

SÜMER VARLIK YÖNETİMİ A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
11 Aralık 2024

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Şeker Yatırım") yetkili aracı kurum olduğu Sümer Varlık Yönetimi Anonim Şirketi (kısaca "ihraççı", "Sümer Varlık" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

SÜMER VARLIK YÖNETİMİ A.Ş.

HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Sümer Varlık Yönetimi Anonim Şirketi
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Sümer Varlık Yönetimi Anonim Şirketi ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	12 - 13 Aralık
Halka Arz Fiyatı	22 TL
Halka Arz İskonto Oranı	28,4%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Aracılık Türü	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	118.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	23,73%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	28.000.000
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Tamamı Eşit Dağıtım
Fiyat İstikrarı	30 gün fiyat istikrarı planlanmaktadır.
Borsa Kodu	SMRVA
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Sümer Varlık İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket, 2015 yılında Sümer Varlık Yönetimi Anonim Şirketi unvanı ile tescil edilerek kurulmuştur. Sümer Varlık, banka ve diğer yurt içi ve yurt dışındaki finans kuruluşlarının tahsili gecikmiş alacak (TGA) portföylerini satın alarak borçların çözülmesi alanında Varlık Yönetim Şirketi olarak hizmet veren bir finansal kuruluştur.

Merkezi İstanbul'da bulunan Şirketin şubesi bulunmamaktadır. Şirketin 2024 yılı Eylül sonu itibariyle toplam 188 çalışanı bulunmaktadır. Şirket, 2021 yılından bu yana Finansal Kurumlar Birliği'ne üyedir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
ASV Holding A.Ş.	91.000.000	91,0%	81.000.000	68,64%
Sümer Faktoring A.Ş.	9.000.000	9,0%	9.000.000	7,63%
Halka Açık Kısım	-	-	28.000.000	23,73%
Toplam	100.000.000	100%	118.000.000	100,00%

Kaynak: Sümer Varlık Fiyat Tespit Raporu

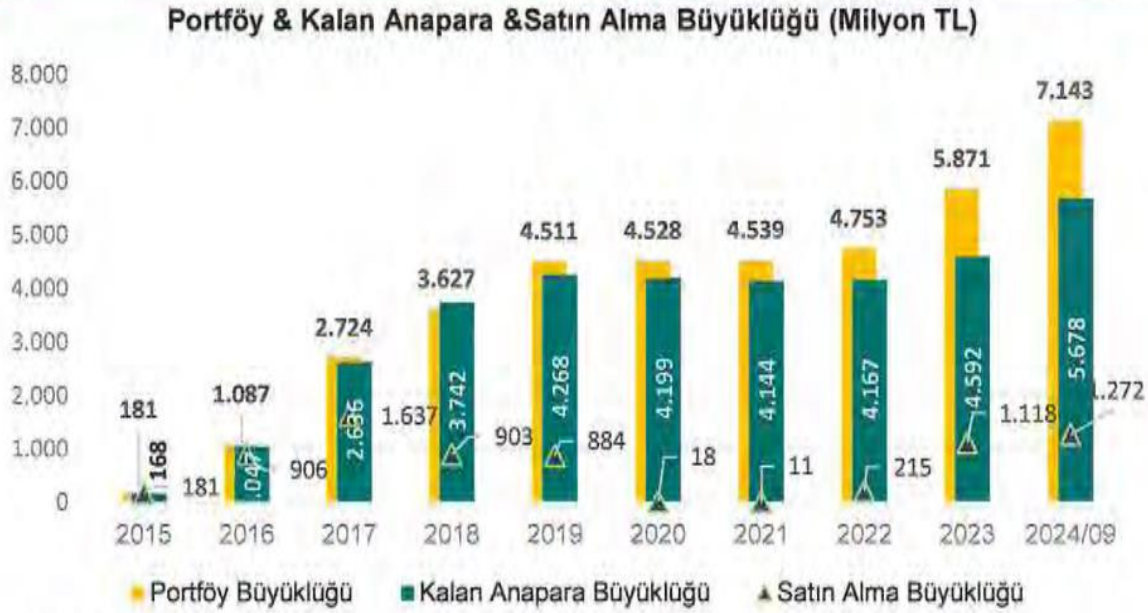
3.2 Şirketin Faaliyetleri

Varlık yönetim şirketleri faaliyetleri gereği, bankaların, TMSF'nin, özel finans kurumlarının, diğer mali kurumların ve kredi sigortası veren sigorta şirketlerinin söz konusu hizmetlerinden doğan alacakları ile diğer varlıklarını satın almakta, tahsil etmekte ve satabilmektedir. Genel olarak varlık yönetim şirketleri ve Sümer Varlık Yönetimi A.Ş.'nin çalışma modeli; ihale öncesi ve ihaleye hazırlık süreci, ihale sonrası tahsilata hazırlık süreci, tahsilat süreci ve tahsilat sonrası süreçten oluşmaktadır.

Şirket, faaliyete geçtiği 2015 yılından itibaren düşük maliyetli portföy satın alım stratejisini izlemiş ve portföy alımlarını ağırlıklı olarak sektörün ihale satış rasyolarının en düşük olduğu dönem olan 2016 – 2019 yılları arasında gerçekleştirmiştir. 2020 yılında tüm dünyayı etkileyen Covid-19 pandemisi nedeni ile sektörde TGA arzında daralma yaşanmıştır. Özellikle 2020 yılında pandemi nedeni ile BDDK tarafından getirilen kredi sınıflandırılmasına ilişkin borç erteleme tedbirleri TGA arzının daralmasında etkili olmuştur. Pandemiye yaşanan daralma ile 2020 – 2022 yılları arasında sınırlı arz ve bu süre boyunca sektörde biriken talebin etkisi ile oluşan arz – talep dengesi TGA satış rasyolarında sağlıklı fiyat oluşumuna neden olmuştur. Şirket bu dönemde TGA satışı yapılan tüm ihalelere katılmış ancak maliyet odaklı yaklaşımı nedeni ile satın alımlarını sınırlı tutarak mevcut pazar payını korumuştur. Pandemi etkilerinin ortadan kalkması ile birlikte 2022 yılından itibaren TGA portföyü satın alımlarında artış görülmektedir. Şirket tarafından 2022 yılında 214,5 milyon TL, 2023 yılında 1,1 milyar TL ve 2024 yılının ilk 9 ayında 1,3 milyar TL ana para büyüklüğüne sahip TGA portföyü satın alımı gerçekleştirilmiştir.

Şirketin 2024 Eylül sonu itibariyle kuruluşundan bu yana satın aldığı TGA portföylerinin toplam ana para büyüklüğü 7,1 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Şirketin 2024 Eylül sonu itibariyle kapanmamış TGA ana para tutarı 5,7 milyar TL seviyesindedir. Şirketin faaliyete geçtiği 2015 yılından bu yıllara göre toplam TGA portföy büyüklüğü, kalan ana para ve satın alma büyüklükleri aşağıdaki grafikte detaylı olarak sunulmuştur.

Yıllar İtibariyle Portföy Büyüklüğü & Kalan Anapara & Satın Alma Büyüklüğü



Kaynak: Sümer Varlık Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço (bin TL)	2021/12	2022/12	2023/12	2024/09
Finansal Varlıklar (Net)	53.948	78.603	312.191	178.238
İtfa Edilmiş Maliyet ile Ölçülen Finansal Varlıklar (Net)	202.219	377.355	1.126.308	1.970.545
Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyete İlişkin Duran Varlıklar (Net)	1.506	1.083	636	2.136
Maddi Duran Varlıklar (Net)	37.247	44.738	56.975	143.611
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	1.091	991	1.292	1.613
Diğer Aktifler	4.902	8.903	42.628	253.034
Aktif Toplamı	300.913	511.673	1.540.030	2.549.177
Alınan Krediler	44.496	51.744	91.413	77.354
İhraç Edilen Menkul kıymetler (Net)	85.829	51.853	350.130	776.172
Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler	5.581	6.329	3.163	1.181
Karşılıklar	968	1.752	6.100	15.514
Cari Vergi Borcu	4.759	19.338	38.937	21.796
Ertelenmiş Vergi Borcu	18.207	52.030	242.674	406.184
Diğer Yükümlülükler	1.505	8.620	16.382	10.019
Özkaynaklar	139.568	320.007	791.231	1.240.957
Pasif Toplamı	300.913	511.673	1.540.030	2.549.177

Kaynak: Sümer Varlık Fiyat Tespit Raporu

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (milyon TL)	2021/12	2022/12	2023/12	2024/09
Faiz Gelirleri	193.124	357.277	1.070.268	1.311.652
Faiz Giderleri	-29.524	-29.222	-75.251	-245.764
Ticari Kar / Zarar (Net)	770	351	38.794	15.171
Faaliyet Brüt Karı	138.059	299.518	884.011	829.299
Net Faaliyet Karı / Zararı	114.841	240.054	748.206	671.134
Net Dönem Karı	90.379	188.139	497.321	469.475

Kaynak: Sümer Varlık Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERLERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Tahsili Gecikmiş Alacak Portföyü Alımı	50%
Finansal Borçların Kapatılması	50%
Toplam	100%

Kaynak: Sümer Varlık Fiyat Tespit Raporu

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmıştır. Şirketin ortalama özsermaye değerinin hesaplanmasında piyasa çarpanları analizine %40, indirgenmiş nakit akımları analizine %60 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA projeksiyonu çerçevesinde, Şirketin sahip olduğu portföylerin birikimli etkisini daha doğru yansıtacağı için ve sektörde kullanılan yöntem ile benzerlik göstermesi açısından 2024-2038 dönemi için projeksiyon yapılmıştır. Projeksiyon döneminde nakit akışları 2038 yılında sonlandırılmış olup, bu yıldan sonra devam eden değerlerin hesaplanmasında nihai büyüme oranı %5,0 olarak kullanılmıştır. Şirket'in gelir/gider ve yatırım projeksiyonlarında Şirket'in geçmiş performans çerçevesinde oluşturduğu tahminler kullanılmıştır. Satın alınacak TGA tahmin edilirken; Bankaların 2012-2023 yılları arasındaki toplam takipteki krediler (NPL) stokları incelenmiştir. 2024 yıl sonunda NPL satışlarının 38 milyar TL seviyesine yükseleceği öngörülmüştür. Değerleme çalışmasında 2024 yılında yaşanan artış hızının 2025 yılında da devam edeceği beklentisiyle NPL satışlarının 2025 yılında 47 milyar TL seviyesine yükseleceği tahmin edilmiştir. Sonraki yıllarda ise NPL satışlarının enflasyon oranında artış göstereceği varsayılmıştır. Şirket'in satışa sunulan NPL satışlarından, 2024-2026 yıllarında mevcut pazar payını koruyarak NPL alımı yapacağı varsayılmıştır. Bu varsayım altında Şirket'in 2024 yılında 2,15 milyar TL, 2025 yılında 2,65 milyar TL ve 2026 yılında ise 3,13 milyar TL NPL alımı yapacağı tahmin edilmiştir. Şirket'in önümüzdeki yıllarda bireysel ve ticari segment ağırlığının sırasıyla %32 ve %68 olacağı varsayılmıştır. Şirket'in İNA analizine göre özsermaye değeri 2.637,3 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

İNA Tablosu	Tutar
Gelirler	1.226,7
Giderler	562,9
Düzeltilmiş FAVÖK	663,8
FAVÖK Marjı	54%
Serbest Nakit Akımı	-222,4
İndirgenmiş Nakit Akımı	-163,7
Projeksiyon Dönemi	2.281,7
2038 Sonrası Değer (Sonsuz Değer)	1.032,0
Firma Değeri	3.313,8
Net Finansal Borç	676,5
Özkaynak Değeri	2.637,3

Kaynak: Sümer Varlık Fiyat Tespit Raporu

6.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Sümer Varlık'ın Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile piyasa değeri hesaplanırken Borsa İstanbul'da ve yurt dışında işlem gören ve faaliyet konusu şirket ile benzerlik gösteren varlık yönetim şirketlerinin çarpanları ile BİST Mali Endeksi (XUMAL) kapsamında işlem gören benzer şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Çarpan analizinde Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2024/09 dönemine ait finansal rapor ve tablolarındaki veriler yıllıklandırılmış olarak kullanılmıştır.

• Çarpan Analizi Yönteminde Kullanılan Şirket Verileri

Sümer Varlık – Özet Finansal Veriler – 30.09.2024	Bin TL
Net Kar (01.10.2023 – 30.09.2024)	664.396
Düzeltilmiş FAVÖK (01.10.2023 – 30.09.2024)	500.667
Net Finansal Borç (30.09.2024)	676.469
Özsermaye (30.09.2024)	1.240.957
Çıkarılmış Sermaye (30.09.2024)	100.000

Kaynak: Şirket'in Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Tablo ve Raporları

• Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre Özsermaye Hesaplanması

Yurt içi benzer şirketler grubu ile çarpan analizinde Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan ve Şirket ile faaliyet konusu aynı olan Gelecek Varlık Yönetimi A. Ş. ve Birikim Varlık Yönetimi A.Ş. şirketlerine ek olarak benzer şirketlerin çeşitlendirilmesi amacıyla Şirket'in halka arz sonrası yer alacağı düşünülen BİST Mali Endeksi (XUMAL) kapsamındaki şirketler incelenmiştir. Seçilen şirketler arasında F/K oranı negatif olan ve 15'ten büyük olan uç değerler analiz kapsamına dahil edilmemiştir. Yapılan eleme sonucu yurt içi benzer şirketler grubuna dahil edilen GARFA, ISFIN, CRDFA, VAKFN, SEKFK, LIDFA, ULUFA, GLCVY ve BRKVY şirketlerinin medyan F/K çarpanı Finnet üzerinden 20.11.2024 kapanış verileri kullanılarak 4,78 olarak hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler F/K Çarpanı ile Özsermaye Değeri Hesaplaması	
Benzer Şirketler Medyan F/K Çarpanı	4,78x
Sümer Varlık Net Kar (bin TL) (01.10.2023 – 30.09.2024)	664.396
Sümer Varlık Özsermaye Değeri (bin TL)	3.175.076

Kaynak: Sümer Varlık Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi benzer şirketler grubu ile çarpan analizinde Şirket'in özsermaye değeri 3.175.076 bin TL olarak hesaplanmıştır.

- Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre Özsermaye Hesaplanması**

Yurt dışı benzer şirketler grubu kapsamında faaliyet konusu Şirket'e benzer olan Norveç, İsveç, Polonya, İsrail, Meksika ve İtalya ülkelerinden seçilen toplam 8 şirketin medyan F/K ve FD/Düzeltilmiş FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Analiz kapsamında negatif çarpanlar ve 15'ten büyük uç değerler değerlendirilme dışı bırakılmıştır. Bloomberg üzerinden alınan 20.11.2024 tarihli veriler ile yapılan analiz sonucunda yurt dışı benzer şirketler grubunun medyan F/K çarpanı 8,49 olarak medyan FD/Düzeltilmiş FAVÖK çarpanı ise 7,48 olarak hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanları ile Özsermaye Değeri Hesaplaması	
F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	
Benzer Şirketler Medyan F/K Çarpanı	7,48x
Sümer Varlık Net Kar (bin TL) (01.10.2023 – 30.09.2024)	664.396
Sümer Varlık Özsermaye Değeri (bin TL)	4.970.704
FD/Düzeltilmiş FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	
Benzer Şirketler Medyan FD/Düzeltilmiş FAVÖK Çarpanı	8,49x
Sümer Varlık Düzeltilmiş FAVÖK (bin TL) (01.10.2023 – 30.09.2024)	500.667
Firma Değeri (bin TL)	4.252.614
Net Finansal Borç (bin TL) (30.09.2024)	676.469
Sümer Varlık Özsermaye Değeri (bin TL)	3.576.145

Kaynak: Sümer Varlık Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı benzer şirketler grubu ile çarpan analizinde Şirket'in özsermaye değeri F/K çarpanı kullanılarak 4.970.704 bin TL, FD/Düzeltilmiş FAVÖK çarpanı kullanılarak 3.576.145 bin TL olarak hesaplanmıştır.

- Çarpan Analizi Yöntemine Göre Özsermaye Değeri**

Çarpan Analizi Yöntemi ile Özsermaye Değeri Hesaplaması	Ağırlık	Özsermaye Değeri (bin TL)
Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre		
F/K Çarpanı ile Hesaplama	50%	3.175.076
Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre		
F/K Çarpanı ile Hesaplama	25%	4.970.704
FD/Düzeltilmiş FAVÖK Çarpanı ile Hesaplama	25%	3.576.145
Sümer Varlık Özsermaye Değeri	100%	3.724.250

Kaynak: Sümer Varlık Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemine %60 ve piyasa çarpanları analizi yöntemi %40 ağırlıklandırılmıştır. Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış şirket değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Değerleme Sonucu (bin TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	2.637.292	60%	1.582.375
Çarpan Analizi	3.724.250	40%	1.489.700
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri (bin TL)			3.072.075
Çıkarılmış Sermaye			100.000
Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Pay Başına Değer (TL)			30,72
Halka Arz İskontosu			28,4%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri (bin TL)			2.200.000
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Pay Başına Değer (TL)			22,00

Kaynak: Sümer Varlık Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş nakit akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve İndirgenmiş nakit akımları Analizine %60, Piyasa Çarpanları Analizine %40 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını uygun buluyoruz.

Sonuç olarak, Sümer Varlık için hesaplanan hedef değere %28,4 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 22,00 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.