



Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu

11 MART 2025

İçindekiler

1. Raporun Konusu.....	2
2. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar	2
a) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi:	2
b) Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi:	3
c) Sümer Varlık Değerlemesi Sonucu	4
3. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri.....	5
4. Sonuç ve Değerlendirme.....	6

1. Raporun Konusu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5. maddesi gereğince Sümer Varlık Yönetim A.Ş.'nin ("Sümer Varlık" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor Yönetim Kurulu tarafından hazırlanmıştır. Şirketimiz payları 18.12.2024 tarihinden itibaren Borsa İstanbul'da işlem görmekte olup, SPK II-17.1 Kurumsal Yönetim Tebliği'nin 5/(4) maddesi çerçevesinde yapılacak ilk genel kurulda söz konusu II-17.1 Tebliği'ne uyum sağlanacak ve devam raporlar Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanacaktır.

2. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Şeker Yatırım") tarafından 21.11.2024 tarihinde hazırlanan ve 09.12.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki varsayımlar ile tespit edilmiştir.

Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından yayınlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye (<https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>) mevzuatın izin verdiği ölçüde uyumlu olarak hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz edilecek pay başına değerin tespitinde, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nden Yöntemlerinde belirtilen üç değerleme yaklaşımı (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı) yöntemi kullanılmıştır.

UDS içerisinde UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Payların değerlemesi ile ilgili olarak 70,1 maliyet yaklaşımı ile ilgili madde uyarınca, belli durumlar dışında işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz değerlendirilmesine yer verilmiştir. Maliyet yaklaşımının uygulanabileceği durumlar olarak; a) işletmenin, karların ve/veya nakit akışlarının güvenilir bir şekilde tespit edilemediği ve Pazar Yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerde yapılacak karşılaştırmaların pratik veya güvenilir olmadığı, ilk dönemlerinde veya kuruluş döneminde olması, b) işletmenin, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.8. ve 70.9. nolu maddelerinde tarif edilen toplama yönteminin uygulandığı bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olması ve/veya c) işletmenin sürekli olmaması ve/veya varlıklarının tasfiyedeki değerlerinin işletmenin sürekliliği kapsamındaki işletme değerini aşabilmesi sayılmaktadır. Şirket yukarıda sayılan kriterler kapsamında olmadığı değerlendirilmiş ve maliyet yaklaşımının kullanılmasının uygun olmayacağı sonucuna varılmıştır.

Bu raporda, Şirket paylarının değerinin tespiti amacıyla;

- Pazar Yaklaşımı kapsamında "Çarpan Analizi" ve
- Gelir Yaklaşımı kapsamında ise "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)" yöntemlerine yer verilmiştir.

a) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi:

Bu yöntemde, Şirket'in geleceğe yönelik faaliyet ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar yapılarak, hesaplanan tahmini nakit akımlarının, belirlenen bir iskonto oranı ile günümüze indirgenmesi sonucunda varlığın bugünkü değerine ulaşmakta ve bu değere net nakdin/borcun eklenmesi/çıkarılması ile özsermaye değeri belirlenmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)" kullanılmaktadır. AOSM, Şirket'in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle

beraber, İNA yönteminin değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın makul dikkat/özeni göstererek ve bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

Şirket, BDDK'nın düzenleyici otorite olarak yer aldığı varlık yönetim sektöründe faaliyet göstermektedir. Her bir Varlık Yönetim şirketinin denetim yükümlülüğü ve bunları düzenli aralıklarla BDDK'ya raporlama yükümlülüğü bulunmaktadır. Şirket gelirlerinin önemli bir bölümünü satın almış oldukları portföylerden elde edilen tahsilatlardan elde etmektedir. Varlık yönetim şirketleri, portföy satın alım fiyatını belirlerken, portföy çeşitliliğine bağlı olarak 10-15 yıllık tahsilat projeksiyonlarını ve hedefledikleri iç verim oranını dikkate almaktadır. Tahsilat projeksiyonları şirketlerin geçmiş dönemdeki portföylerden elde ettikleri deneyimlere, makroekonomik beklentilerine, tahsilat maliyetlerine, fonlama maliyetlerine ve satışa konu portföyün özelliklerine bağlıdır.

İNA yöntemi kapsamında; 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 dönemi sonrasında devam eden değer hesabında ise sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılan sabit bir büyüme oranı kullanılmıştır. Projeksiyon döneminde nakit akışları 2038 yılında sonlandırılmış olup, bu yıldan sonra devam eden değer hesaplanmasında nihai büyüme oranı %5,0 olarak kullanılmıştır. Şirket'in gelir/gider ve yatırım projeksiyonlarında Şirket'in geçmiş performans çerçevesinde oluşturduğu tahminler kullanılmıştır. Projeksiyonlarda Şirket'in mevcut portföylerinden yapacağı tahsilata ilaveten yapılacak yeni portföy yatırımlarının bireysel ve ticari segment kırılımları da göz önünde bulundurulmuştur.

(Milyon TL)	2024
Projeksiyon Dönemi Değer	2.281,70
Sonsuz Büyüme	5%
2038 Sonrası Değeri (Sonsuz Değer)	1.032,00
Firma Değeri	3.313,80
Net Finansal Borç	676,50
Özkaynak Değeri	2.637,30

İNA sonucunda bulunan Şirket değerinden net finansal borç düşülerek şirketin 21.11.2024 yılı itibariyle özsermaye değerine ulaşılmıştır. Şirket özsermaye değeri 2,637 milyon TL olarak bulunmuştur.

b) Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi:

Piyasa bazlı bir yöntem olup şirket değeri, şirketin faaliyet gösterdiği sektörde olan ve borsada işlem gören şirket değerleri ve çarpanları göz önüne alınarak hesaplanmaktadır. Çarpan Analizi yönteminde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

Firma Değeri/ Düzeltilmiş Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK –FD/Düzeltilmiş FAVÖK):
İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibariyle açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun (Net Borç=Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler+Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler-Hazır Değerler (Nakit ve Nakit Benzerleri+Finansal Yatırımlar)) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibariyle son 12 aylık Düzeltilmiş Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar (Düzeltilmiş FAVÖK) rakamına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Düzeltilmiş FAVÖK hesaplaması; net dönem karından kredilerden alınan faizler, bankalardan alınan faizler, diğer faiz gelirleri, net ticari kar/zarar düşülürken net tahsilat gelirleri, sürdürülen faaliyetler vergi karşılığı, kiralama faiz giderleri, kullanılan kredilere verilen faizler, ihraç edilen menkul kıymetlere verilen faizler, beklenen zarar karşılık giderleri ile amortisman giderleri, itfa payları ve gayrimenkul ve taşıt kira giderleri eklenerek hesaplanmaktadır.

(Düzeltilmiş FAVÖK: Dönem net karı-kredilerden alınan faizler-bankalardan alınan faizler-diğer faiz gelirleri-net ticari kar/zarar- gayrimenkul ve taşıtlar için ödenen kira tutarı+net tahsilat gelirleri+sürdürülen faaliyetler vergi karşılığı+kiralama faiz giderleri+kullanılan kredilere verilen faizler+ihraç edilen menkul kıymetlere verilen faizler+beklenen zarar karşılık giderleri+amortisman+itfa payları)

FD/Düzeltilmiş FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve halka açık şirket tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu ve bu yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edildiği için Pazar Yaklaşımı kapsamında kullanılmasının uygun olduğu düşünülmektedir.

Ancak öte yandan Düzeltilmiş FAVÖK hesabı VYŞ'ler dışında diğer finansal/mali kurumlarda çeşitli nedenlerden ötürü faaliyet karını doğru yansıtmadığı için takip edilen bir finansal gösterge değildir. Örneğin bankalar ve aracı kurumlar ağırlıklı olarak gelirlerini faiz ve komisyon gelirlerinden elde etmektedir. FAVÖK içerisinde faiz gelirleri olmadığı için düzeltilmiş FAVÖK hesaplaması bankalar ve aracı kurumlar başta olmak üzere genellikle finansal kuruluşlar için anlamlı olmamaktadır. Dolayısıyla yurt içinde mali sektör şirketleri ile karşılaştırma yapıldığında bu çarpan kullanılmamıştır.

Yurt içinde Borsa İstanbul'da işlem gören iki Varlık Yönetim Şirketi bulunmaktadır. Şirket'in sektörde birebir benzeri sadece iki şirket olması nedeniyle yurt içi benzer Şirket kümesi oluştururken, BİST Mali endekste işlem gören şirketler incelenmiştir.

Piyasa Değeri/Net Kar (Fiyat/Kazanç, F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

FD/Düzeltilmiş FAVÖK ve F/K oranlarının hesaplanması kapsamında mevcut durumun yansıtılabilmesi için yurt içi ve yurt dışı benzer olarak alınan Şirket'lerin en son açıklanan finansal tablolarındaki verileri (son 12 aylık) dikkate alınmıştır. Yurt dışı benzer Şirket'lerin çarpanlarında Bloomberg veri ekranından yararlanılırken, yurt içi benzer Şirketlerin verilerin hesaplanmasında Finnet ve KAP'tan temin edilen veriler kullanılmıştır.

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpan sonuçları ile çarpan analizi özeti aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

F/K Çarpan Analizi Tablosu

(Milyon TL)	F/K Çarpanı	Yıllıklandırılmış Net Kar	Özkaynak Değeri
Yurt içi Benzer Şirketler	4,78	664.396	3.175.076
Yurt dışı Benzer Şirketler	8,49	664.396	4.970.704

FD/FAVÖK Çarpan Analizi Tablosu

(Milyon TL)	FD/Düzeltilmiş FAVÖK Çarpanı	Yıllıklandırılmış FD/ Düzeltilmiş FAVÖK	Şirket Değeri	Net Finansal Borç	Özkaynak Değeri
Yurt dışı Benzer Şirketler	8,49	500.667	4.252.614	676.469	3.576.145

c) Sümer Varlık Değerlemesi Sonucu

Şirketin özsermaye değerinin hesaplanmasında piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımı sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi ile bulunan özsermaye değerine %60 ve çarpan analizi ile bulunan özsermaye değerine %40 ağırlık verilmiştir. Şirket için Halka Arz öncesi Özsermaye Değeri (Halka arz iskontosu yapılmadan) 3.072.075 bin TL olarak hesaplanmıştır. Çıkarılmış sermayesi 100.000.000 TL seviyesinde bulunan Sümer Varlık Yönetim A.Ş.'nin pay fiyatı 30,72 TL (Halka arz iskontosu yapılmadan) olarak hesaplanmıştır.

TL	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	2.637.292	60,00%	1.582.375
Çarpan Analizi	3.724.250	40,00%	1.489.700
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri			3.072.075

Sonuç	(TL)
Nominal Sermaye Tutarı	100.000.000
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.072.075
Halka Arz Öncesi Pay Başına Değer	30,72
Halka Arz İskontosu	28,4%
Halka Arz Pay Fiyatı	22

Hesaplanan bu Özsermaye Değeri üzerinden %28,4 halka arz iskonto uygulanması suretiyle Şirket için iskonto sonrası Halka Arz Özsermaye Değeri 2.200.000 bin TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre Sümer Varlık Yönetim A.Ş.'nin pay başına Halka Arz Değeri 22,00 TL olarak belirlenmiştir.

3. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Fiyat Tespit Raporu'nda 2024 yılına ilişkin tahmini toplam satış gelirleri, toplam giderler ve FAVÖK ile 2024 yılı fiili verileri aşağıdaki tabloda karşılaştırılmıştır.

Gelir-Gider Projeksiyonu ve Gerçekleştirme

(Milyon TL)	Halka Arz Öncesi 2024 Yıl Sonu Tahmini	2024 Yıl Sonu Gerçekleşen	Gerçekleşme Oranı
Bireysel Tahsilat	392,18	437,79	111,63%
Ticari Tahsilat	833,38	682,78	81,93%
Toplam Tahsilat	1.225,56	1.120,57	91,43%
Net Varlık Satış Karı/Zararı	1,12	4,02	358,48%
Toplam Gelir	1.226,68	1.124,59	91,68%
Personel Giderleri	180,00	188,08	104,49%
BSMV	56,99	51,87	91,02%

Diğer Faaliyet Giderleri	240,13	290,12	120,82%
Tahsilat Giderleri-Maliyet Kapama	85,79	83,15	96,92%
Toplam Gider	562,91	613,22	108,94%
Düzeltilmiş FAVÖK	663,77	511,37	77,04%

Fiyat Tespit Raporu'nda 2024 yılının tahmini verileri ile 2024 yılı fiili verileri karşılaştırıldığında toplam gelirler %91,68, Düzeltilmiş FAVÖK %77,04 olarak gerçekleşmiştir ve 2024 yılsonu Düzeltilmiş FAVÖK tutarı 511,37 Milyon TL olmuştur. Şirketin toplam giderleri ise 613,22 Milyon TL olmuş ve Fiyat Tespit Raporundaki tahminlere göre artma eğilimi göstermiştir.

TGA ve Yatırım Projeksiyonu Gerçekleştirme

Yatırım Projeksiyonu (Milyon TL)	Halka Arz Öncesi 2024 Yıl Sonu Tahmini	2024 Yıl Sonu Gerçekleşen	Gerçekleşme Oranı
Toplam Satın Alınan TGA	2.147	2.772	129%
Toplam Yatırım Tutarı	687	778	113%

2024 yılında tahmin edilenden %29 daha fazla TGA alımı ve %13 daha fazla yatırım tutarı gerçekleşmiştir.

4. Sonuç ve Değerlendirme

Şirket'in Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen 2024 hedefleri ile 2024 fiili olarak gerçekleşen veriler karşılaştırıldığında toplam gelirlerde %91,68, FAVÖK'de %77,04 gerçekleşme elde ettiği tespit edilmiştir.

Şirketin bireysel tahsilat gelirleri tahmin edilene göre %12 oranında artarak gerçekleşmiştir. Yapılan portföy yatırımlarının yılın son 6 ayı içinde yoğunlaşması nedeniyle ticari tahsilat gelirleri ise tahmin edilene göre %82 oranında gerçekleşmiş olup; yapılan hukuki işlemlerden kaynaklı olarak ticari tahsilatlarda dönemsel kaymalar yaşanmaktadır. Şirket'in net varlık satış karı beklenenin 3,5 kat üzerinde gerçekleşmiştir. Bu artış taşınmaz satışından elde edilen gelirden kaynaklanmaktadır.

Şirket'in personel giderleri tahmin edilene göre % 104,5 oranında gerçekleşmiştir. Diğer faaliyet giderleri ise özellikle hukuki masraflardaki artıştan kaynaklı olarak yükselmiş ve beklenenin %20 üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket'in net tahsilatları üzerinden ödediği BSMV (banka ve sigorta muameleleri vergisi) ise, gerçekleşen tahsilatın %91 seviyesinde gerçekleşmesinden kaynaklı olarak tahmin edilenin % 9 altında gerçekleşmiştir. Diğer faaliyet giderlerindeki yüksek gerçekleşme tahmin edilenin %20 üzerinde gerçekleşmiştir. Tahsilat yapılan portföyün alım bedelinin maliyete yansıtılan kısmını ifade eden tahsilat giderleri ise %3 altında gerçekleşmiştir. Toplam giderler tahmin edilen giderin %9'i oranında üzerinde gerçekleşmiştir.

Toplam gelirlerin tahmin edilenin %8 altında gerçekleşmesinin ve toplam giderlerin beklenenden %9 üzerinde gerçekleşmesinin etkisiyle tahmin edilen düzeltilmiş FAVÖK tutarı tahminin %23 altında kalmıştır.

Bilgilerinize sunarız.

Saygılarımızla,

Sümer Varlık Yönetim A.Ş.

Sofu ALTINBAŞ

Yönetim Kurulu Başkanı

Vakkas ALTINBAŞ

Yönetim Kurulu Başkan Vekili

Mehmet ŞEN

Yönetim Kurulu Üyesi

Genel Müdür

Cihangir YILMAZ

Yönetim Kurulu Üyesi

Ahmet KURŞUN

Yönetim Kurulu Üyesi

Sinan ÇAM

Yönetim Kurulu Üyesi
