

Vakıf Faktoring A.Ş

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Rapor da yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 26 Ağustos 2025 tarihinde A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Vakıf Faktoring A.Ş. ("Şirket" veya "Vakıf Faktoring"), 1998'de faktoring ve her türlü finansman işlemlerini yapmak üzere kurulmuş olup, kurulduğu günden bugüne mevcut faaliyet konusunun temelini oluşturan faktoring sektöründe hizmet vermektedir. Şirket'in ana faaliyet konusu; yurt içi ve yurt dışı her türlü faktoring hizmetlerini sunmak, bu amaç doğrultusunda yurt içi ve yurt dışı ticari işlemleriyle ithalat veya ihracat işlemleriyle ilgili olarak işletmelerin her türlü mal ve hizmet satışları dolayısıyla doğmuş veya doğacak faturalı alacaklarını temellük etmek, bu alacakları başkalarına temlik, tahsil, havale edilmesi, bu alacaklara karşılık peşin ödemelerde bulunarak finansal kolaylıklar sağlanması işlemlerini yapmak, bu alacakların tahsillerini üstlenmek, bu alacaklara karşılık ödemelerde bulunmak, müşterilerinin yurt içi ve yurt dışı alacakları hakkında danışmanlık hizmeti vermektir.

Faktoring; üretici, dağıtıcı ve hizmet şirketlerine ait ticari alacakların, aracı bir kuruluşa (factor) satılmasını içeren bir finansman yöntemi olup, bu yöntemde factor, bir komisyon karşılığında finansman temini, müşteri hesaplarının takibi, alacakların tahsilatı ve bunların tahsil edilememe riskini üstlenmektedir. Vakıf Faktoring, yurt içi ve yurt dışı faktoring hizmeti vermekte olup faaliyetlerini başta 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring, Finansman ve Tasarruf Finansman Şirketleri Hakkındaki Kanun ile Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik çerçevesinde ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) denetim ve gözetiminde sürdürmektedir. Vakıf Faktoring aynı zamanda FCI ve Finansal Kurumlar Birliği asil üyesidir.

Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O'nun ("Vakıfbank") bağlı ortaklığı olan Vakıf Faktoring, yurt içinde Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler'den (KOBİ) uluslararası büyüklükteki kurumsal şirketlere uzanan yelpazedeki müşterilerin satışları dolayısıyla doğmuş ve doğacak alacaklarını devralarak bu alacakların tahsilini üstlenmekte, bu alacaklara karşılık peşin ödemelerde bulunarak söz konusu işletmelere finansman, garanti ve tahsilat hizmetleri sağlamaktadır.

Şirket, faktoring faaliyetlerini ağırlıklı olarak tek bir coğrafi bölgede (Türkiye) sürdürmektedir.

Şirket'in pazarlama faaliyetlerinin genişletilmesi amacıyla 2017 yılında açtığı ve hala faaliyetlerine devam eden Ankara ve İzmir şubeleri bulunmaktadır. Şirketin Şubeleri tarafından münhasıran pazarlama faaliyetleri gerçekleştirilmekte olup tüm operasyonel işlemler Şirket Genel Müdürlüğü tarafından yürütülmektedir.

2. Şirketin Faaliyet Gösterdiği Sektör Hakkında

Dünyada Faktoring Sektörü: Faktoring, yirminci yüzyılın sonlarına doğru daha yaygın bir şekilde finansal piyasalarda yer aldığı görülmektedir. Şüphesiz bu yaygınlaşmaya küresel ticaretin gelişimi, yeni kaynak sağlama yöntemleri ve yeni finansal araçların gelişmesi neden olmaktadır. Özellikle küresel

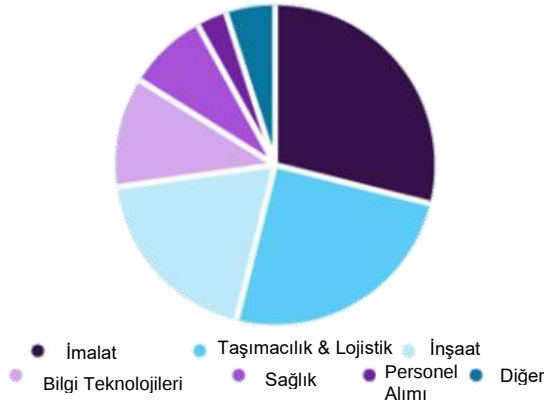
ticaretin gelişim sürecinde faktoring işlemlerinin, dünyada ön plana çıkan finansal işlemlerden biri olduğu görülmektedir.¹

Grand View Research tarafından yayımlanan "Kategoriye Göre (Yurt içi, Uluslararası), Türe Göre (Rücu Edilebilir, Rücu Edilemez), Finansal Kuruluşa Göre, Son Kullanıma Göre, Bölgeye Göre Faktoring Hizmetleri Pazar Büyüklüğü, Payı ve Trendleri Analiz Raporu ve Segment Tahminleri, 2024-2030" başlıklı raporuna göre; küresel faktoring hizmetleri pazar büyüklüğü 2023 yılında 4,185.05 Milyar USD olarak gerçekleşmiştir ve 2024'ten 2030'a kadar yıllık bileşik büyüme oranının (CAGR) %10,05 olması beklenmektedir.

Mikro ve küçük ve orta ölçekli işletmeler için alternatif finansman kaynaklarına duyulan ihtiyacın artması, pazarın büyümesini sağlamaktadır. Birçok kuruluş, tahmin döneminde faktoring hizmetleri için kârlı büyüme beklentileri yaratması beklenen Makine Öğrenimi (ML), Doğal Dil İşleme (NLP) ve Yapay Zekadan (AI) yararlanmaktadır. COVID-19 pandemisinin, bankaların ve Tedarik Zinciri Finansmanının (SCF'ler) müşteri ekosistemlerine fayda sağlamak için birlikte çalışacağı daha işbirlikçi bir yaklaşım getirmesi beklenmektedir.

2023 yılında 4.185,05 Milyar ABD Doları olarak gerçekleşen küresel faktoring hizmetleri pazar büyüklüğünün sektör bakımından ayrımı aşağıda gösterilmektedir:²

Grafik 1: Faktoring Hizmetleri Pazarı, 2023



İmalat segmenti (Manufacturing), 2023 yılında %30'un üzerinde en büyük pazar payını oluşturmuştur. Üretim segmenti, faktoring hizmetlerini üreticilerin erken ödeme indirimlerini müzakere etmelerini ve toplu sipariş teşviklerinden yararlanmalarını sağladığı için kullanılmaktadır. İmalat sektöründeki çoğu şirket mevsimsel olduğundan, yani yılın birçok ayında yavaşladığından ve sadece birkaç aya ağırlık verdiklerinden, zayıf nakit akışı ve faaliyetlerinde büyük dalgalanmalara yaşanmaktadır. Bundan kaçınmak için imalat firmaları faktoring hizmetlerine güvenmektedir. Faktoring hizmetlerinin diğer birkaç avantajı arasında yüksek avans oranları, hacim bazlı faktoring ücretleri ve bu segmentin büyümesini sağlaması muhtemel olan ödeme boşluklarının ortadan kaldırılması yer almaktadır.

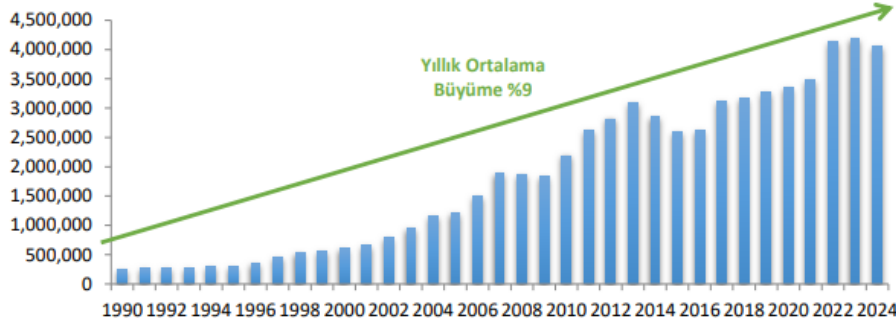
1990 yılından 2022 yılına kadar olan süreçte faktoring sektörü cirosu ise bazı dalgalanmalar yaşamakla birlikte genel olarak artış eğilimindedir. 90'lı yıllarda 500 Milyar Dolar altında seyreden dünya faktoring cirosu, milenyumdan sonra 500 Milyar Doları aşmıştır. 2022 yılına gelindiğinde ise yaklaşık 8 kat artarak yaklaşık 4,139,657 Milyon Dolara ulaşmıştır. 2023 yıl sonu itibarıyla Dünya Faktoring Cirosu 4,188,420 Milyon Dolar olarak gerçekleşmiştir. 2024 yıl sonu itibarıyla Dünya Faktoring cirosu 4,052,753 Milyon Dolar olarak gerçekleşmiştir.

¹ Kaynak: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/1957248>

² Kaynak: <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/factoring-services-market>

Dünyada faktoring sektörünün yıllar itibarıyla ciro gelişimini gösteren grafiğe aşağıda yer verilmektedir:³

Grafik 2: Dünyada Faktoring Sektörünün Ciro Gelişimi (Milyon USD)

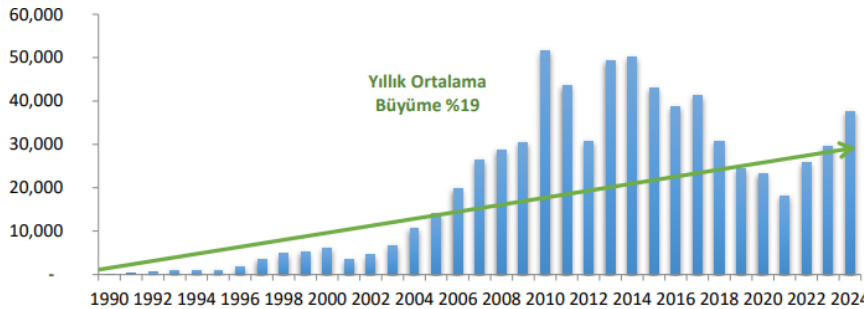


Küresel ölçekte 2024 yılı sonu itibarıyla faktoring cirosunun %66,77'si Avrupa kıtasında oluşmakla birlikte, Türkiye'deki faktoring işlem hacmi dünya faktoring işlem hacminin %0,93'ünü, Avrupa kıtasındaki işlem hacminin %1,39'unu oluşturmaktadır.

Türkiye'de Faktoring Sektörü: Türkiye'de 1980'den itibaren uygulanmakta olan, ekonominin dışa açılmasına ve dış fon girişlerinin hızlandırılmasına yönelik politikanın gereği olarak, bankalar ortaya çıkan ihtiyaçlar çerçevesinde şirketlere yeni finansal hizmetler sunmak amacıyla girişimlerde bulunmaya başlamışlardır. Bu koşullar Türkiye'de faktoring için uygun bir ortam oluşmasını sağlamıştır. 1988'de banka departmanlarında faktoring hizmeti vermeye başlanmış, 1994'te ise ödünç para işlemleri ile ilgili olarak 545 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname uygulamaya konulmuştur. Bu düzenlemeyi müteakiben Faktoring Derneği kurulmuştur. 2006 yılında yayınlanan yönetmelikle, denetim ve yönetimi BDDK'ya verilmiş ve finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketlerinin kuruluş ve faaliyet esaslarını belirlenmiştir. İlk olarak 2009'da Türkiye Büyük Millet Meclisine (TBMM) sunulan faktoring kanun taslağı, 2011'de geçici olarak arşive kaldırılmış, 2012 Nisan'da tekrar TBMM gündemine alınarak 2012 Aralık'ta 6361 Sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu'na müdahil olarak yürürlüğe girmiştir. 2013 yılında ise Faktoring Derneği, kendini lağvederek, 6361 Sayılı Kanun ile kurulan Finansal Kurumlar Birliği'ne kote olmuştur.

Türkiye'de 2005 yılına kadar 10 Milyar Doların altında seyreden faktoring sektörü cirosu zamanla yükselerek 50 Milyar Dolar seviyesine ulaşmıştır. Sonraki yıllarda Türk lirasının dolar karşısında düşüş yaşamaya başlamasıyla birlikte dolar cinsinden ciro düşüş trendine girmiştir. Türkiye'deki faktoring sektörü cirosunun, dünyadaki faktoring sektörü cirosu ile karşılaştırıldığında çok küçük bir paya sahip olduğu görülmektedir. Türkiye'de faktoring sektörünün yıllar itibarıyla ciro gelişimini gösteren grafiğe aşağıda yer verilmektedir:³

Grafik 3: Türkiye'de Faktoring Sektörünün Ciro Gelişimi (Milyon USD)



³ Kaynak: https://www.fkb.org.tr/Sites/1/upload/files/DunyaFaktoring_CiroGelisimi-3878.pdf

3. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Vakıf Faktoring Anonim Şirketi
Talep Toplama Tarihi	12-13-14 Kasım 2025
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	%22 Sermaye Artırımı: 50.000.000 TL nominal değerli pay %78 Ortak Satışı: 175.000.000 TL nominal değerli pay
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	14,20 TL
Ödenmiş Sermaye (Halka Arz Öncesi)	850.000.000 TL
Ödenmiş Sermaye (Halka Arz Sonrası)	900.000.000 TL
Öngörülen Piyasa Değeri (halka arz öncesi)	12.070.000.000 TL
Tahmini Arz Büyüklüğü	3.195.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	25,00%
Fon Kullanım Yeri	%100 Faktoring İşlemlerinin Finansmanı

4. Şirket Ortaklık Yapısı

Şirket payları A ve B grubu olmak üzere iki pay grubundan oluşmaktadır. A grubu payların, Yönetim Kurulunun 8 (sekiz) kişilik yönetim kurulu üyelerinden 4 (dört) üyesini yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazı ve Genel Kurul'da her bir paya 5 oy hakkı veren oy imtiyazı bulunmaktadır. B grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır.

	Grubu	Halka Arz Öncesi Pay Sahipliği Yapısı		Halka Arz Sonrası Pay Sahipliği Yapısı	
		Tutar (TL)	Oran (%)	Tutar (TL)	Oran (%)
T. Vakıfbank T.A.O.	A	170.000.000	20,0%	170.000.000	18,9%
T. Vakıfbank T.A.O.	B	612.834.821	72,1%	505.000.000	56,1%
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	B	32.254.464	3,8%	0	0,0%
Vakıf Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B	13.281.250	1,6%	0	0,0%
Vakıfbank Personeli Özel Sosyal Güvenlik Hizmetleri Vakfı	B	21.629.465	2,5%	0	0,0%
Halka Açık Kısım	B			225.000.000	25,0%
Toplam		850.000.000	100,0%	900.000.000	100,0%

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

5. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

Gelir Tablosu – Bin TL	01.01.2022-31.12.2022	01.01.2023-31.12.2023	01.01.2024-31.12.2024	01.01.2024-30.06.2024	01.01.2025-30.06.2025
Esas Faaliyet Gelirleri	2.429.221	8.670.672	12.809.590	6.918.423	4.926.193
Faktoring Gelirleri	2.429.221	8.670.672	12.809.590	6.918.423	4.926.193
Faktoring Alacaklarından Alınan Faizler	2.407.827	7.506.217	12.787.765	6.907.139	4.920.119
İskontolu	1.238.374	3.930.828	6.340.866	3.870.265	2.120.756
Diğer	1.169.453	3.575.389	6.446.899	3.036.874	2.799.363
Faktoring Alacaklarından Alınan Ücret Ve Komisyonlar	21.394	1.164.455	21.825	11.284	6.074
İskontolu	5.971	671.965	14.382	7.808	3.676
Diğer	15.423	492.490	7.443	3.476	2.398
Finansman Giderleri (-)	(1.692.690)	(6.510.345)	(10.455.033)	(5.735.250)	(3.563.914)

Tasarruf Fon Havuzuna Verilen Kâr Payları	-	-	-	-	-
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	(1.317.612)	(5.006.217)	(10.096.469)	(5.467.643)	(3.444.479)
Faktoring İşlemlerinden Borçlara Verilen Faizler	-	-	-	-	-
Kiralama İşlemlerine İlişkin Faiz Giderleri	(243)	(798)	(4.207)	(1.862)	(2.146)
İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	(161.062)	(306.908)	(105.628)	(105.628)	(52.717)
Diğer Faiz Giderleri	-	-	-	-	-
Verilen Ücret Ve Komisyonlar	(213.773)	(1.196.422)	(248.729)	(160.117)	(64.572)
Brüt K/Z	736.531	2.160.327	2.354.557	1.183.173	1.362.279
Esas Faaliyet Giderleri (-)	(59.165)	(133.733)	(230.783)	(89.465)	(145.518)
Personel Giderleri	(31.141)	(68.722)	(137.475)	(66.213)	(96.959)
Kıdem Tazminatı Karşılığı Gideri	(1.797)	(4.073)	(3.109)	(1.358)	(2.268)
Araştırma Geliştirme Giderleri	-	-	-	-	-
Genel İşletme Giderleri	(26.227)	(60.938)	(90.199)	(21.894)	(46.291)
Diğer	-	-	-	-	-
Brüt Faaliyet K/Z	677.366	2.026.594	2.123.774	1.093.708	1.216.761
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.286.478	1.857.587	1.945.553	762.742	2.298.926
Bankalardan Alınan Faizler	14.469	101.680	321.620	184.308	45.681
Menkul Değerlerden Alınan Faizler	-	-	-	-	-
Temettü Gelirleri	-	-	-	-	-
Sermaye Piyasası İşlemleri Kârı	-	-	-	-	-
Türev Finansal İşlemler Kârı	259.726	-	-	-	-
Kambiyo İşlemleri Kârı	1.003.742	1.747.864	1.549.604	577.969	2.253.014
Diğer	8.541	8.043	74.329	465	231
Karşılık Giderleri	(7.440)	(26.165)	(79.615)	(26.165)	-
Özel Karşılıklar	(7.440)	(26.165)	(26.165)	(26.165)	-
Beklenen Zarar Karşılıkları	-	-	-	-	-
Genel Karşılıklar	-	-	(53.450)	-	-
Diğer	-	-	-	-	-
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(1.233.939)	(1.709.507)	(1.549.037)	(578.747)	(2.256.025)
Menkul Değerler Değer Düşüş Gideri	-	-	-	-	-
Duran Varlıklar Değer Düşüş Giderleri	-	-	-	-	-
Sermaye Piyasası İşlemleri Zararı	-	-	-	-	-
Türev Finansal İşlemlerden Zarar	-	-	-	-	-
Kambiyo İşlemleri Zararı	(1.233.330)	(1.707.496)	(1.548.081)	(577.959)	(2.254.995)
Diğer	(609)	(2.011)	(956)	(788)	(1.030)
Net Faaliyet K/Z	722.465	2.148.509	2.440.675	1.251.538	1.259.662
Birleşme İşlemi Sonrasında Gelir Olarak Kaydedilen Fazlalık Tutarı	-	-	-	-	-
Özkaynak Yöntemi Uygulanan Ortaklıklardan Kâr/Zarar	-	-	-	-	-
Net Parasal Pozisyon Kârı/Zararı	-	-	-	-	-
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi K/Z	722.465	2.148.509	2.440.675	1.251.538	1.259.662
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı (±)	(175.745)	(643.773)	(733.496)	(376.096)	(378.368)
Cari Vergi Karşılığı	(125.516)	(646.026)	(750.535)	(376.788)	(379.137)
Ertelenmiş Vergi Gider Etkisi (+)	(50.229)	-	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Gelir Etkisi (-)	-	2.253	17.039	692	769
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Net K/Z	546.720	1.504.736	1.707.179	875.442	881.294
Dönem Karı/Zararı	546.720	1.504.736	1.707.179	875.442	881.294
Hisse Başına Kâr/Zarar	0,6432	1,7703	2,0084	1,0299	1,0368

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

VARLIKLAR – Bin TL	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
Nakit, Nakit Benzerleri ve Merkez Bankası	174.993	510.523	306.833	384.598
Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar/Zarara Yansıtılan Finansal Varlıklar (Net)	-	-	-	-
Türev Finansal Varlıklar	-	-	-	-
Gerçeğe Uygun Değer Farkı Diğer Kapsamlı Gelire Yansıtılan Finansal Varlıklar (Net)	26.191	41.787	49.718	56.803
İtfa Edilmiş Maliyeti İle Ölçülen Finansal Varlıklar (Net)	22.611.298	37.481.289	32.424.129	31.839.448
Faktoring Alacakları	22.611.298	37.455.124	32.424.129	31.839.448
İskontolu Faktoring Alacakları (Net)	11.217.952	16.451.469	9.387.627	8.053.379
Diğer Faktoring Alacakları	11.393.346	21.003.655	23.036.502	23.786.069
İtfa Edilmiş Maliyeti ile Ölçülen Diğer Finansal Varlıklar	-	-	-	-
Takipteki Alacaklar	52.363	99.074	97.810	97.579
Beklenen Zarar Karşılıkları / Özel Karşılıklar (-)	(52.363)	(72.909)	(97.810)	(97.579)
Maddi Duran Varlıklar (Net)	4.027	8.278	19.308	15.444
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	1.856	997	1.053	867
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (Net)	-	-	-	-
Cari Dönem Vergi Varlığı	203	1.487	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	946	20.506	21.275
Diğer Aktifler	182.856	190.464	67.043	59.020
Ara Toplam	23.001.424	38.235.771	32.888.590	32.377.455
Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Varlıklar (Net)	220	220	220	220
Satış Amaçlı	220	220	220	220
Durdurulan Faaliyetlere İlişkin	-	-	-	-
Varlık Toplamı	23.001.644	38.235.991	32.888.810	32.377.675

YÜKÜMLÜLÜKLER -Bin TL	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
Alınan Krediler	20.158.989	33.000.633	28.141.846	26.142.311
Faktoring Borçları	5.468	90	376	10
Tasarruf Fon Havuzundan Borçlar	-	-	-	-
Kiralama İşlemlerinden Borçlar (Net)	890	6.497	17.994	15.113
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	1.513.520	2.228.522	-	640.415
Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar Zarara Yansıtılan Finansal Yükümlülükler	-	-	-	-
Türev Finansal Yükümlülükler	-	-	-	-
Karşılıklar	46.847	73.500	68.285	70.226
Yeniden Yapılanma Karşılığı	-	-	-	-
Çalışan Hakları Yükümlülüğü Karşılığı	4.686	10.770	14.835	16.776
Genel Karşılıklar	42.161	62.730	53.450	53.450
Diğer Karşılıklar	-	-	-	-
Cari Vergi Borcu	96.482	231.124	258.406	225.673
Ertelenmiş Vergi Borcu	137	-	-	-
Sermaye Benzeri Borçlanma Araçları	-	-	-	-
Diğer Yükümlülükler	25.011	22.162	10.808	4.453
Ara Toplam	21.847.344	35.562.528	28.497.715	27.098.201
Özkaynaklar	1.154.300	2.673.463	4.391.095	5.279.474
Ödenmiş Sermaye	450.000	850.000	850.000	850.000
Sermaye Yedekleri	-	-	-	-
Kar Veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler Veya Giderler	22.501	36.928	47.381	54.466
Kar Veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler Veya Giderler	-	-	-	-
Kar Yedekleri	135.079	281.799	1.786.535	3.493.714
Yasal Yedekler	29.005	56.341	131.578	171.344
Statü Yedekleri	-	-	-	-
Olağanüstü Yedekler	106.074	225.458	1.654.957	3.322.370
Diğer Kar Yedekleri	-	-	-	-

Kar Veya Zarar	546.720	1.504.736	1.707.179	881.294
Geçmiş Yıllar Kar Veya Zararı	-	-	-	-
Dönem Net Kar Veya Zararı	546.720	1.504.736	1.707.179	881.294
Yükümlülük Toplamı	23.001.644	38.235.991	32.888.810	32.377.675

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Karlılık Analizi

Şirket'in 31.12.2022'de 546.720 Bin TL seviyesinde olan net dönem karı, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %175,2 oranında artarak 1.504.736 Bin TL olarak gerçekleşmiştir.

31.12.2024 tarihinde, 31.12.2023'ye göre %13,5 oranında artan net dönem karı ise 1.707.179 Bin TL düzeyine ulaşmıştır. 30.06.2025 tarihinde ise net kar 2024 yılının aynı dönemine göre %0,7 oranında artarak 881.294 Bin TL, düzeyinde gerçekleşmiştir. 2021 yılından itibaren piyasalarda meydana gelen canlanma ve iş hacmindeki artış ile birlikte Şirket'in dönem net karında artış görülmektedir. Bunun yanı sıra, finansal sektörde yapılan yasal düzenlemeler gereği seçici kredi uygulamalarıyla birlikte krediye erişimin güçleşmesi, yaşanan enflasyonist koşullar ile birlikte faizlerin yükselmesi nedeniyle oluşan risk algısı, uygulanan faiz marjlarında artışa sebep olmuş dolayısıyla faaliyetlerini büyük ölçüde banka kredileri ve sermaye piyasası borçlanma araçları ile finanse eden faktoring şirketlerinin müşterilerine uyguladıkları faiz marjları artmış ve bu nedenle son üç yılda tüm finansal sektörde olduğu gibi faktoring şirketlerinin de karlılığında önemli artışlar meydana gelmiştir.

Vakıf Faktoring 2022 yılında elde ettiği 547 Milyon TL ve 2023 yılında ulaştığı 1,5 Milyar TL net kar ile BDDK internet sitesinden 10 erişilebilen diğer faktoring şirketlerinin ilgili dönemlerdeki bağımsız denetçi raporlarında yer alan solo finansal tabloları baz alındığında, faktoring sektöründe 2022 ve 2023 yıllarında en yüksek net kar elde eden şirket sırlamasında da birinci sırada yer almıştır.

Şirket'in net kar düzeyindeki artış karlılık oranlarına yansımış olup özkaynak karlılık oranı 31.12.2022 itibariyle %66,81, 31.12.2023 itibariyle %78,98 ve 31.12.2024 itibariyle %47,58 olarak gerçekleşmiştir. 30.06.2025 tarihli ara dönemde ise Şirket'in özkaynak karlılık oranı %35,97 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in aktif karlılık oranı 31.12.2022 itibariyle %5,34, 31.12.2023 itibariyle %5,69 ve 31.12.2024 itibariyle %5,61 olarak gerçekleşmiştir. 30.06.2025 tarihli ara dönemde ise Şirket'in aktif karlılık oranı %6,53 düzeyinde gerçekleşmiştir.

6. Riskler

Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamede Şirket'in faaliyetlerine yönelik yer verilen bazı temel risk unsurları:

- Küresel ve ulusal ekonomik gelişmeler Şirket'in iş hacmini olumsuz etkileyebilir.
- Şirket'in faaliyeti, faktoring hizmeti çerçevesinde devraldığı alacakların tahsil kabiliyeti ile ilgili yürüttüğü kredibilite değerlendirme çalışmalarına bağlıdır. Şirket'in müşteri riskleri nedeniyle alacaklarının tahsilatlarının tam ve zamanında ya da hiç yapmaması, Şirket'in nakit akışını, karlılığını ve finansal durumunu olumsuz etkileyebilir.

7. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

A1 Capital, Vakıf Faktoring paylarının halka arz fiyatını belirlerken

- Özsermaye Artık Getiri Modeli
- Piyasa Çarpanları Yöntemi (F/K ve PD/DD)

yöntemlerini kullanmış ve bu yöntemlerde İndirgenmiş Nakit Akımı'na %50, Benzer Şirketler Çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.

a) Özsermaye Artık Getiri Modeli

Bu yöntem kapsamında, Şirket'in 2030'a kadar piyasa değerini yasal mevzuat ile belirlenen gerekli sermaye miktarını koruyarak dağıtabileceği mümkün olan en yüksek temettünün projeksiyonu yapılmış ve özsermaye maliyeti esas alınarak bu değerler ile tahmin döneminin sonunda hesaplanan "devam eden değer" tutarları bugüne indirgenmiştir. Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

Genel Varsayımlar:

- Projeksiyonlar, 2025 ve 2030 yıllarını kapsayacak şekilde yaklaşık 5 senelik bir iş planı çerçevesinde hazırlanmıştır.
- Finansal Kiralama, Faktoring, Finansman ve Tasarruf, Finansman Şirketleri Kanunu kapsamında, Faktoring şirketleri için 50.000.000 Türk Lirası ödenmiş sermaye yükümlülüğü şartı aranmaktadır. Şirket rapor tarihi itibarı ile 850.000.000 TL ödenmiş sermayeye sahiptir. Bu doğrultuda, projeksiyon döneminde, yasal mevzuata göre Şirket'in herhangi bir nakdi sermaye ihtiyacının oluşmayacağı ve zorunlu yedek akçeler ayrıldıktan sonra kalan dağıtılabilir karın tamamının temettü olarak ödeneceği varsayılmaktadır.

Gelirlere Yönelik Varsayımlar:

Faktoring gelir projeksiyonu, temelde Şirket'in faktoring alacaklarında öngördüğü reel büyüme varsayımları ile faktoring alacaklarından tahsil edilecek faiz geliri öngörüsüne dayandırılmıştır. Faktoring alacakları projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in reel büyüme varsayımları oranında artırılmış olup, faktoring alacaklarından tahsil edilecek faiz geliri ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Aylık Anketinde ilan edilen 5 yıllık TÜFE tahminleri ile Şirket'in projeksiyon dönemine ilişkin olarak öngördüğü "ex-ante" reel faiz⁴ varsayımlarına dayanmaktadır. Ayrıca faktoring alacaklarının projeksiyon dönemi boyunca ortalama %0,07'si oranında ücret ve komisyon geliri oluşacağı varsayılmış olup, söz konusu tutar faktoring alacaklarından tahsil edilmesi öngörülen faiz gelirlerine eklenmiştir. Bu şekilde, 2025-2030 projeksiyon döneminde, faktoring alacaklarından tahsil edileceği varsayılan faiz gelirleri ile ücret ve komisyon gelirlerinin toplamından oluşan faktoring gelirlerine ulaşılmıştır.

Giderlere Yönelik Varsayımlar:

Şirket, faktoring hizmetlerini kredi ve tahvil/bono ihraçlarıyla finanse etmektedir. 31.12.2023 itibarıyla 2,23 Milyar TL tutarında olan tahvil/bono stokunun 31.12.2024 finansal tablo tarihi itibarıyla sıfırlandığı görülmektedir. 2025 yılının ilk altı ayında ise 640.415 Bin TL tutarında tahvil/bono ihracı gerçekleştirilmiştir. 2025 yıl sonu itibarıyla 733.437 Bin TL tutarında öngörülen tahvil/bono ihraçlarının, bu tarihten itibaren projeksiyon döneminin sonuna kadar varsayılan TÜFE enflasyon oranları civarında artış göstereceği projekte edilmiştir. Kredi finansmanından oluşan faiz gideri ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Aylık Anketinde ilan edilen 5 yıllık TÜFE tahminleri ile Şirket'in projeksiyon dönemine ilişkin olarak öngördüğü "ex-ante" reel faiz varsayımlarına dayanmaktadır. Ayrıca, kredi finansmanının 2025-2030 projeksiyon döneminde ortalama %1,4'ü oranında komisyon ve diğer maliyetlerin oluşacağı varsayılmıştır.

Esas faaliyet giderlerinin içeriğini ağırlıklarına göre sırasıyla; personel giderleri, genel işletme giderleri ve amortisman giderleri oluşturmaktadır. Söz konusu esas faaliyet gider kalemlerinin TCMB Piyasa

⁴ Ex-ante reel faiz oranı nominal faiz oranının beklenen enflasyon oranından arındırılmasıyla elde edilir.

Katılımcıları Aylık Anketinde ilan edilen 5 yıllık TÜFE tahminleri oranında artması öngörülmektedir. Benzer şekilde, özel karşılık giderlerinin 5 yıllık TÜFE tahminleri oranında artacağı varsayılırken, takipteki tahsilatların ise özel karşılık giderlerinin %10'u oranında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Sermaye Maliyeti Varsayımları

- Risksiz getiri oranı hesaplanırken Türkiye Devleti 13 Kasım 20230 vadeli tahvilinin (TRT131130T14) piyasa kapanış oranı olan %30,28 dikkate alınarak 2025 yılı için risksiz getiri oranının %30,30 olarak varsayılmıştır ve 2025-2030 projeksiyon döneminde ise kademeli olarak %18 seviyesine gerileyeceği öngörülmüştür.
- Projeksiyon dönemi boyunca hisse risk primi %5,5 ve beta 1 olarak sabit tutulmuştur.
- Özetle, sermaye maliyeti projeksiyon aralığında TL cinsinden 2025'te %35,80 olarak hesaplanmıştır. 2025 sonrası için %30,5 - %23,5 aralığında olacağı hesaplanmıştır.
- Devam eden değere ilişkin hesaplamalarda devam eden değer büyüme oranı %5,0 olarak kullanılmıştır. Ayrıca, terminal dönemde devam eden değer hesaplamalarında kullanılan özsermaye maliyeti %23,50 olarak belirlenmiştir.

Özsermaye Artık Getiri Modeli Analizi Sonucu:

Değerleme çalışmasında, Şirket'in dağıtabileceği toplam potansiyel temettü tutarları dikkate alınmış ve bu nedenle Şirket'in dağıtabileceği temettü ödemeleri üzerinden herhangi bir stopaj vergisi düşülmemiştir.

Özsermaye Artık Getirilerinin Bugüne İndirgenen Değerlerinin 31.12.2025- 31.12.2030 projeksiyon dönemindeki toplamına (4.574.999 Bin TL), 2030 yılı sonrası için %5 seviyesinde varsayılan uç değer büyüme oranı ile hesaplanan "Devam Eden Özsermaye Artık Getirisinin Bugüne İndirgenen Değeri" (6.333.096 Bin TL) ve dönem başı (31.12.2024) özsermaye defter değeri (4.251.109 Bin TL) eklendiğinde Şirket'in özsermaye değeri 15.159.204 Bin TL olarak hesaplanmaktadır

Özsermaye (Piyasa) Değeri Hesabı - 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	3.452.826
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
Konsolide Edilmeyen İştiraklerin Defter Değeri	0
Toplam Özsermaye Değeri	15.159.204

b) Benzer Şirket Çarpan Analizi Yöntemi

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler değerlendirilirken F/K ve PD/DD çarpanının medyan değeri dikkate alınmış ve hesaplamalara dahil edilmiştir.

- Şirket'in 06/2025 dönemi itibarıyla son 12 aylık net karı 1.713.031 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 06/2025 dönemi itibarıyla Özkaynakları 5.279.474 TL seviyesindedir.

Analiz sırasında yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler için faaliyet alanı Vakıf Faktoring'ye paralel olabileceği düşünülen şirketler seçilmiştir. Yurt içi benzer şirketler analizde kullanılan çarpanlardan aşırı yüksek değerler aykırı (outlier) değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi ile eliminasyona tabi tutulmuştur. Bu yöntem altında Aracı Kurumlar Endeksi ile Finansal Kiralama Faktoring Sektörü Endeksi kapsamında bulunan firmalar için Finnet Elektronik Veri Tabanından çekilen F/K ve PD/DD çarpan değerleri dört dörttebirliklere (Kartillere) ayrılarak en alt ve en üstteki Kartil değerler uç değerler olarak veri setinden elimine edilmiştir. Uç değerler veri setinden elimine edildikten sonra geriye kalan çarpan değerlerinden, 3. Kartil Değeri + 1,5*Standard Sapmadan büyük veriler ile 1. Kartil Değeri - 1,5*Standard Sapmadan küçük veriler eliminasyona tabi tutularak geriye kalan değerlerin aritmetik ortalamaları hesaplanıp Yurt İçi Sektör Çarpan Analizi kapsamında değerlendirilmiştir. Yurt dışı çarpan analizinde uç değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında elimine edilerek medyan değer kullanılmıştır.

Benzer şirket çarpanına göre özkaynak değeri hesaplanırken, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler için F/K ve PD/DD çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Bunun sonucunda benzer şirket çarpanına göre ağırlıklandırılmış özkaynak değeri 15.022.500.507 TL'dir.

Piyasa Çarpanları Yöntemi	Çarpan Oranı	Seçilmiş Finansal (Bin TL)	Özkaynak Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer (Bin TL)
Yurt İçi Karşılaştırılabilir Firma Çarpanları					
F/K	11,22	1.713.031	19.220.178	50%	9.610.089
PD/DD	2,28	5.279.474	12.020.634	50%	6.010.317
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri					15.620.406
Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Firma Çarpanları					
F/K	11,47	1.713.031	19.655.957	50%	9.827.979
PD/DD	1,74	5.279.474	9.193.234	50%	4.596.617
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri					14.424.595

Değerleme Sonucu:

Şirket değerlemesinde, özsermaye artık getiri modeli ve piyasa çarpanları yöntemi başvurulmuş ve bu yöntemler eşit ağırlıklandırılmıştır.

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Özsermaye Artık Getiri Modeli	15.159.204.271	50%	7.579.602.136
Piyasa Çarpanları Yöntemi	15.022.500.507	50%	7.511.250.254
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			15.090.852.389
İskonto Oranı			20%
İskonto Sonrası Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			12.070.000.000
Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)			850.000.000
İskontolu Halka Arz Fiyatı			14,20

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Özet Görüşümüz:

Vakıf Faktoring için değerlendirme çalışmasında “Özsermaye Artık Getiri Modeli” ve “Piyasa Çarpanları (F/K ve PD/DD)” yöntemleri kullanılmıştır. “Özsermaye Artık Getiri Modeli” yöntemine ve “Piyasa Çarpanları (F/K ve PD/DD)” yöntemine eşit ağırlık verilmiştir. Değerleme için başvuru yöntemleri ve nihai değerlendirme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz.

Bununla birlikte, değerlendirme sürecine dair ekli yorumlarımızı/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz:

- Fiyat Tespit Raporu’nda şirket ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme için benzer şirket çarpan analizine başvurulmasını ve seçilen benzer şirketlerin, Vakıf Faktoring’in faaliyet alanına uygun seçildiğini düşünüyoruz. Şirket’in faaliyet gösterdiği sektör dikkate alarak F/K ve PD/DD çarpanlarının kullanılmasını uygun buluyoruz. Buna ek olarak, yurt içi benzer şirket çarpanları hesaplamasında da yurt dışı benzer çarpanları hesaplaması gibi medyan çarpanının kullanılmasının daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.
- Bununla birlikte, gelirlerdeki reel büyümenin mevcut seviyelere göre önemli bir büyümeye işaret ettiğini ve değerlemede önemli rol oynadığını hatırlatmakta fayda görüyoruz.
- Uygulanan %20 halka arz iskontosunun, benzer işlemler nazarında, makul olduğunu düşünüyoruz.

İşbu açıklamalar çerçevesinde, Vakıf Faktoring için %20 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 14,20TL’lik halka arz birim pay fiyatının makul kabul edilebilecek yöntemler ışığında hesaplandığını düşünüyoruz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiçbir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.