat rakamı ile bağımsız denetim raporunda görülen faiz gelirleri kalemi aynı içeriğe sahip değildir.

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Barbaros Mah. İhtisarlı No:3 Beşiktaş / İstanbul
İç Kapı No: 288 / Ataşehir / İstanbul
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 695 5187
Mersis No: 0478003678700011

Gerçek serbest nakit akımına ulaşabilmek adına gelir olarak gerçekleşmiş tahsilatlar baz alınmıştır.

İNA ve bağımsız denetim farkı. Bankalar ellerindeki tahsili gecikmiş alacakları ihaleler yoluyla belli bir bedel karşılığında Varlık Yönetim Şirketlerine satmaktadırlar. Şirket'in ana faaliyet alanı da bir varlık yönetim şirketi olarak söz konusu tahsili gecikmiş alacakların bankalardan satın alınması ve tahsilatıdır. Bağımsız denetim raporunda faiz geliri olarak yazılan tutarlar tahsili gecikmiş alacaklardan (TGA) kaynaklanan faiz tahakkukları, TGA portföyünün kendisinde meydana gelen değer artışları, tahsilat beklentileri ile gerçekleşen tahsilatlar arasında pozitif/negatif değişim farkları ile kredi maliyetini aşan faiz gelirlerinden meydana gelmektedir. İNA varsayımında ise tahsilat olarak ifade edilen tutarlar bağımsız denetim raporundan farklı olarak sadece dönem içerisinde gerçekleşen tahsilatlardan oluşmaktadır. Diğer bir ifade ile bağımsız denetim raporundaki faiz gelirleri İNA'dan bağımsız olarak TGA portföyündeki değer değişimleri ile faiz tahakkuklarını da içerisinde barındırmaktadır. Bununla birlikte değerlemede asıl amaç serbest nakit akımının tespiti olduğundan ve faiz tahakkukları ile TGA portföyündeki değerlemeler nakit bir değer ifade etmediğinden İNA'daki tahsilat tanımında bu kalemler yer almamaktadır.

Tanımlar. Aşağıda yer alan tabloda TGA alım bedelleri, kümülatif TGA portföyü ile ilgili yıl içerisinde gerçekleşen tahsilatların yıllar içerisindeki değişimi gösterilmektedir. Alım bedeli olarak ifade edilen tutarlar ilgili yıl içerisinde satın alınan TGA portföyü için ödenen bedeli ifade ederken, Kümülatif TGA portföyü ise ilgili yılda şirketin portföyünde yer alan toplam TGA tutarını göstermektedir. Tahsilat olarak adlandırılan kalem ise ilgili yıl içerisinde Şirket'in TGA portföyünden tahsil ettiği tutar anlamına gelmektedir. 2019-2023 arası veriler gerçekleşen verileri gösterirken 2024 ve sonrası veriler ise projeksiyon verileridir.

Mn TL	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Alım Bedelleri	(160)	(17)	(80)	(190)	(1.234)	(2.653)	(3.905)	(6.657)
Kümülatif TGA Portföyü	14.440	14.662	15.020	15.848	18.619	25.042	40.866	70.588
İlgili Yıl Satın Alınan TGA Portföyü	1.705	222	358	828	2.771	6.423	15.823	29.723
Değişim (%)		-87%	61%	131%	235%	132%	146%	88%
Alım Bedeli / İlgili yıl Satın Alınan TGA Portföyü	9%	8%	22%	23%	45%	41%	25%	22%
Enflasyon	12%	15%	36%	64%	65%	48%	30%	20%
Tahsilatlar	395	344	451	830	1.879	3.082	4.666	7.715
Değişim (%)		-13%	31%	84%	126%	64%	51%	65%
Tahsilat / Kümülatif TGA Portföyü	2,7%	2,3%	3,0%	5,2%	10,1%	12,3%	11,4%	10,9%

Mn TL	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Alım Bedelleri	(7.111)	(7.118)	(6.840)	(6.880)	(6.714)	(6.648)	(6.848)	(6.855)
Kümülatif TGA Portföyü	111.039	158.592	212.184	275.318	344.365	415.825	492.245	569.175
İlgili Yıl Satın Alınan TGA Portföyü	40.451	47.553	53.593	63.133	69.048	71.460	76.420	76.930
Değişim (%)	36%	18%	13%	18%	9%	3%	7%	1%
Alım Bedeli / İlgili yıl Satın Alınan TGA Portföyü	18%	15%	13%	11%	10%	9%	9%	9%
Enflasyon	15%	12%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Tahsilatlar	12.165	15.271	18.218	20.065	21.206	21.897	22.374	22.544
Değişim (%)	58%	26%	19%	10%	6%	3%	2%	1%
Tahsilat / Kümülatif TGA Portföyü	11,0%	9,6%	8,6%	7,3%	6,2%	5,3%	4,5%	4,0%

**İNA Varsayımları**

Pandemi nedeniyle 2020 ve 2021 yıllarında TGA portföyü satışı oldukça azaldı.

2022 ve 2023 döneminde yüksek enflasyon ve asgari ücret artışları borç ödeme gücünü olumlu etkilerken bu durum alım bedelleri artırırken TGA satışlarını tetiklemiştir.

Enflasyonun 2023 yılı öncesi döneme göre yüksek kalacak olması ve asgari ücrete yapılan enflasyon üzeri zamların etkisinin TGA satışlarındaki büyümeyi koruması öngörülmekte

TGA varsayımları. 2019 yılında satın alınan TGA portföy büyüklüğü 1.705 mn TL iken bu tutar 2020 ve 2021 yıllarında önemli oranda azalarak sırası ile 186 ve 358 mn TL'ye kadar inmiştir. Bu azalmanın ana nedeni pandemi nedeniyle Bankaların TGA'ların satışı için ihale düzenleyememeleri ve fiyatların (alım bedellerinin TGA'lara oranı) düşük olmasıdır. Ek olarak 2020 yılında BDDK bankalar için TFRS 9 uygulamasını zorunlu kılmıştır. Bu uygulamaya göre Bankalar TGA'ları satmasalar dahi bilançolarından çıkarabilmeye başlamışlardır. Bu durum bankaların TGA'ları satmadan takipteki kredi oranlarını (NPL) daha düşük seviyelere çekmesine olanak sağlamıştır. Önceden TGA'ların bilançodan çıkarılması ve böylece takipteki kredi oranlarının iyileştirilmesi için TGA'ların satılması gerekiyordu. Bu yeni düzenleme ile herhangi bir satışa gerek kalmadığı için de bankalar pandeminin de etkisi ile TGA satışlarını oldukça yavaşlatmıştır.

Enflasyon ve asgari ücret etkisi. 2022 ve 2023 yıllarında ise enflasyonun artmaya başlaması ve asgari ücretin enflasyonunda üzerinde yükselmesi ile tahsilat performanslarında iyileşmeler görülmeye başlanmıştır. TGA'lardaki tahsilat performansının iyileşmesi ile alım bedelleri artmaya başlamıştır. Alım bedellerinin yükselmesi ve pandemi döneminde artan batık kredi oranları nedeniyle bankalar TGA satış tutarlarını artırmaya başlamıştır. Bu nedenlerden ötürü piyasada satışa sunulan TGA portföyü artmış ve bu durum Şirket'in ilgili yıl içerisinde satın aldığı TGA portföyünü 2022 ve 2023 yıllarında sırası ile %131 ve %235 oranında artırarak 828 mn TL ve 2.771 mn TL seviyesine kadar yükseltmiştir. 2024/09 döneminde de yüksek alım bedeli oranları nedeniyle bankaların TGA satışları devam etmiş ve Şirket 2.434 mn TL alım bedeli karşılığında toplam 5.679 mn TL portföy satın alımı gerçekleştirmiştir. Söz konusu tutarlar %43 alım bedeli/ satın alınan portföy oranına işaret etmektedir. Buradaki oran artışında henüz icra takibine konu edilmemiş TGA portföylerinin satın alınmasının da etkisi bulunmaktadır.

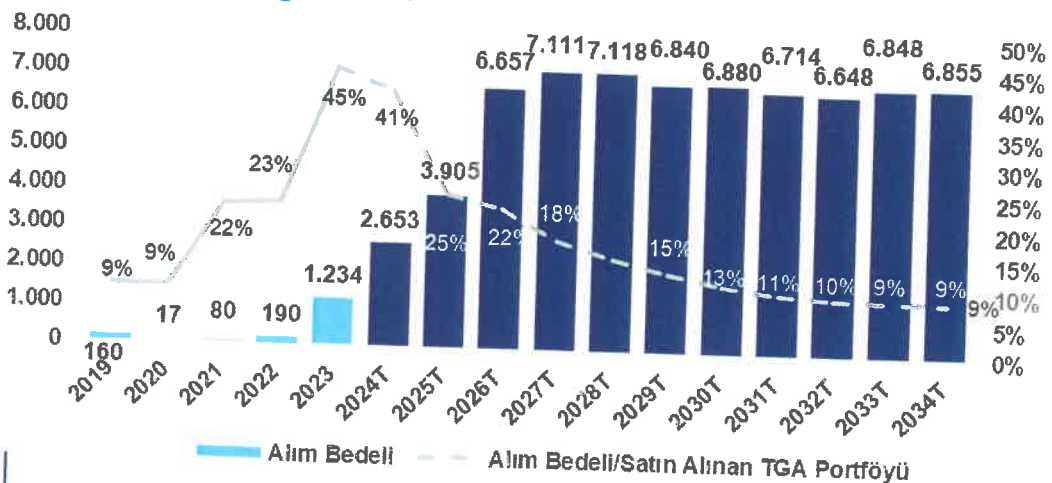
TGA satışlarının güçlü kalması beklenmekte. 2024 ve 2025 yıllarında makro ekonomik gelişmeler nedeniyle TGA satışının devam etmesi beklenmektedir. Enflasyonun her ne kadar hız kesse de 2023 yılı öncesi döneme göre yüksek kalacak olması ve asgari ücrete yapılan enflasyon üzeri zamların etkisi ile borç ödeme gücünün önümüzdeki iki sene boyunca yüksek kalmaya devam etmesi öngörülmektedir. Bu durum alım bedellerinin 2023 öncesi döneme göre daha yukarıda tutacağından TGA satışının önümüzdeki iki yıl boyunca 2023'e kıyasla daha bir miktar yavaşlama öngörülse de güçlü kalması öngörülmüştür. Bu nedenle 2024 ve 2025 yıllarında satın alınan TGA portföyündeki büyüme oranlarının sırası ile %132 ve %146 oranında gerçekleşerek satın alınan TGA portföyünün 2024 yılında 6.423 mn TL ve 2025 yılında 15.823 mn TL seviyesine ulaşacağı varsayılmıştır. 2025 sonrası dönemde enflasyonun da normalize olması ile TGA satışlarındaki büyümenin zamanla normalize olması ve uzun vadeli enflasyon eklentisi olan %5 oranına yakınsaması beklenmektedir.

İNA Varsayımları

Sektöre yeni oyuncuların girmesi ve yüksek enflasyon nedeniyle artan varlık değerleri borç ödeme gücünü artırdığından TGA'lara olan talep artmış ve bu nedenle TGA portföylerinin fiyatları son üç senede yaklaşık beş katına yükselmiştir.

Alım bedeli varsayımları. Yukarıda da tanımlandığı üzere alım bedeli, satın alınan TGA portföyü için ödenen tutarı ifade etmektedir. 2019 ve 2020 yıllarında alım bedelinin satın alınan TGA portföyüne oranı yaklaşık %9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu oran 2021 ve 2022 yılında %22-23 seviyesine yükselirken 2023 yılında yaklaşık %45 seviyesine ulaşmıştır. 2024/09 döneminde ise %38 oranında gerçekleşmiştir. Son üç yılda alım bedeli oranlarının artmasının iki önemli nedeni bulunmaktadır. Birinci neden sektöre yeni giren oyuncular nedeniyle artan rekabettir. Diğer neden ise enflasyon ve dolayısıyla artan asgari ücret nedeniyle borçluların borç ödeme güçlerinin artmasıdır. Borç ödeme kabiliyetinin artması VYŞ'lerin ve bankaların tahsilat güçlerini yukarı çekmiştir. TGA'lardan yapılan tahsilat tutarlarının artması TGA'ların alım bedellerinin artmasına sebebiyet vermiştir. Belirtilen sebeplerden dolayı alım bedelleri yükselmiş ve alım bedellerinin satın alınan TGA portföyüne oranı 2019 ve 2020 yıllarındaki %9 seviyelerinden 2021 ve 2022 yılında %22-23 bandına 2023 yılında ise %45 bandına kadar artmıştır. Enflasyonun artması ile tahsilat gücünün yükselmesi iki nedenden kaynaklanmaktadır. Bunlardan birincisi artan enflasyon nedeniyle borçluların mal varlıklarında görülen değerlenme; diğeri ise artan enflasyonun bir sonucu olarak asgari ücrette meydana gelen enflasyon üstü yükseliştir. Bu iki neden borçluların alım gücünü ve dolayısıyla borç ödeyebilme kabiliyetini yukarı çekmiştir. 2024 ve sonraki yıllarda enflasyonda beklenen normalizasyon, asgari ücret artışlarının yılda tek sefere düşecek olması nedeniyle birim portföy başına yapılacak tahsilat tutarlarının kısmen gerilemesi beklenmektedir. Ayrıca 2023 yılının ikinci yarısından itibaren artan faiz oranları nedeniyle artan fonlama maliyetinin de TGA portföy alımlarına yönelik talebi yavaşlatacağı öngörülmektedir. Bu sebeplerin bileşke etkisi ile 2024 yılında TGA satışlarını artırması beklenmektedir. Bu sebeplerin bileşke etkisi ile 2024 yılında alım bedeli/satın alınan TGA portföyü oranının %41 seviyesine ineceği ve sonraki yıllarda normalizasyonun devam ederek söz konusu oranın tekrar 2019-2020 seviyesi olan %9 seviyesine yakınsayacağı varsayılmıştır.

Grafik:1 Artan rekabet, artan enflasyon ve asgari ücret nedeniyle alım bedelinin satın alınan TGA portföyüne oranını %9'lardan %45 seviyelerine yükselirken enflasyonun normalize olması ile tekrar %9 seviyesine inmesi öngörülmekte



Kaynak: Şirket Tahminleri



İNA Varsayımları

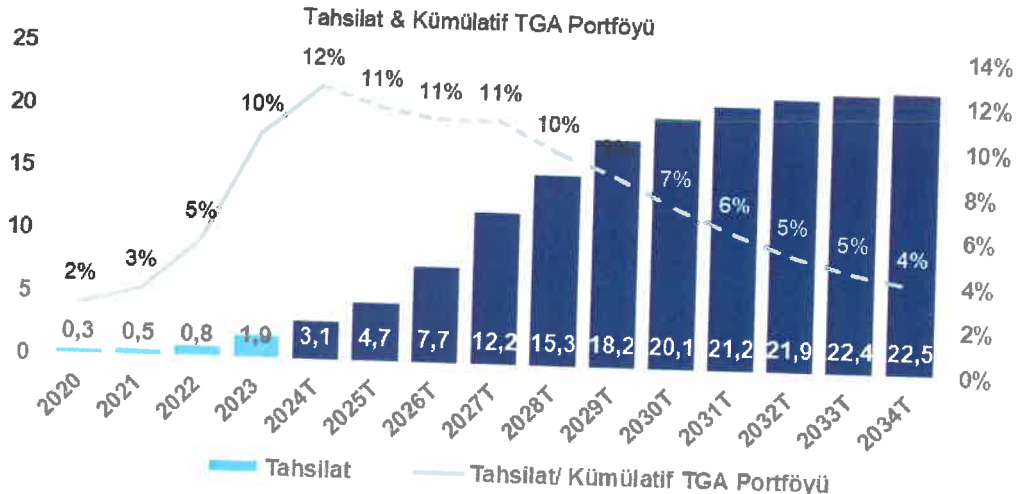
Şirket'in iç işleyişe yönelik yaptığı iyileştirmeler tahsilat performansını olumlu etkiledi.

Artan enflasyon varlık değerlerini yukarı çekerken artan asgari ücret borç ödeme kabiliyetini artırmış ve söz konusu sebeplerin kümüle etkisi sektörün genelinde tahsilat oranlarının anlamlı bir şekilde yükselmesini sağlamıştır.

Tahsilat varsayımları. TGA portföylerinden yapılan tahsilat tutarı 2019 yılında 395 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Yapılan tahsilat tutarı 2020 yılı hariç yıllar itibarı ile artan büyüme oranları ile yükselerek 2022 yılında 831 mn TL seviyesine yükselmiş 2023 yılında ise 1.879 mn TL seviyesinde 2024/09 döneminde ise 2.219 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. İfade edilen dönemde tahsilat oranlarındaki yıllık bileşik büyüme oranı %47,6 seviyesine denk gelmektedir. Söz konusu oran ifade edilen dönemdeki ortalama enflasyon oranının üzerindedir. 2020 yılında tahsilatta meydana gelen kısmi düşüşün nedeni pandemidir. Tahsilatlarda meydana gelen yükselişin iki ana nedeni bulunmaktadır. Birinci neden yukarıda ifade edilen sebeplerden dolayı satın alınan TGA portföyündeki artış iken ikinci neden ise tahsilat performansındaki iyileşmedir. Tahsilat performansının göstergesi tahsilat/kümülatif TGA portföyü olarak ölçülmektedir. 2019-2021 yıllarında %2,5-3 bandında olan bu oran 2022 yılında %5,2, 2023 yılında ise %10,1 seviyesine yükselmiş 2024/09 döneminde ise %12 seviyesinde gerçekleşmiştir. Tahsilat performansında görülen bu iyileşmenin en önemli nedenleri enflasyon ve asgari ücrette meydana gelen artışlar nedeniyle borçluların borç ödeme güçlerinin artması ve Şirket'in iç işleyiş süreçlerine yönelik yaptığı iyileştirmelerdir. Şirket bünyesinde yapılan süreç iyileştirilmesine yönelik atılan adımlardan en önemlilerinden bir tanesi teminatlı krediler iş kolunun ayrı bir iş birimi olarak yapılandırılarak ayrı performans metrikleri ile daha odaklı yönetilmeye başlanmasıdır. Bu yolla borçlara yönelik sorgulamaların bir strateji doğrultusunda düzenli olarak yapıldığı bir alt yapı geliştirilmiştir, bu durum tahsilat performansının iyileşmesine katkı sağlamıştır. Diğer bir etken ise prim sisteminin değişmesidir. Prim sisteminin değişmesi ile çalışanların çözümlediği dosya sayısı artmaya başlamıştır. Çalışan başına çözümlenen dosya sayısının artması da tahsilat performansını yukarı çeken faktörlerden biridir. Üçüncü bir neden ise hukuki süreçlere dönük otomasyonun hız kazanmasıdır. Yeni BT yazılımları ile birlikte borçluların mal varlıklarına yönelik araştırmalar daha sistematik ve kapsamlı hale getirilmiş ve böylece elde edilen hukuki ve icrai kaldıraç müzakere süreçlerine de olumlu yansımıştır. Söz konusu hukuki yolların devreye girmesi tahsilat performansını olumlu etkilemiştir. Enflasyon ve asgari ücret iyileşmeleri nedeniyle artan borç ödeyebilme gücünün tahsilat performansı üzerindeki etkisini 2024-2025 yıllarında da korumasının beklenmesi ve iç işleyişte meydana gelen iyileştirmelerin etkisi ile 2024 ve 2025 yıllarında tahsilat/kümülatif TGA tutarı oranının sırası ile %12,3 ve %11,4 seviyesinde oluşması öngörülmüştür. Sonraki yıllarda ise asgari ücret artışları ile enflasyon rakamlarında normalizasyonun gerçekleşme beklentisi ile alım gücünün yıllar itibarı ile azalması öngörülmektedir. Bu nedenle Tahsilat/Kümülatif TGA oranının yıllar itibarı ile azalarak tekrar 2019 ve 2020 yıllarındaki seviyeye yakınsaması öngörülmüştür.

Diğer gelirler. Diğer gelirler büyük oranda gayrimenkul satış gelirleri ve bankalardan alınan promosyon gelirlerinden meydana gelmektedir. Enflasyon oranı ile artacak şekilde projeksiyon gerçekleştirilmiştir.

Grafik:2 2019-2023 arası dönemde Şirket içi işleyişte yapılan iyileştirmeler ile artan enflasyon ve asgari ücret tahsilat oranlarının %3 seviyelerinden %10'a kadar yükselmesini sağlamıştır.



Kaynak: Şirket Tahminleri



İNA Varsayımları

2023 yılında 474 olan ortalama personel sayısının satın alınan TGA portföyündeki artışı destekleyecek şekilde artacağı öngörülmüştür.

Portföy giderlerinin tamamı borçlu sayısındaki artış ve beklenen enflasyon oranları göz önünde bulundurularak projekte edilmiştir.

Operasyonel gider varsayımları. İNA analizinde Şirket'in operasyonel giderleri personel giderleri, portföy giderleri ve diğer giderler olmak üzere üç sınıfta kategorize edilmiştir. Personel giderleri bağımsız denetim raporundaki personel gideri ile aynı olup tek fark İNA analizinde personel giderlerinden Devlet'in SSK prim iadesi gibi personeller ile ilgili sağladığı teşvik tutarları düşülerek net personel gideri projekte edilmiştir. Portföy giderleri ise bağımsız denetim raporundaki hukuk müşavirliği giderleri, vergi ve harç giderleri, danışmanlık giderinin bir kısmı, araç ve haberleşme giderleri ile reklam giderinin bir kısmından oluşmaktadır. Bağımsız denetim raporunda operasyonel giderlerin içerisinde kalan diğer giderler ise İNA'da diğer giderler olarak sınıflandırılmıştır.

Personel giderleri. Personel giderleri, maaş giderleri, tahsilat primleri, genel primler, İK kaynaklı personel giderleri ile diğer personel giderlerinden oluşmaktadır. Tahsilat primi personel başına incelenen dosya sayısı ve dolayısıyla tahsilat tutarını artırmak adına sadece tahsilat personeline ödenen prim giderlerinden oluşmaktadır. Genel prim ise tahsilat personeli hariç yıllık performansa bağlı olarak diğer personele dağıtılan primleri ifade etmektedir. İK harcamaları işe alım ve personel eğitim giderlerinden meydana gelmektedir. Personelle ilgili olup yukarıda ifade edilen sınıflamalara girmeyen personel giderleri diğer personel giderleri olarak sınıflandırılmıştır. Projeksiyonda da görüleceği üzere satın alınan TGA tutarlarında 2033 yılına kadar yavaşlayan bir oranda büyüme öngörülmüştür. Satın alınan TGA tutarındaki artış işlenen dosya sayısındaki artış anlamına geleceğinden ifade edilen dönemde personel sayısında da artış olacağı varsayılmıştır. 2023 yılında ortalama 474 olan personel sayısının 2033 yılına kadar 1.225 seviyesine yükseleceği tahmin edilmiştir. Dolayısıyla personel maaş giderlerindeki artış personel sayısındaki artış ile maaş artışının bileşik etkisi ile hesaplanmıştır. Genel prim tutarının tahsilat ve tahsilata destek olan personeller hariç diğer personellere bir çarpan üzerinden ödeneceği varsayılmıştır. Tahsilat priminin toplam yıl içerisinde yapılmış olan tahsilatın %2,1'i olacak şekilde gerçekleşeceği projekte edilmiştir. İK giderlerinin tahmininde personel sayısındaki artış da göz önünde bulundurulmuş ve personel sayısındaki artış ile beklenen enflasyon oranı beraber hesaba katılarak tahmin gerçekleştirilmiştir.

Portföy giderleri. Portföy giderleri yukarıda da ifade edildiği üzere bağımsız denetim raporunda operasyonel giderler altında sınıflandırılan hukuk müşavirliği giderleri, vergi ve harç giderleri, danışmanlık giderinin bir kısmı, araç ve haberleşme giderlerinden oluşmakla birlikte söz konusu giderler İNA analizinde farklı bir sınıflamaya tabi tutulmuştur. İNA analizinde portföy giderleri; BSMV giderleri, dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetlere ait giderler, yasal takip giderleri, istihbarat giderleri, teminat mektubu komisyon giderleri ve diğer giderler olarak kategorize edilmiştir. BSMV giderleri net tahsilat tutarının yaklaşık %5'i olarak öngörülmüştür. Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmet giderleri dosya ve tahsilat takibi için avukatlık bürolarından sağlanan hizmetlere yönelik giderlerden meydana gelmektedir. Yasal takip giderleri dışarıdan sağlanan hizmetler sırasında ortaya çıkan ve avukatlık ücreti harici giderlerden oluşmaktadır. İstihbarat giderleri ise tahsilat yapabilmek adına katılan veri zenginleştirme ve sorgulama giderleridir. Örneğin borçlulara yönelik yapılan TCKN sorgulama gideri, çağrı merkezi yoluyla yapılan sorgulamalar, borçluların kredi puanlarına yönelik sorgulamalar istihbarat faaliyetlerinin içerisinde girmektedir. Teminat mektubu komisyon giderleri ise icra dairelerine verilen teminat mektuplarından kaynaklanan komisyon giderlerinden meydana gelmektedir. Kredi kullanımı için Takasbank'a verilen teminat mektupları ile TGA ihalesi yapan bankalara verilen teminat mektuplarından kaynaklanan teminat mektubu komisyon giderleri ise diğer giderler altında tahminlenmiş ve tahmin yapılırken artan TGA portföyü ile enflasyon artışı göz önünde bulundurulmuştur. Söz konusu giderler kümülatif TGA portföyü büyüklüğü ve TGA portföyündeki borçlu sayısı ile doğrudan ilişkilidir. Bu nedenle ilgili giderlerin tahmininde yıllar itibarı ile borçlu sayısındaki artış oranı ile beklenen enflasyon oranı göz önünde bulundurulmuştur. Görüleceği üzere söz konusu giderlerdeki artış artan borçlu sayısına bağlı olarak beklenen enflasyon oranının üzerindedir. Noter giderleri gibi portföye yönelik olarak sınıflandırılması gereken diğer portföy giderleri portföy giderleri altında diğer giderler adı ile sınıflandırılmış ve tahsilat tutarındaki artışa göre modellenmiştir.

Diğer giderler. Diğer giderler amortisman giderleri, BT harcamaları, ofis giderleri ve diğer giderlerden meydana gelmektedir. Bu giderler içerisinde ofis giderleri ile amortisman giderleri hariç diğer giderler artan personel sayısı ve enflasyon baz alınarak tahmin edilmiştir. Ofis giderleri ise sadece enflasyon oranı göz önünde bulundurularak projekte edilmiştir.



İNA Varsayımları

Yatırım tutarlarının büyük bölümü satın alınan TGA portföy bedellerinden meydana gelmektedir.

Yatırım varsayımları. Yatırımlar üç ana kalemden meydana gelmektedir. Bunlar portföy yatırımları, maddi olmayan duran varlık yatırımı olarak sınıflandırılan BT yatırımları ile gayrimenkul yatırımlarıdır. Yatırımların büyük bir bölümü portföy yatırımlarından oluşmaktadır. Portföy yatırımları aslında satın alınan TGA portföyleri için ödenen alım bedelleridir. Söz konusu bedeller (satın alma bedeli) bağımsız denetim raporundaki kredilere ilişkin açıklamalar kısmında yer almaktadır. Bununla birlikte söz konusu harcamalar İNA perspektifi çerçevesinde harcamanın yapıldığı yıl nakit akımından düşülmesi gerektiği için ilgili harcamalar portföy yatırımları harcaması adı altında yatırım giderlerinin içerisinde sınıflandırılmıştır. BT harcamaları ise çoğunlukla ofis programlarının lisansları için ödenen ücretler, server kurulması ve/veya yenilenmesi için katlanması gereken giderler ile personeller için satın alınan bilgisayar bedellerinden meydana gelmektedir. Portföy yatırımlarını tahminine yönelik açıklamalara yukarıda yer alan paragraflarda yer verilmiştir. BT harcamaları ise ağırlıklı olarak enflasyon oranında artırılarak tahmin edilmiştir.

	Gerçekleşen 2021	Gerçekleşen 2022	Gerçekleşen 2023	Gerçekleşen 2024/09	Tahmin 2024 Q4	Tahmin 2024T	Tahmin 2025T	Tahmin 2026T
Operasyonel Giderler	(173)	(312)	(694)	(811)	(327)	(1.137)	(1.669)	(2.614)
Personel Giderleri	(79)	(141)	(289)	(348)	(125)	(472)	(762)	(1.224)
Maaş ve Diğer Faydalar	(64)	(106)	(212)	(272)	(96)	(367)	(583)	(929)
Oran (%)	-14,1%	-12,8%	-11,3%	-40,8%	-3,4%	-10,5%	-11,6%	-12,9%
Tahsilat Primi	(13)	(19)	(50)	(48)	(16)	(64)	(98)	(162)
Oran (%)	-2,9%	-2,2%	-2,6%	-7,2%	-0,6%	-1,8%	-2,0%	-2,3%
Genel Prim	-	(13)	(23)	(18)	(9)	(27)	(57)	(94)
Oran (%)	-	-1,6%	-1,2%	-2,7%	-0,3%	-0,8%	-1,1%	-1,3%
İk Giderleri	(2)	(3)	(4)	(9)	(4)	(13)	(24)	(39)
Oran (%)	-0,4%	-0,4%	-0,2%	-1,4%	-0,1%	-0,4%	-0,5%	-0,5%
Diğer Personel Giderleri	(1)	(1)	-	-	-	-	-	-
Portföy Giderleri	(56)	(126)	(326)	(377)	(140)	(517)	(748)	(1.179)
BSMV	(19)	(39)	(85)	(89)	(35)	(124)	(212)	(351)
Oran (%)	-4%	-4,65%	-4,53%	-13,38%	-1,24%	-3,56%	-4,24%	-4,88%
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	(15)	(39)	(104)	(110)	(43)	(153)	(243)	(358)
Oran (%)	-3,4%	-4,7%	-5,6%	-16,5%	-1,5%	-4,4%	-4,9%	-5,0%
İstihbarat Giderleri	(4)	(5)	(9)	(23)	(9)	(31)	(27)	(46)
Oran (%)	-1,0%	-0,6%	-0,5%	-3,4%	-0,3%	-0,9%	-0,5%	-0,6%
Yasal Takip Giderleri	(13)	(25)	(114)	(135)	(49)	(184)	(244)	(394)
Oran (%)	-2,8%	-3,0%	-6,1%	-20,2%	-1,7%	-5,3%	-4,9%	-5,5%
Teminat Mektubu Komisyon Giderleri	(3)	(4)	(5)	(8)	(2)	(10)	(10)	(12)
Oran (%)	-0,7%	-0,4%	-0,3%	-1,2%	-0,1%	-0,3%	-0,2%	-0,2%
İletişim Giderleri	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(6)
Oran (%)	-0,1%	-0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%
Diğer Portföy Giderleri	(1)	(1)	(7)	(11)	(1)	(13)	(7)	(12)
Oran (%)	-0,2%	-0,1%	-0,4%	-1,7%	0,0%	-0,4%	-0,1%	-0,2%
Diğer Giderler	(39)	(45)	(79)	(86)	(62)	(148)	(159)	(211)
Amortisman	(8)	(14)	(24)	(20)	(7)	(28)	(34)	(36)
IT Harcamaları	(6)	(8)	(14)	(22)	(9)	(31)	(49)	(64)
Oran (%)	-1,3%	-1,0%	-0,8%	-3,3%	-0,3%	-0,9%	-1,0%	-0,9%
Ofis Giderleri	-	(3)	(4)	(5)	(2)	(8)	(13)	(15)
Diğer Giderler	(22)	(14)	(29)	(37)	(45)	(82)	(63)	(95)



	Tahmin 2027T	Tahmin 2028T	Tahmin 2029T	Tahmin 2030T	Tahmin 2031T	Tahmin 2032T	Tahmin 2033T	Tahmin 2034T
Operasyonel Giderler	(3.967)	(5.000)	(5.962)	(6.596)	(7.051)	(7.366)	(7.616)	(7.782)
Personel Giderleri	(1.946)	(2.505)	(3.046)	(3.405)	(3.646)	(3.804)	(3.914)	(3.967)
Maaş ve Diğer Faydalar	(1.479)	(1.910)	(2.328)	(2.607)	(2.795)	(2.919)	(3.006)	(3.049)
Oran (%)	-16,4%	-16,7%	-17,5%	-16,7%	-15,5%	-14,5%	-13,7%	-13,3%
Tahsilat Primi	(255)	(321)	(383)	(421)	(445)	(460)	(470)	(473)
Oran (%)	-2,8%	-2,8%	-2,9%	-2,7%	-2,5%	-2,3%	-2,1%	-2,1%
Genel Prim	(150)	(196)	(241)	(272)	(294)	(309)	(319)	(325)
Oran (%)	-1,7%	-1,7%	-1,8%	-1,7%	-1,6%	-1,5%	-1,5%	-1,4%
İK Giderleri	(62)	(78)	(94)	(105)	(111)	(116)	(119)	(120)
Oran (%)	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,5%
Diğer Personel Giderleri	-	-	-	-	-	-	-	-
Portföy Giderleri	(1.745)	(2.165)	(2.533)	(2.768)	(2.947)	(3.078)	(3.187)	(3.272)
BSMV	(553)	(694)	(828)	(912)	(964)	(996)	(1.017)	(1.025)
Oran (%)	-6,14%	-6,09%	-6,22%	-5,84%	-5,35%	-4,94%	-4,65%	-4,47%
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	(509)	(615)	(691)	(731)	(750)	(750)	(741)	(736)
Oran (%)	-5,6%	-5,4%	-5,2%	-4,7%	-4,2%	-3,7%	-3,4%	-3,2%
İstihbarat Giderleri	(64)	(79)	(92)	(103)	(114)	(123)	(133)	(140)
Oran (%)	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Yasal Takip Giderleri	(578)	(726)	(862)	(955)	(1.049)	(1.135)	(1.217)	(1.291)
Oran (%)	-6,4%	-6,4%	-6,5%	-6,1%	-5,8%	-5,6%	-5,6%	-5,6%
Teminat Mektubu Komisyon Giderleri	(14)	(16)	(18)	(20)	(22)	(24)	(26)	(27)
Oran (%)	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
İletişim Giderleri	(9)	(12)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)
Oran (%)	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Diğer Portföy Giderleri	(19)	(24)	(28)	(31)	(33)	(34)	(34)	(35)
Oran (%)	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Diğer Giderler	(275)	(330)	(383)	(423)	(458)	(485)	(516)	(545)
Amortisman	(40)	(46)	(54)	(60)	(66)	(67)	(73)	(79)
IT Harcamaları	(77)	(88)	(99)	(109)	(119)	(131)	(144)	(158)
Oran (%)	-0,9%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,6%	-0,7%	-0,7%
Ofis Giderleri	(18)	(20)	(22)	(24)	(26)	(29)	(31)	(35)
Diğer Giderler	(141)	(175)	(208)	(231)	(247)	(258)	(267)	(274)

İNA Varsayımları

2024-2028 arasında Cash EBITDA için öngörülen bileşik büyüme oranı %51,1 ile 2019-2023 arasındaki yıllık bileşik büyüme oranına yakın projekte edilmiştir.

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. İstiklal Cad. No:3 Kat:5 My Newwork
İç Kapı No:118 Maslak - Beşiktaş / İstanbul
Boğaziçi Kurumlar V.D.4 15033 787
Mersis No:047800367870001

Düzeltilmiş EBITDA (Cash EBITDA) gelişimi. 2020, 2021 ve 2022'de Şirket sırasıyla 239 mn TL, 297 mn TL ve 540 mn TL Cash EBITDA üretmiştir. 2023/24 döneminde üretilen Cash EBITDA tutarı %126,5 oranında artarak 1.235 mn TL seviyesine ulaşırken 2024/09 4Ç döneminde şirket yaklaşık 1.899 mn TL Cash EBITDA üretmiştir. Özellikle 2020 ve 2021 yıllarındaki pandeminin etkisi ile düşen tahsilatlar 2022 yılı ile birlikte yükselişe geçince Cash EBITDA'da önemli oranda artış göstermiştir. 2024 ve 2025 yıllarında bankaların geçmişe kıyasla yüksek alım bedelleri nedeniyle TGA satışlarına devam etmesi beklenmektedir. Özellikle pandemi ile artan batık kredilerin satışlarının da 2024 ve 2025 yıllarındaki TGA satışlarını desteklemesi öngörülmektedir. TGA satışlarının gücünü koruma beklentisi ile enflasyon ve asgari ücret artışı nedeniyle tahsilat performanslarında görülen iyileşmenin 2022 yılı sonrasında gerçekleşen yüksek Cash EBITDA büyüme oranlarını koruması beklenmektedir. Bu nedenle 2024 ve 2025 yıllarında Cash EBITDA tutarlarında sırası ile %61 ve %53 oranında büyüme projekte edilmiştir. Sonraki yıllarda normalize olması beklenen enflasyon oranları nedeniyle tahsilat performansları ile TGA satışlarındaki büyümenin normalize olmaya başlayacağı tahmin edilmiş ve Cash EBITDA rakamlarındaki büyümenin yıllar itibari ile uzun vadeli enflasyon beklentisi olan %5 seviyesine kadar ineceği öngörülmüştür. 2024-2028 arasında Cash EBITDA için öngörülen bileşik büyüme oranı %51,1 ile 2019-2023 arasındaki yıllık bileşik büyüme oranına yakındır.

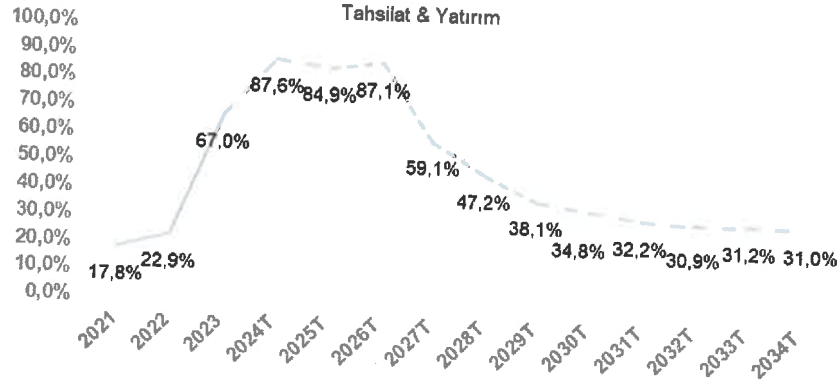
Mn TL	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Tahsilatlar	395	344	451	830	1.879	3.082	4.666	7.715
Diğer Gelirler	Değişim (%)	-13%	31%	84%	126%	64%	51%	65%
	9	11	8	9	19	18	22	50
Portföy Maliyeti	Değişim (%)	20%	-21%	12%	102%	-6%	23%	126%
	93	81	81	117	366	577	865	1.719
	Değişim (%)	-14%	0%	45%	212%	58%	50%	99%
Operasyonel Giderler	Gider/Tahsilat	23,4%	17,9%	14,1%	19,5%	18,7%	18,5%	22,3%
	172	125	171	307	686	1.137	1.669	2.614
TFRS EBITDA	Gider/Tahsilat	43,4%	36,5%	38,0%	36,9%	36,9%	35,8%	33,9%
	150	158	215	430	869	1.413	2.188	3.467
	EBITDA Marjı	38,0%	46,0%	47,8%	51,8%	46,3%	45,9%	44,9%
Cash EBITDA		243	239	296	547	1.235	1.991	3.054
	Cash EBITDA Marjı	62%	69%	66%	66%	66%	65%	67%

Mn TL		2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Tahsilatlar		12.165	15.271	18.218	20.065	21.206	21.897	22.374	22.544
Diğer Gelirler	Değişim (%)	58%	26%	19%	10%	6%	3%	2%	1%
		57	64	71	78	85	94	103	113
Portföy Maliyeti	Değişim (%)	15%	13%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
		3.508	4.265	5.476	6.167	6.515	6.649	6.812	6.698
Operasyonel Giderler	Gider/Tahsilat	104%	22%	28%	13%	6%	2%	2%	-2%
		28,8%	27,9%	30,1%	30,7%	30,7%	30,4%	30,4%	29,7%
	Gider/Tahsilat	3.967	5.000	5.962	6.596	7.051	7.366	7.616	7.785
TFRS EBITDA		32,6%	32,7%	32,7%	32,9%	33,3%	33,6%	34,0%	34,5%
		4.788	6.117	6.905	7.440	7.790	8.043	8.122	8.253
Cash EBITDA	EBITDA Marjı	39,4%	40,1%	37,9%	37,1%	36,7%	36,7%	36,3%	36,6%
		8.296	10.382	12.382	13.607	14.306	14.692	14.934	14.951
	Cash EBITDA Marjı	68%	68%	68%	68%	67%	67%	67%	66%



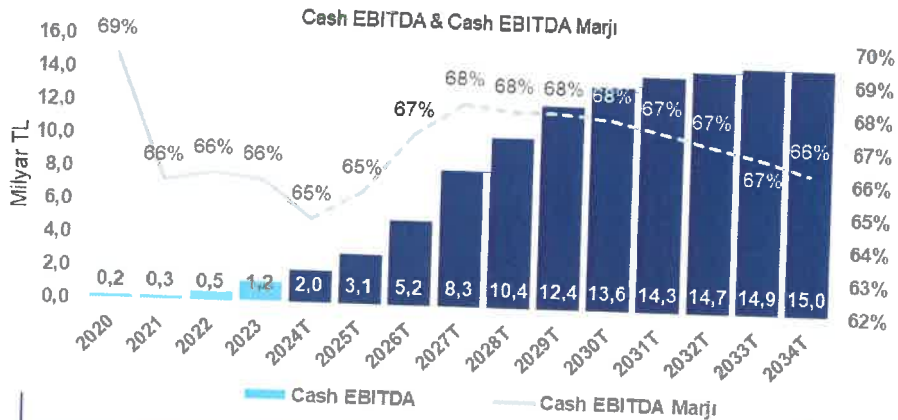
Mn TL	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T
Yatırım	80	190	1.259	2.701	3.961	6.723	7.187
Portföy Yatırımları	80	190	1.234	2.653	3.905	6.657	7.111
Gayrimenkul Yatırımları	0	0	0	14	18	22	25
IT Yatırımları	0	0	25	34	37	45	51
Tahsilat Tutarı	451	830	1.879	3.082	4.666	7.715	12.165
Yatırım/Tahsilat Oranı	17,8%	22,9%	67,0%	87,6%	84,9%	87,1%	59,1%
Mn TL	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Yatırım	7.204	6.934	6.984	6.827	6.773	6.982	6.998
Portföy Yatırımları	7.118	6.840	6.880	6.714	6.648	6.848	6.855
Gayrimenkul Yatırımları	28	31	34	37	41	45	49
IT Yatırımları	58	63	69	76	84	89	94
Tahsilat Tutarı	15.271	18.218	20.065	21.206	21.897	22.374	22.544
Yatırım/Tahsilat Oranı	47,2%	38,1%	34,8%	32,2%	30,9%	31,2%	31,0%

Grafik:4 Alım bedellerinin artması ile %67 seviyesine kadar yükselen yatırım/tahsilat oranının enflasyondaki normalizasyonla %31 seviyelerine oturması beklenmekte...



Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik: 3 Cash EBITDA marjının pandemi ve enflasyon öncesi son normalize yıl olan 2020 yılı marj seviyesinin 300 baz puan altında %66 seviyesinde normalize olması tahmin edilmektedir.



Kaynak: Şirket Tahminleri



Piyasa Çarpanları

Uluslararası Çarpanlar

Yurt dışı benzer şirket çarpanları 7.888 mn TL piyasa değerine işaret etmekte

6 uluslararası firma örnekleme kullanılmıştır. Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 12 Aralık 2024 tarihli dir. Söz konusu şirketlere yönelik tüm çarpan verileri Bloomberg ve Capital IQ data sağlayıcısından temin edilmiştir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri yer almaktadır. Uç değerlemeleri elemine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı şirketlerin EV/Cash EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Yurtdışı benzer şirketlerin analiz raporlarında EV/Cash EBITDA bir çarpan olarak dikkate alınmakla birlikte Birikim Varlık ve Gelecek Varlık Yönetimi şirketlerinin bağımsız denetim raporlarında düzeltilmiş FAVÖK rakamı olarak Cash EBITDA rakamı hesaplanıp gösterilmektedir. Bu durum işbu sektörde değerlemelerde Ev/Cash EBITDA çarpanının önemli olduğuna işaret etmektedir. Ek olarak finans kurumlarının değerlemesinde genel olarak EBITDA hesaplanmadığı için F/K çarpanı da kullanılmaktadır. Bu nedenle işbu değerlemede EV/Cash EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları				12 Aralık	Son 12 Ay				Net Satış Artışı		EBITDA Artışı	EBITDA	Son 12 Ay	Cari
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/ Cash EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/ Cash EBITDA 24T	Son Üç Yıl YBBO (%)	Son Beş Yıl YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/Cash EBITDA	Net Borç/Özka ynak
Avrupa Gelişmiş-Gelişmekte Ülkeler	Kruk Sa	KRU PW Equity	Polonya	2.071	6,3	4,8	7,1	1,9	5,1	31,5%	28,4%	53,7%	3,5	1,3
	Axactor Asa	ACR NO Equity	Norveç	106	4,6	4,4	5,7	0,2	3,9	9,0%	5,9%	49,8%	8,0	2,3
	Dovalue Spa	DOV IM Equity	İtalya	29	3,6	2,4	M.D	5,5	4,5	6,4%	-11,0%	15,1%	4,1	4,8
	Host Finance Ab	HOFI SS Equity	İsveç	819	M.D	2,5	8,4	1,6	M.D	6,3%	16,1%	43,3%	1,2	0,4
	Intrum Ab	INTRUM SS Equity	İsveç	330	4,6	3,1	M.D	0,3	5,9	5,6%	-10,1%	37,3%	10,1	3,1
	B2 Impact Asa	B2I NO Equity	Norveç	326	M.D	3,0	6,3	0,6	2,4	10,1%	-0,3%	45,5%	5,0	1,5
	Ortalama			613	6,3	3,4	6,9	0,9	5,5	11,5%	4,8%	40,8%	5,3	2,2
	Medyan			328	6,3	3,0	6,7	0,6	5,5	7,7%	2,8%	44,4%	4,6	1,9
	Minimum			29	3,6	2,4	5,7	0,2	2,4	5,6%	-11,0%	15,1%	1,2	0,4
	Maksimum			2.071	6,3	4,8	8,4	5,5	M.D	31,5%	28,4%	53,7%	10,1	4,8

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/ Cash EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/ Cash EBITDA 24T	Son Üç Yıl YBBO (%)	Son Beş Yıl YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/Cash EBITDA	Net Borç/Özka ynak
Global	Ortalama			613	6,3	3,4	6,9	0,9	5,5	11,5%	4,8%	40,8%	5,3	2,2
	Medyan			328	6,3	3,0	6,7	0,6	5,5	7,7%	2,8%	44,4%	4,6	1,5
	Minimum			29	3,6	2,4	5,7	0,2	2,4	5,6%	-11,0%	15,1%	1,2	0,4
	Maksimum			2.071	6,3	4,8	8,4	5,5	5,9	31,5%	28,4%	53,7%	10,1	4,8
	Dünya Varlık			7.888	6,3	3,4	6,7	3,2	5,5	112,2%	110,6%	44,4%	1,2	0,9

Kaynak: Bloomberg & Capital IQ



Piyasa Çarpanları

BIST Bankacılık Dışı Finans

BIST Bankacılık Dışı Finans örnekleme çarpanları 6.669 m'n TL piyasa değerine işaret etmekte

BIST Bankacılık Dışı Finans örnekleme çarpanları baz alındı. Varlık yönetim şirketleri finansal kuruluşlar birliğine üye şirketlerdir. Bu nedenle çarpan hesaplamasında BIST Bankacılık Dışı Finans örnekleminde yer alan şirketlerin çarpanları göz önünde bulundurulmuştur. BIST Bankacılık Dışı Finans örnekleminde yer alan şirketlerin büyük bölümünde faaliyet yapıları gereği EBITDA ve/veya Cash EBITDA rakamlarını tespit etmek mümkün değildir. Bu nedenle BIST Bankacılık Dışı Finans örnekleminde yer alan şirketlerin sadece F/K çarpanları kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Şirketin 2024/09 itibari ile yıllıklandırılmış net kar rakamı 912 m'n TL'dir. Aşağıdaki tablolarda BIST Bankacılık Dışı Finans örnekleme şirketlerine yönelik finansal veriler yer almaktadır. Uç değerlemeleri elemine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurt içi şirketlerin F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı elenmiştir. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

BIST Bankacılık Dışı Finans Şirketleri					Net Satış Artışı		Net Kar Artışı	2024/09	2024/09	2024/09
BIST Kodu	PD (m'n TL)	FD/ EBITDA 2024/09	FD/ Satışlar 2024/09	F/K 2024/09	PD/DD 2024/09	2021-2024/09 YBBO (%)	2021-2024/09 YBBO (%)	Net Kar Marjı	Özkayna k/Aktif	Özkaynak Karlılığı
AGESA	25.974	A.D	142,8	11,5	5,6	-16,9%	80,2%	1244,5%	0,02	49,1%
A1CAP	3.391	1,4	0,1	42,3	1,0	79,7%	-10,3%	0,3%	0,42	2,3%
ANHYT	44.935	A.D	25,9	12,5	5,4	57,0%	82,8%	208,0%	0,03	43,4%
ANSGR	49.450	A.D	4,4	5,9	1,8	155,2%	174,3%	73,7%	0,33	30,2%
BRKVV	3.184	A.D	3,3	12,2	3,5	51,6%	19,0%	26,7%	0,54	28,3%
CRDFA	650	7,8	2,4	5,2	1,3	89,4%	124,1%	22,2%	0,39	25,3%
GARFA	8.109	8,2	2,9	6,1	2,9	117,8%	131,7%	24,5%	0,25	47,3%
GEDİK	7.860	5,7	0,1	23,2	2,7	70,1%	13,3%	0,4%	0,25	11,6%
GLCVY	6.412	A.D	2,0	5,3	2,7	89,0%	102,4%	37,8%	0,46	50,8%
GLBMD	1.729	9,4	0,1	8,9	3,6	38,4%	368,3%	1,0%	0,23	40,3%
INFO	2.401	(0,4)	(0,0)	7,4	1,4	25,9%	48,7%	1,3%	0,16	18,5%
ISFIN	8.608	15,9	4,0	5,0	1,1	106,7%	87,1%	15,4%	0,15	22,4%
ISMEN	67.170	3,0	0,1	13,7	2,9	94,1%	68,4%	0,6%	0,36	21,0%
KTLEV	11.412	3,8	2,5	7,0	4,8	189,7%	342,9%	46,9%	0,15	68,8%
LIDFA	1.759	7,1	2,4	2,9	1,1	145,5%	175,1%	23,4%	0,24	37,4%
OSMEN	3.864	4,3	0,5	9,4	1,9	47,8%	89,1%	9,8%	0,57	20,5%
OYYAT	10.068	0,9	0,2	5,1	1,5	-12,8%	78,0%	7,0%	0,34	29,8%
RAYSG	83.003	A.D	36,0	48,6	23,1	215,3%	222,3%	74,1%	0,18	47,5%
SEKFK	826	44,6	3,1	5,1	1,4	112,6%	55,4%	17,7%	0,21	26,5%
TERA	4.820	23,7	0,9	(89,4)	5,3	72,2%	A.D	-0,8%	0,20	-6,0%
TURSG	71.500	A.D	5,1	6,7	3,0	137,8%	131,9%	76,2%	0,27	44,4%
ULUFA	2.108	8,3	2,0	2,4	1,4	157,4%	282,7%	17,6%	0,15	60,4%
VAKFN	6.825	11,0	3,9	4,0	1,3	188,5%	156,0%	25,0%	0,17	32,4%
Ortalama	18.249	10,8	1,9	9,0	2,2	95,9%	127,9%	84,8%	0,3	32,8%
Medyan	7.343	A.D	A.D	7,3	1,9	89,8%	102,4%	22,8%	0,2	31,3%
Minimum	650	(0,4)	(0,0)	(89,4)	1,0	-16,9%	-10,3%	-0,8%	0,0	-6,0%
Maksimum	83.003	44,6	142,8	48,6	23,1	215,3%	368,3%	1244,5%	0,6	68,8%
Dünya Varlık	6.669	M.D	3,0	7,3	2,7	112,2%	165,0%	30,4%	0,4	36,6%



Piyasa Çarpanları

Yurtiçi Benzer Şirketler

**Yurtiçi benzer şirketlerin çarpanları
8.734 TL piyasa değerine işaret etmekte**

Yurtiçi benzer şirket çarpanları baz alındı. Dünya Varlık bir varlık yönetim şirketi olup Borsa'da işlem gören varlık yönetim şirketi statüsünde olan şirket sayısı iki tanedir. Bunlar; Birikim Varlık Yönetim Şirketi (BRKVY) ile Gelecek Varlık Yönetim Şirketi'dir (GLCVY). İfade edilen bu iki şirket için 12.12.2024 tarihli EV/Cash EBITDA ve F/K çarpanları tespit edilmiştir. Cash EBITDA rakamları şirketlerin bağımsız denetim raporları ile faaliyet raporlarındaki verilerden hesaplanmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Yurtiçi Benzer Şirketler										Net Satış Artışı	Net Kar Artışı	2024/09	2024/09	2024/09
Şirket Kodu	Şirket Adı	PD (mn TL)	FD/ Cash EBITDA	FD/ Satışlar	F/K	PD/DD	Özkaynaklar	Net Satışlar		2021-2024/09 YBBO (%)	2021-2024/09 YBBO (%)	Net Kar Marjı	Net Borç/Cash EBITDA	Net Borç/Özkaynak
BRKVY	Birikim Varlık	3.184	8,9	3,3	12,2	3,5	918,6	976,1		51,6%	19,0%	26,7%	0,8	0,4
GLCVY	Gelecek Vari	6.412	3,6	2,0	5,3	2,7	2.376,3	3.192,3		89,0%	102,4%	37,8%	0,7	0,7
	Ortalama	4.798	6,2	2,6	8,8	3,1	1.647	2.084		70,3%	60,7%	32,3%	0,8	0,5
	Medyan	4.798	6,2	2,6	8,8	3,1	1.647	2.084		70,3%	60,7%	32,3%	0,8	0,5
	Minimum	3.184	3,6	2,0	5,3	2,7	919	976		51,6%	19,0%	26,7%	0,7	0,4
	Maksimum	6.412	8,9	3,3	12,2	3,5	2.376	3.192		89,0%	102,4%	37,8%	0,8	0,7
	Dünya Varlık	8.734	6,2	3,7	8,8	3,5	2.490	3.005		112,2%	165,0%	30,4%	1,2	0,9

Çarpan Değerlemesi

Çarpan yaklaşımına %50 ağırlık verilmiştir

EV/Cash EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır. BIST Bankacılık Dışı Finans örnekleminde gelen değer tespit edilirken sadece F/K çarpanı kullanılırken yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerden gelen değer tespit edilirken EV/Cash EBITDA ve F/K çarpanına eşit ağırlık verilmiştir. EV/Cash EBITDA çarpanı ile değer tespitinde kullanılan 2024/09 4Ç Cash EBITDA rakamı 1.899 mn TL olarak hesaplanmıştır. F/K çarpanı ile yapılan değer tespitinde ise net kar içerisinde tek seferlik olan ve sürekli tekrarlanmayan portföy değerlemelerinden kaynaklı tutarlar vergi etkisi de göz önünde bulundurulurak elemin edilmiştir. PD/DD ve EV/Satış rasyoları da kullanılabilen diğer çarpanlar olmakla birlikte nihai karlılıktan uzak olmaları nedeniyle tercih edilmemiştir.

Mn TL	Değer
Dünya Varlık Net Kar 2024/09 4Ç	912
BIST Finans Medyan F/K (x)	7,3
BIST Finans F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	6.669
F/K (x) Çarpanına Verilen Ağırlık (%)	100%
BIST Finans Şirketlerinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	6.669

Mn TL	Değer
Dünya Varlık Net Kar 2024/09 4Ç	912,0
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	8,8
Yurtiçi Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	7.996
F/K (x) Çarpanına Verilen Ağırlık (%)	50%

Mn TL	50%
Dünya Varlık Cash EBITDA 2024/09 4Ç	Değer
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/Cash EBITDA (x)	1.899
Dünya Varlık Net Borç 2024/09	6,2
Yurtiçi Benzer Şirketler EV/Cash EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2339,5
F/K (x) Çarpanına Verilen Ağırlık (%)	9.472
	50%
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	8.734

Mn TL	Değer
Dünya Varlık Net Kar 2024/09 4Ç	912,0
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	6,7
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	6.119
F/K (x) Çarpanına Verilen Ağırlık (%)	50,0%
Mn TL	Değer
Dünya Varlık Cash EBITDA 2024/09 4Ç	1.899
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/Cash EBITDA (x)	6,3
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/Cash EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	11.997
Dünya Varlık Net Borç 2024/09	2.339
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/Cash EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	9.658
EV/Cash EBITDA (x) Çarpanına Verilen Ağırlık (%)	50,0%
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	7.888

Nihai Değer

**7.111 mn TL iskonto sonrası
halka arz piyasa değeri**

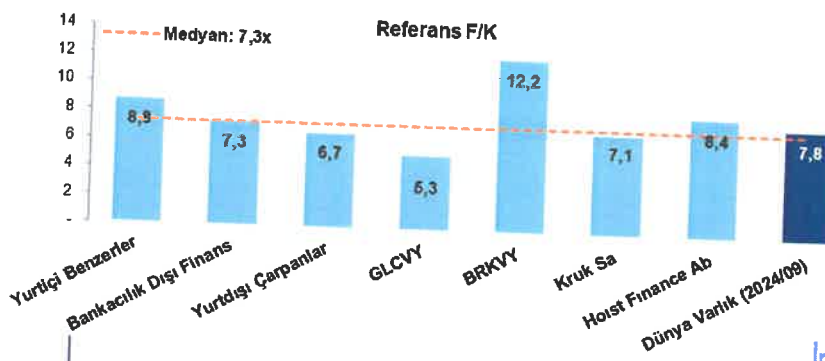
**Halka arz piyasa değeri 2024/09
cash EBITDA ve net kar verisine
göre 5,0x EV/Cash EBITDA ve
7,8x F/K çarpanına işaret
etmektedir**

7,8x F/K 2024/09. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket'in ana faaliyeti gereği olası bir halka arzda BIST Bankacılık Dışı Finans örnekleminde sınıflandırılacak olup Şirket ile aynı alanda faaliyet gösteren ve borsada işlem gören iki şirket bulunmaktadır. Bunlar Gelecek Varlık Yönetim Şirketi ve Birikim Varlık Yönetim Şirketi'dir. Değer tespitinde yurtdışı benzer şirketlerden de yararlanılmıştır. Nihai değerlemede BIST Bankacılık Dışı Finans örnekleminde gelen değer ile yurtdışı benzer şirketlerden gelen değere %10'ar ağırlık verilmiştir. Yurtiçi benzer şirketlere ise Şirket ile birebir aynı alanda ve Türkiye'de faaliyet gösterdikleri için %30 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. **Şirket için halka arz iskontosu sonrası 7.111 mn TL piyasa değeri ve pay başı 38,44 TL değer tespit edilmiştir.** Yükselen enflasyon ve artan asgari ücret ortamında borçların erimesi ile tahsilatın güçlenmesi ve pandemi sonrası bankacılık sektöründe takipteki alacakların 264 milyar TL'ye ulaştığı bir dönemde kredi sıkılaştırması yaşanması sektörü ön plana çıkarırken; aktif büyüklük, net kredi ve özkaynak olarak Şirket'in 2024/09 itibariyle sektörün en büyük firması olması, 2012 yılından bu yana yapılan tahvil ihraçları ile sermaye piyasası yatırımcıları ile sağlanan güven ortamı, EBRD ile imzalanan uzun vadeli kredi sözleşmeleri, Şirket'in operasyonel süreçlere yatırım yaparak verimliliğini artırması, portföy yatırımları ve enflasyon ile tahsilat performansının yükselmiş olması, sermayesi güçlü ve uluslararası tecrübesi olan ortaklık yapısı ve 16 yıllık sektör tecrübesi ve 1,7 milyon borçluya ait kayıtların hem tahsilat performansı hem de portföy değerlemeleri açısından sağladığı avantaj Şirket'i yatırım olarak ön plana çıkarmaktadır.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başlı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	9.625	50,0%	52,03
BİST Bankacılık Dışı Finans	6.669	10,0%	36,05
Yurtdışı Benzerler	7.888	10,0%	42,64
Yurtiçi Benzerler	8.734	30,0%	47,21
Halka Arz Piyasa Değeri (TL)	8.888	100%	48,05
<i>Halka Arz İskontosu</i>	20%		
Nihai Değer	7.111		38,44

Değer Çarpanları	2024/09	2024/08
EV/Cash EBITDA	5,0	4,7
F/K	7,8	M.D
EV/Net Satış	3,2	M.D
PD/DD	2,9	M.D

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans seviyesine yakındır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet



Sektör

Varlık yönetim sektörü, BDDK tarafından regüle edilen bir sektör olmakla birlikte bu durum sektörün işleyişine ilişkin güveni pekiştirmektedir.

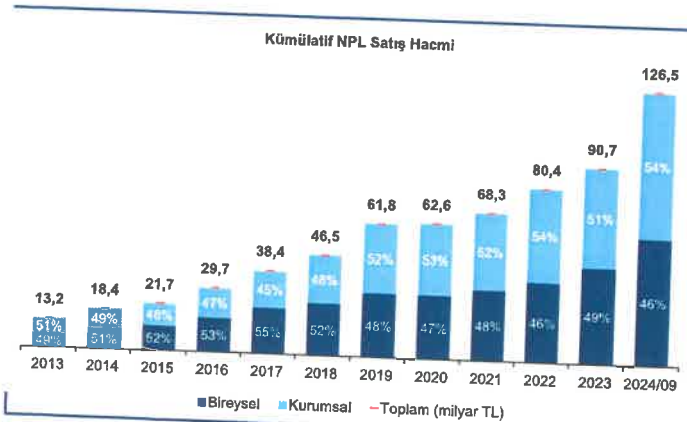
TGA portföylerini satan bankalar aynı zamanda operasyonel yükten ve hukuki takip operasyonunun getirdiği maliyetten de kurtulmaktadır.

Bankacılık sektörünün gelişmesine paralel olarak TGA hacmi artmaktadır.

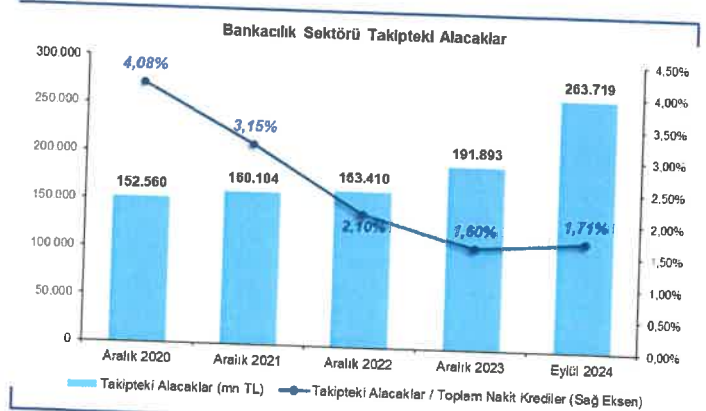
Bankaların 2008 yılında başlayan ve günümüze kadar devam eden TGA portföyü satışları ağırlıklı olarak özel bankalar tarafından gerçekleştirilmiştir.

Kısaca Varlık Yönetim Sektörü. Varlık yönetim sektörü, yüksek kalite ve standartların sağlanması amacıyla BDDK tarafından denetlenen ve düzenlenen, bir sektördür. Varlık yönetim şirketleri Bankacılık Kanunu ve VYŞ Yönetmeliği çerçevesinde faaliyetlerini icra etmektedir. İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla 28 şirket aktif olarak faaliyet göstermektedir. (Kaynak: <https://www.bddk.org.tr/Kurulus/Liste/82>) Varlık yönetim sektörü, ülkenin finansal sisteminin sağlıklı işleyişini desteklerken temel paydaşları bankalar ve borçlulardır. Bankacılık sektörüne sağlanan temel faydalar değerlendirildiğinde, sorunlu alacaklardan arındırılma imkânı ile bankacılık sektörü ana görevi ve amacı olan finansman, kredi tahsis işlemlerine odaklanabilmektedir. TGA'ları bilançodan çıkartan bankalar daha sağlıklı aktif yapısına sahip olarak kredi notlarını ve sermaye yeterlilik rasyolarını yükseltebilmekte, fonlama maliyetlerini düşürebilmekte, yatırımcı ve analistler tarafından daha olumlu değerlendirmeler ile karşılanmaktadır. TGA portföylerini satan bankalar aynı zamanda operasyonel yükten ve hukuki takip operasyonunun getirdiği maliyetten de kurtulmaktadır. Borçlulara sağlanan temel faydalar açısından değerlendirildiğinde ise, borçlular geniş indirim olanakları üzerinden esnek ve uzun vadeli geri ödeme imkanlarına erişmekte, VYŞ'lerin vergi istisnası sayesinde daha düşük maliyetli çözüm olanaklarına kavuşmakta ve finansal sisteme geri kazandırılarak ekonomik ve ticari aktivitelerine devam edebilmektedirler.

Büyüyen Bankacılık Sektörü ve Büyüyen TGA Hacimleri. Varlık yönetim sektörü kuruluşundan itibaren yüksek hızda büyüme sergilemiştir. 30.09.2024 tarihli FKB verilerine göre sektör bugüne kadar bankalar ve diğer finansal kuruluşlardan 126,5 milyar TL anapara tutarında TGA portföyünü 32,1 milyar TL toplam yatırım tutarı ile satın almış ve bankacılık sektörüne kaynak yaratmıştır. FKB'nin 30.09.2024 tarihli Özet VYŞ Sektör raporuna göre, çözümlenen alacaklar sonrasında halen, 3,5 milyon bireysel, 0,6 milyon ticari müşterinin 103,5 milyar TL tutarında çözümlenmemiş kalan anapara borcu VYŞ'ler tarafından yönetilmeye devam etmektedir. Bankacılık sektörü takipteki alacaklar 2021 yılında 160 milyar TL, 2022 yılında 163 milyar TL, 2023 yılında 192 milyar TL ve 2024/09 döneminde 264 milyar TL olup, beklenen özel zarar karşılıkları ise 2021 yılında 127 milyar TL, 2022 yılında 142 milyar TL, 2023 yılında 157 milyar TL ve 2024/09 döneminde 199 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2021-2023 yılları boyunca Covid-19 ve deprem felaketleri nedeniyle uygulanan genişlemeci para politikaları ve düzenleyici otoritelerin destekleyici uygulamaları sonucu bankacılık sektörünün takipteki alacaklar tutarındaki artış sınırlı kalmış, takipteki alacakların toplam kredilere oranı 30.09.2024 itibarıyla %1,76'lık seviyeye gerilemiştir. Bununla birlikte yükselen enflasyon nedeniyle Haziran 2023'ten itibaren devreye alınan sıkı para politikalarıyla TGA satışları hız kazanmış ve Aralık 2023 itibarıyla yaklaşık 14,1 milyar TL olup 2024/09 döneminde 32,1 milyar TL tutarına ulaşmıştır. Önümüzdeki 2 yıllık dönemde enflasyon ile mücadele önemleri kapsamında kredi büyümesinin kontrol altında tutulmaya devam edeceği ve maliyetinin artmasının ihtimal dahilinde olduğu düşünüldüğünde, büyüme üzerinde oluşacak negatif yönlü baskı bankaların TGA portföylerinde de artışa yol açacağı ve orta vadede satışa sunulacak TGA portföy hacminde önemli artış görülmeye ihtimalinin arttığı değerlendirilmektedir.



Kaynak: FKB Üyesi VYŞ Sektör Özet Raporu



Kaynak: BDDK Aylık Bülten, <https://www.bddk.org.tr/BultenAvlik/>



Sektör

VYŞ'lerin aktif büyüklükleri, 2020-2024/09 döneminde %61; özkaynakları %62; net karları %112 oranında yıllık bileşik büyüme göstermiştir.

FKB Üyesi VYŞ Sektör raporuna göre 30.09.2024 döneminde müşteri sayısı yaklaşık 6,7 milyon kişi, dosya sayısı 12,8 milyon adettir.

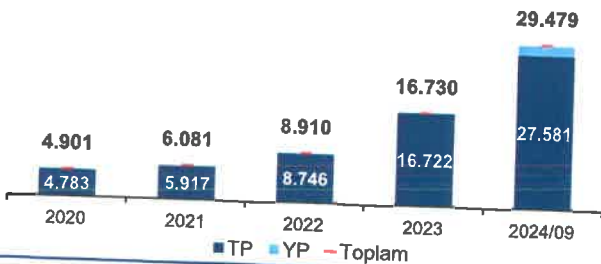
2020 yılında 18 olan VYŞ sayısı, işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla 28'e yükselmiştir

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. 1. Kat No: 2 Adana'da My Newwork
İç Kağıtları, Alınanlar / Menkul
Boğaziçi Kurumlar V.D. 01.06.787
Mersis No: 047800387870001

Sektörün Finansal Görünümü. BDDK verilerine göre sektörün aktif büyüklüğü 2020 yılında 4.901 mn TL iken yıllık %24 artışla 2021 yılında 6.801 mn TL'ye, 2022 yılında yıllık %47 büyümeyle 8.901 mn TL'ye, 2023 yılında 2022 yıl sonuna göre %88 artışla 16.730 mn TL'ye, 2024/09 döneminde ise yıl sonuna kıyasla %76 artışla 29.479 mn TL'ye yükselmiştir. VYŞ'lerin aktif büyümelerine paralel olarak özkaynakları da yıllara sari (2020-2024/09) %62 oranında bileşik büyüme göstererek 2024/09'da 12.915 mn TL'ye yükselmiştir. VYŞ'ler aktif ve özkaynak büyümelerine ek olarak özkaynak karlılığını da 2021 yılında %32,1 seviyelerinden 2024/09'da %44,6'ya taşımıştır. VYŞ'lerin 2020 yılında 292 mn TL olan dönem net karı tutarı, 2024/09 4Ç olarak 4.886 mn TL'ye yükselmiştir. VYŞ'lerin karlılıkları, yıllara sari dönemde incelendiğinde genel olarak enflasyonun üzerinde artış göstermiştir.

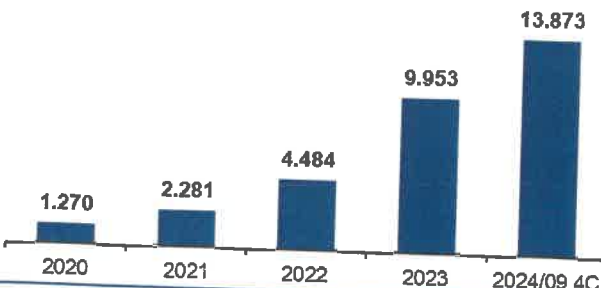
Sektör Dinamikleri. 2013 yılı sonu itibarıyla 29,6 milyar TL olan TGA tutarı 30.09.2024 itibarıyla 8,9 kat artarak 263,7 milyar TL'ye çıkmıştır. BDDK verilerine göre bankaların 2008 yılında başlayan ve günümüze kadar devam eden TGA portföyü satışları ağırlıklı olarak özel bankalar tarafından gerçekleştirilmiştir. 2023 yıl sonuna kadar kamu bankaları tarafından iki TGA portföyün satışı girişimi olmuş ancak süreçten vazgeçilmişti ancak 2024 yılında bir kamu bankası TGA satışı yapmıştır. Kredi hacmi büyümeyle birlikte kamu bankalarının gelecek dönemlerde TGA satışına başlamaya ihtiyaç duymaları sektör açısından önemli bir fırsat olacaktır. Ayrıca mevzuat kapsamında yurtdışı bankalardan ve finansal kurumlardan TGA alımı da mümkün hale gelmiştir. BDDK nezdinde düzenlenen bir sektör olması, sektörün işleyişine ilişkin güveni pekiştirmektedir. Sektöre duyulan güven sürdürülebilir iş modelini ve güçlü finansal performansı desteklemektedir. Yüksek standartların uygulanmasını güvence altına alan regülasyon, bu standartlara uyum sağlayabilen şirketler için itibarlı bir yatırım ortamı teşkil ederken gerek insan kaynağı gerekse altyapı açısından önemli yatırım gerektirmekte ve aynı zamanda yüksek sektöre giriş bariyerleri oluşturmaktadır. 2021 yılında yürürlüğe giren yeni VYŞ Yönetmeliği uyarınca; VYŞ kuruluşu için gereken minimum ödenmiş sermaye 50 milyon TL'ye çıkarılmış, yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve genel müdür yardımcılarında aranan nitelikler yükseltilmiş, iç sistemlerin kurulmasına yönelik daha detaylı düzenlemeler getirilmiştir. VYŞ'ler gerek ekonomik büyüme gerekse daralma dönemlerinde karlılıkla devam eden bir iş modeline sahiptir. Ekonomik toparlanma ve devamındaki büyüme dönemlerinde kredi hacmindeki artışa bağlı olarak bankaların TGA hacimleri oransal olarak azalmakta gerek bankaların gerek VYŞ'lerin TGA tahsilatları tipik olarak iyileşme göstermekte, VYŞ'lerin tahsilat performansındaki artış portföy ve şirket karlılığı üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Ekonomik daralma dönemlerinde ise TGA tahsilatları yavaşlarken TGA hacmi ve dolayısıyla satışa sunulan TGA arzı artış göstermektedir. Bu dönemler VYŞ'ler için daha düşük maliyetlerle yatırım yapma imkanlarının olduğu fırsat pencereleri sunar.

VYŞ'lerin Aktif Büyüklüğü (mn TL)



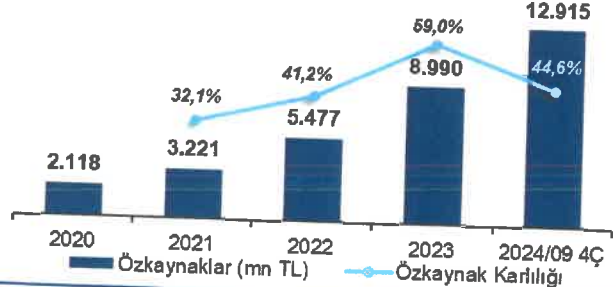
Kaynak: BDDK, <https://www.bddk.org.tr/VeriDetay/166>

VYŞ'lerin Net Faiz Gelirleri (mn TL)



Kaynak: BDDK

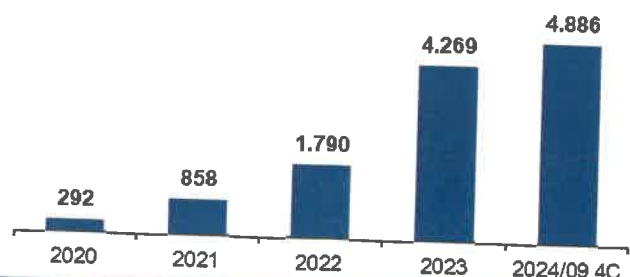
VYŞ'lerin Özkaynakları & Özkaynak Karlılığı



Kaynak: BDDK

Özkaynak Karlılığı: Yıllıklandırılmış Dönem Net Karı / Ort. Özkaynaklar

VYŞ'lerin Net Karları (mn TL)



Kaynak: BDDK



Sektör

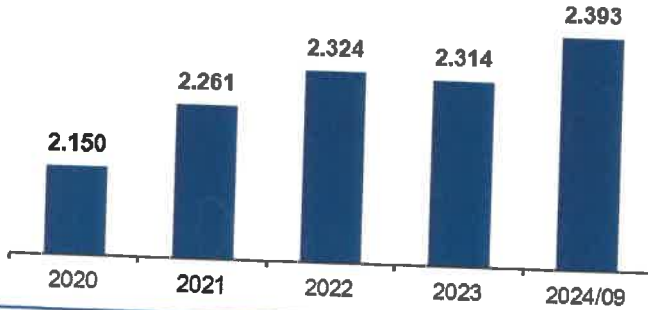
Şirket, sektöründe çeşitli finansal büyüklüklerde (aktif, sermaye büyüklüğü ve net kredi) lider konumundadır.

Şirket, 2016'da, uzlaşma yolu ile tahsilat yapma felsefesi ve yaklaşımını vurgulayan bir Harvard Business School vaka çalışmasına konu edilmiştir.

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. İhtisar Bld. No:3 Ağaçözü My Newwork
İç Kapı No: 105 Kat: 105 İstanbul
Boğaziçi 99. Yıl V.D. 478 000 787
Merkezi No: 0476003678700011

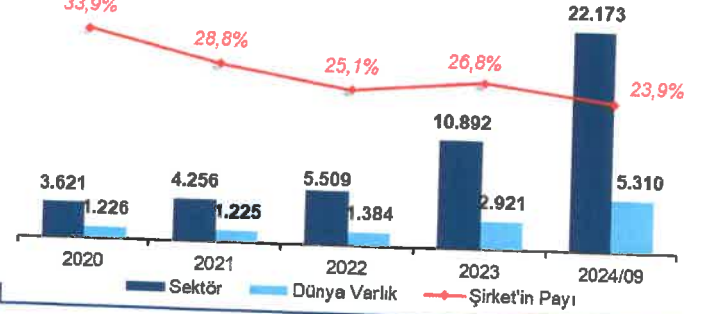
Şirket'in sektördeki konumu. Dünya Varlık, 30.09.2024 tarihi itibarıyla, BDDK sektör verileri uyarınca toplam aktif büyüklüğü, net kredi toplamı ve özkaynak büyüklüğü bakımından varlık yönetim sektöründe lider şirkettir. 30.09.2024 tarihli Finansal Kurumlar Birliği (FKB) Özet Sektör Raporu verilerine göre, finansal kuruluşlar tarafından VYŞ'lere devredilen toplam TGA anapara tutarı 126,5 milyar TL seviyesinde olup, Dünya Varlık satın alınan toplam TGA anapara büyüklüğünde %19 pazar payı ile sektördeki en büyük yatırımcılardan biridir. Eylül 2024 BDDK sektör verilerine göre sektörün toplam aktif büyüklüğü 29,5 milyar TL olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla Şirket 5,6 milyar TL'lik aktif büyüklüğü ile sektör içerisinde %19 paya sahiptir ve aynı zamanda sektör içinde toplam aktif büyüklüğü en büyük şirkettir. Sektörün net kredi toplamı 22,2 milyar TL olup, 30.09.2024 tarihi itibarıyla Şirket 5,3 milyar TL'lik net kredi büyüklüğü ile sektör içerisinde %24 paya sahip olmakla birlikte ve aynı zamanda sektör içinde net kredi toplamı en büyük şirkettir. Sektörün net faiz gelirleri yaklaşık 10,6 milyar TL olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla Şirket 1,8 milyar TL'lik net faiz gelirleri ile sektör içerisinde yaklaşık %17 paya sahiptir. Sektörün toplam dönem net karı (2024 Ocak-Eylül) 3,1 milyar TL olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla Şirket 636 m TL'lik net dönem karı ile sektör içerisinde %20'lik paya sahiptir. Sektörün toplam özkaynaklar büyüklüğü 12,9 milyar TL olup Dünya Varlık bilançosunun 30.09.2024 tarihi itibarıyla toplam özkaynak büyüklüğü 2,5 milyar TL'dir. Şirket, sektör içerisinde %19 paya sahiptir ve aynı zamanda sektör içinde toplam özkaynak büyüklüğü en büyük şirkettir. 2022 yılında gerçekleştirdiği 831 milyon TL tahsilatı 2023 yılının itibarıyla %126 oranında artışla 1.878 milyon TL, 2023/09 döneminde 1.225 milyon TL olan tahsilatını, 2024/09 dönemi itibarıyla %81 oranında artışla 2.219 milyon TL seviyesine yükseltmiştir.

VYŞ'lerin Personel Sayısı



Kaynak: BDDK

Sektör & Dünya Varlık'ın Aktiflerindeki Net Kredi Tutarları (mn TL)



Kaynak: BDDK, Bağımsız Denetim Raporu

FKB Üyesi Varlık Yönetim Şirketleri (28 Şirket)
Sektör Özet Raporu, 30.09.2024

Kuruluştan İtibaren Satın Alınan Anapara Bilgisi, bin TL	Ticari Krediler	Diğer	TOPLAM
Portföyler Anapara			
Tekil Dosyalar	40.670.165	67.564.905	108.235.070
Hasılat Paylaşımı Yoluyla	10.270.179	58.179	10.328.358
Satın Alınan Toplam Anapara	7.619.495	344.203	7.963.698
	58.559.839	67.967.287	126.527.126
Yönetilen Anapara Bilgisi, bin TL	Ticari Krediler	Diğer	TOPLAM
Portföyler Anapara			
Tekil Dosyalar	36.705.617	52.884.302	89.589.919
Hasılat Paylaşımı Yoluyla	7.900.974	179.217	8.080.191
Satın Alınan Toplam Anapara	5.810.255	14.728	5.824.983
	50.416.846	53.078.247	103.495.093
Çalışan Sayıları	Kadın	Erkek	TOPLAM
Tam Zamanlı Çalışan Sayıları	1.518	875	2.393
Yaş Ortalamaları	35	40	38
Müşteri Sayıları	Aktif	İbra	TOPLAM
Bireysel			
Kobi/Ticari	3.510.108	2.510.690	6.020.798
Toplam	558.183	168.233	726.416
	4.068.291	2.678.923	6.747.214
Dosya Sayıları	Aktif	İbra	TOPLAM
Bireysel			
Kobi/Ticari	7.146.864	4.147.868	11.294.732
Toplam	1.227.752	265.243	1.492.995
	8.374.616	4.413.111	12.787.727

Kaynak: FKB Üyesi Varlık Yönetim Şirketleri Sektör Özet Raporu



Lisans Belgeleri:



SPL 01580160108494

**SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.
LİSANS DURUM BELGESİ**

MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ

T.C. Kimlik No : 26288042136
Adı Soyadı : HÜSEYİN GÜLER

LİSANS BİLGİLERİ

Lisans Adı : SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI
Belge Numarası : 203904
Geçerlilik Tarihi : 20.01.2026
Düzenlenme Tarihi : 23.02.2017
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

İLGİLİ MAKAMA

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; HÜSEYİN GÜLER isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

Bu belgenin doğruluğu <https://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <https://lis.spl.com.tr/bilgi-sorgulama> adresinden kontrol edilebilir. Ayrıca mobil cihazlarınıza yükleyeceğiniz e-Devlet Kapsamı altı Barkodlu Belge Doğrulama uygulaması ile yandaki karekod okutularak da doğrulama yapılabilir.





SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.
LİSANS DURUM BELGESİ

MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ

T.C. Kimlik No : 38428848454
Adı Soyadı : TEMUR KAYHAN

LİSANS BİLGİLERİ

Lisans Adı : SERMAVE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI
Belge Numarası : 211055
Geçerlilik Tarihi : 23.11.2026
Düzenlenme Tarihi : 25.05.2016
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

İLGİLİ MAKAMA

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutuma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; TEMUR KAYHAN isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

Bu belgenin doğruluğu <https://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <https://lis.spl.com.tr/bilgi-sorgulama> adresinden kontrol edilebilir. Ayrıca mobil cihazlarınıza yükleyeceğiniz e-Devlet Kapısı'na ait Barkodlu Belge Doğrulama uygulaması ile yandaki barkod okutularak da doğrulama yapılabılır.





DÜNYAVARLIK

Info Yatırım Kurumsal Finansman

23.12.2024

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Barbaros Mah. İhtisar Bld. No:3 A Katı My Newwork

İç Kapı No: 88 / Ataşehir / İstanbul

Boğaziçi Kurumlar V.D.412 0630 787

Mersis No:0478003678700011

Engin Emre SEÇEN

Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER

Genel Müdür Yardımcısı

Sermaye Piyasası Kurulu

Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na

Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu)

No:156 06530 Çankaya/Ankara

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık 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, İzahnamenin bir parçası olan işbu Fiyat Tespit Raporu'nda 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,

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. İtila Nur Bld. No:3 Adaoğlu My Newwork
İç Kapı No:88 Atakentir / İstanbul
Boğaziçi Kurumlar VII. Kat: 787
Mersis No:0478003678700011

Engin Emre SEÇEN

Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER

Genel Müdür Yardımcısı