

Vakıf Faktoring A.Ş Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ("PhillipCapital") tarafından, yetkili A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("A1 Capital") Vakıf Faktoring A.Ş. (Kısaca "İhraççı", "Şirket" ve/veya "Vakıf Faktoring") paylarının halka arzı kapsamında hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. Halka Arz Gelirinin Kullanım Yeri

Halka arz gelirinin %100'ü faktöring işlemlerinin finansmanı amacıyla kullanılacaktır. Bu kaynak, şirketin özkaynak yapısını ve pasif tarafındaki fonlama havuzunu güçlendirerek kaynak portföyünün genişlemesine katkı sağlayacaktır. Elde edilen fon, müşterilere sunulan faktöring finansmanının desteklenmesi amacıyla kullanılacaktır. Ayrıca, söz konusu kaynağın belirtilen alanlarda kullanımına kadar geçen sürede, elde edilen fonun TL mevduat/katılma hesapları başta olmak üzere çeşitli finansal enstrümanlarda değerlendirilerek nemalandırılması ve bu yolla şirkete ilave getiri sağlanması planlanmaktadır.

2. Şirket Hakkında Genel Bilgiler

Vakıf Faktoring A.Ş., 28 Ocak 1998 tarihinde İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğü'ne tescil edilerek kurulmuştur. Şirket'in merkezi, İnkılap Mahallesi Dr. Adnan Büyükdeniz Caddesi, Akyaka Park No:7/A, Kat:16, İç Kapı No:29, Ümraniye/İstanbul adresinde bulunmaktadır ve faaliyetlerini aynı adresten sürdürmektedir. Süresiz olarak kurulmuş olan Şirket'in personel sayısı, 30 Haziran 2025, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2023 ve 31 Aralık 2022 tarihleri itibarıyla sırasıyla 63, 64, 59 ve 56 kişiden oluşmaktadır.

Vakıf Faktoring'in Ankara ve İzmir şubeleri, yalnızca pazarlama faaliyetlerinden sorumludur. Şirketin tüm operasyonel işlemleri ise Genel Merkez bünyesindeki ilgili birimler tarafından yürütülmektedir. Ankara Şubesi, Atatürk Kavaklıdere Celal Bayar İş Merkezi No:211/13 Çankaya - Ankara adresinde; İzmir Şubesi ise Çınarlı Mahallesi Fatih Caddesi 1587 Sokak No:2-6 Kat:4 İç Kapı No:403 Konak - İzmir adresinde yer alan kiralık ofislerinde faaliyet göstermektedir.

Şirket'in mevcut 850.000.000 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesi, halka arzla birlikte 900.000.000 TL'ye yükseltilecektir. Bu artış, tamamı nakit karşılığı yapılacak olup, ihraç edilecek toplam 50.000.000 TL nominal değerli (50.000.000 adet) B grubu hamiline pay halka arz kapsamında yatırımcılara sunulacaktır. Ayrıca, mevcut ortaklardan Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.'ya ait 107.834.821 TL nominal değerli (107.834.821 adet), Vakıfbank Personeli Özel Sosyal Güvenlik Hizmetleri Vakfı'na ait 21.629.465 TL nominal değerli (21.629.465 adet), Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.'ye ait 32.254.464 TL nominal değerli (32.254.464 adet) ve Vakıf Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye ait 13.281.250 TL nominal değerli (13.281.250 adet) B grubu imtiyazsız payların satışı da halka arz kapsamında gerçekleştirilecektir.

Toplamda 225.000.000 TL nominal değerli (225.000.000 adet) B grubu hamiline yazılı imtiyazsız payın halka arzı sonucunda, bu payların şirketin halka arz sonrası çıkarılmış sermayesindeki oranı %25 olacaktır.

3. Ortaklık Hakkında Bilgiler

Sermaye ve Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi Pay Sahipliği Yapısı			Halka Arz Sonrası Pay Sahipliği Yapısı		
	Grubu	Tutar (TL)	Oran (%)	Grubu	Tutar (TL)	Oran (%)
T. Vakıflar Bankası T.A.O	A	170.000.000	20,00	A	170.000.000	18,89
	B	612.834.821	72,10	B	505.000.000	56,11
Vakıfbank Personeli Özel Sosyal Güvenlik Hizmetleri Vakfı	B	21.629.465	2,54	B	-	-
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	B	32.254.464	3,79	B	-	-
Vakıf Pazarlama San. Ve Tic. A.Ş.	B	13.281.250	1,56	B	-	-
Halka Açık	-	-		B	225.000.000	25,00
<i>Sermaye Artırımı</i>	-			<i>B</i>	<i>50.000.000</i>	<i>5,56</i>
<i>Ortak Satışı</i>	-			<i>B</i>	<i>175.000.000</i>	<i>19,44</i>
Toplam		850.000.000	100,0		900.000.000	100,0

4. Mali Tablolar

Aşağıda şirketin 2022, 2023 ve 2024 yılları ile 30.06.2025 tarihli ara dönemine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş özet finansal verileri sunulmaktadır:

(milyon TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2024	30.06.2025
Esas Faaliyet Gelirleri	2.429	8.671	12.810	6.918	4.926
Faktoring Gelirleri	2.429	8.671	12.810	6.918	4.926
Faktoring Alacaklarından Alınan Faizler	2.408	7.506	12.788	6.907	4.920
İskonto	1.238	3.931	6.341	3.870	2.121
Diğer	1.169	3.575	6.447	3.037	2.799
Faktoring Alacaklarından Alınan Ücret ve Komisyon	21	1.164	22	11	6
İskonto	6	672	14	8	4
Diğer	15	492	7	3	2
Finansman Giderleri (-)	-1.693	-6.510	-10.455	-5.735	-3.564
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	-1.318	-5.006	-10.096	-5.468	-3.444
Kiralama İşlemlerine İlişkin Faiz Giderleri	0	-1	-4	-2	-2
İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Faizler	-161	-307	-106	-106	-53
Verilen Ücret ve Komisyonlar	-214	-1.196	-249	-160	-65
Brüt Kar/Zarar	737	2.160	2.355	1.183	1.362
Esas Faaliyet Giderleri (-)	-59	-134	-231	-89	-146
Personel Giderleri	-31	-69	-137	-66	-97
Kıdem Tazminatı Karşılığı Giderleri	-2	-4	-3	-1	-2
Genel İşletme Giderleri	-26	-61	-90	-22	-46
Brüt Faaliyet Kar/Zarar	677	2.027	2.124	1.094	1.217
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.286	1.858	1.946	763	2.299
Bankalardan Alınan Faizler	14	102	322	184	46
Türev Finansal İşlemler Karı	260	0	0	0	0
Kambiyo İşlemleri Karı	1.004	1.748	1.550	578	2.253
Diğer	9	8	74	0	0
Karşılık Giderleri (-)	-7	-26	-80	-26	0
Özel Karşılıklar	-7	-26	-26	-26	0
Genel Karşılıklar	0	0	-53	0	0
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-1.234	-1.710	-1.549	-579	-2.256
Türev Finansal İşlemlerden Zarar	0	0	0	0	0
Kambiyo İşlemleri Zararı	-1.233	-1.707	-1.548	-578	-2.255
Diğer	-1	-2	-1	-1	-1
Net Faaliyet Kar/Zarar	722	2.149	2.441	1.252	1.260
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zarar	722	2.149	2.441	1.252	1.260
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı	-175	-644	-733	-376	-378
Cari Vergi Karşılığı	-126	-646	-751	-377	-379
Ertelenmiş Vergi Gelir Etkisi (+)	-50	0	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Gider Etkisi (-)	0	2	17	1	1
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Net Kar/Zarar	547	1.505	1.707	875	881

5. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Şirketin piyasa değerini belirlemek amacıyla yürütülen çalışmada iki farklı analiz yöntemi bir arada kullanılmıştır: **Özsermaye Artık Getiri Modeli** ve **Piyasa Çarpanları**.

- **Özsermaye Artık Getiri Modeli:** Bu yöntemde, Şirket'in geleceğe yönelik faaliyet ve finansal performansına ilişkin oluşturulan projeksiyonlar esas alınmaktadır. Bu yöntemde, Şirket'in mevcut özsermayesi ile 2025-2030 projeksiyon dönemine ait tahmin edilen özsermaye artık getirilerinin bugünkü değerleri ve projeksiyon dönemi sonunda hesaplanan devam eden özsermaye artık getirisinin bugünkü değeri toplanarak Şirket'in özsermaye (piyasa) değeri belirlenmektedir.
- **Piyasa Çarpanları:** Bu analizde, yurt içindeki ve yurt dışındaki benzer şirketlerin verileri referans alınmıştır. Değerlemede, 25.08.2025 tarihi itibarıyla en güncel son 12 aylık döneme ait finansal veriler dikkate alınmıştır. Benzer şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanlarının aritmetik ortalama ve medyan değerleri kullanılmıştır. Bu çarpanlara sırasıyla %50(F/K için) ve %50 (PD/DD için) ağırlık verilmiştir.

Nihai şirket değerine ulaşılrken, bu iki yöntemle eşit ağırlıklar atanmıştır. Bu ağırlıklandırma sonucunda şirketin özsermaye değeri **15.090.852.389 TL** olarak hesaplanmıştır.

Hesaplanan bu özsermaye değerine **%20 oranında bir halka arz iskontosu** uygulandıktan sonra, halka arz için pay başına nihai değer, virgülden sonra iki basamağa yuvarlanarak **14,20 TL** olarak belirlenmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi

Vakıf Faktoring'in özsermaye değerinin piyasa çarpanları yöntemiyle tespiti sırasında, yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanları referans alınmıştır. Değerlemede bu çarpanların yurt içi ve yurt dışı benzer ülkelerde sırasıyla aritmetik ortalama ve medyan değerleri kullanılmıştır.

Nihai sonuca ulaşılrken, yurt içi benzer şirketlerin F/K çarpanına %25, PD/DD çarpanına ise %25; yurt dışı benzer şirketlerin F/K çarpanına %25, PD/DD çarpanına ise %25 ağırlık verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında, seçilen referans şirketlerin 2025 yılının altıncı ayı (2025/06) itibarıyla son 12 aylık dönemdeki finansal verileri esas alınmıştır.

	(bin TL)	Çarpan Oranı	Net Kar	Özkaynaklar	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Hesaplanan Özsermaye Değeri
<u>Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları</u>							
F/K	11,22		1.713.031		19.220.178	25%	4.805.045
PD/DD	2,28			5.279.474	12.020.634	25%	3.005.159
<u>Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları</u>							
F/K	11,47		1.713.031		19.655.957	25%	4.913.989
PD/DD	1,74			5.279.474	9.193.234	25%	2.298.309
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri							15.022.501

Çarpan Analizi	Sonuç (Bin TL)
Benzer Şirketler	
Özsermaye Değeri	15.022.501
Sermaye	850.000
Pay Başına Değer (TL)	17,67

Özsermaye Artık Getiri Modeli:

Değerlemede kullanılan özsermaye artık getiri modeli yöntemi kapsamında, 2025 ile 2030 yılları arasını kapsayan bir nakit akışı projeksiyonu hazırlanmıştır.

Geleceğe yönelik bu öngörüler oluşturulurken üç temel faktör dikkate alınmıştır:

1. Şirketin mevcut operasyonel yapısı ve büyüme potansiyeli.
2. İçinde bulunduğu sektöre yönelik beklentiler ve trendler.
3. Genel makroekonomik tahminler ve varsayımlar.

Yapılan bu Özsermaye Artık Getiri Modeli analizi neticesinde, Şirket için **15.159.204.271 TL** özsermaye değeri hesaplanmıştır.

	(bin TL)
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirilerinin Bugünkü Değeri	4.574.999
Dönem Başı Özsermaye Defter Değeri (31.12.2024)	4.251.109
Devam Eden Özsermaye Artık Getirisinin Bugünkü Değeri	6.333.096
Özsermaye Artık Getirisinin Devam Eden Değeri	19.592.826
Projeksiyon Dönemi Sonu Özsermaye Artık Getirisi	3.452.069
Devam Eden Büyüme Oranı	5,00%
Devam Eden Dönemde Sermaye Maliyeti	23,50%
(Özsermaye Maliyeti - Büyüme Oranı)	18,50%
Terminal Yıl İndirgeme Faktörü	0,3232
Şirket Özsermaye Değeri	15.159.204
Ödenmiş Sermaye	850.000
Pay Başına Değer (TL)	17,83

Değerleme çalışmasında kullanılan temel varsayımlar aşağıda detaylandırılmıştır:

- **Risksiz Faiz Oranı:** Analizde baz alınan risksiz getiri olarak TRT131130T14 (13.11.2030 vadeli) tahvil seçilmiştir. 25.08.2025 kapanışında bileşik faiz %30,28, analizlerde kullanılan oran **%30,30** olarak alınmıştır. TCMB anketine göre enflasyon düşüşü varsayımıyla risksiz faiz oranının kademeli bir düşüşle birlikte 2030'da **%18,00** seviyesine gerilemesi öngörülmüştür.
- **Risk Primi:** Prof. Dr. Aswath Damodaran'ın Temmuz 2025 verilerine göre Türkiye'nin ülke risk primi %5,50 olarak dikkate alınmıştır. Moody's (B1) ve S&P (BB-) notlarına dayanan bu oran, indirgeme oranı hesaplamalarına sabit varsayımla dahil edilmiştir. Vakıf Faktoring'in kamu ortaklığı niteliği nedeniyle spesifik risk primi 0 kabul edilmiş, böylece Türk sermaye piyasası risk primi **%5,50** olarak alınmış ve 2025-2030 dönemi boyunca risksiz faiz oranına 5,50 puan eklenmiştir.
- **Beta:** Beta, hisse senedinin piyasa hareketlerine duyarlılığını gösterir. Beta = 1 ise hisse piyasa ile aynı yönde hareket eder; 1'in üzerindeyse daha riskli, altındaysa daha az risklidir. Vakıf Faktoring payları henüz Borsa İstanbul'da işlem görmediği için değerlendirme çalışmasında Beta **1,00** varsayılmıştır.

Değerleme Sonucu ve Nihai Görüş

Değerleme Sonucu	Hedef Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)
1- Özsermaye Artık Getiri Modeli			
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirilerinin Bugünkü Değeri	4.574.999.444		
Dönem Başı Özsermaye Defter Değeri (31.12.2024)	4.251.108.680		
Devam Eden Özsermaye Artık Getirisinin Bugünkü Değeri	6.333.096.147		
Özsermaye Değeri (TL)	15.159.204.271	50,00%	7.579.602.136
2- Piyasa Çarpanları Yöntemi			
2.1 - Yurt İçi Çarpan Analizi			
F/K Çarpan (x)	11,22		
Özsermaye Değeri (TL)	19.220.177.702	12,50%	2.402.522.213
Yıllıklandırılmış Net Kar (TL; 30.06.2025)	1.713.031.000		
PD/DD Çarpan (x)	2,28		
Özsermaye Değeri (TL)	12.020.633.834	12,50%	1.502.579.229
Net Defter Değeri (TL; 30.06.2025)	5.279.474.000		
2.2 - Yurt Dışı Çarpan Analizi			
F/K Çarpan (x)	11,47		
Özsermaye Değeri (TL)	19.655.956.829	12,50%	2.456.994.604
Yıllıklandırılmış Net Kar (TL; 30.06.2025)	1.713.031.000		
PD/DD Çarpan (x)	1,74		
Özsermaye Değeri (TL)	9.132.333.665	12,50%	1.149.154.208
Net Defter Değeri (TL; 30.06.2025)	5.279.474.000		
Özsermaye Artık Getiri Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	15.159.204.271	50,00%	7.579.602.136
Çarpan Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	15.022.500.507	50,00%	7.511.250.254
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (TL)	100,00%		15.090.852.389
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			17,75
İskonto Oranı			20,00%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)			12.070.000.000
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			14,20

* Halka Arz Pay Başına Değer, virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

6. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Halka Arz Hakkında Nihai Değerlendirme

- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Fiyat Tespit Raporu'nda Vakıf Faktoring A.Ş. hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket'in faaliyet alanı ve sektöre ilişkin açıklamalar detaylı ve anlaşılırdır.
- Şirket için yapılan değerleme çalışmasında Özsermaye Artık Getiri Modeli ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemlerine sırasıyla %50 ve %50 ağırlık verilmiştir. Kullanılan yöntemlerin net ve anlaşılır bir biçimde raporda açıklandığını değerlendiriyoruz.
- Değerleme yöntemleri içerisinde Özsermaye Artık Getiri Modeli ve Piyasa Çarpanları Analizi çıktılarının birlikte kullanılması ihtiyatlı bir yaklaşım olarak görülmektedir. Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin dikkate alınması, değerleme sonuçlarının güvenilirliğini artırmaktadır.
- Özsermaye Artık Getiri Modeli için kullanılan projeksiyonların makul ve detaylı olduğu, varsayımların piyasa gerçekleriyle uyumlu bir şekilde belirlendiği kanaatindeyiz. Ayrıca, kârlılığın ilişkin varsayımların ve büyüme öngörülerinin gerçekçi seviyelerde olduğu görüşündeyiz.

Kullanılan yöntemler sonrasında ulaşılan değer üzerinden halka arz yatırımcılarına yönelik uygun bir iskonto oranı uygulanmıştır. Bu doğrultuda, hesaplanan halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.