

Vakıf Faktoring A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Invest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital") tarafından Vakıf Faktoring ("Vakıf Faktoring" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Invest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	12-13-14 Kasım 2025
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	850,000,000 TL nominal
Sermaye Artırımı	50,000,000 TL nominal
Mevcut Pay Satışı	175,000,000 TL nominal
Ek Satış	Yoktur.
Halka Açıklık Oranı	%25.00
Halka Arz Satış Fiyatı	14.20 TL
Halka Arz Büyüklüğü	3,195,000,000 TL

Kaynak: İzahname, KAP

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi						
Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
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	2,55	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
Toplam		850,000,000	100,00		900,000,000	100.00

Kaynak: İzahname, KAP

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Şirket, sermaye artışı yolu ile elde edilecek net gelirin %100'ünü faktoring işlemlerinin finansmanında kullanmayı planlamaktadır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Vakıf Faktoring A.Ş. İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğüne 28 Ocak 1998 tarihinde tescil edilmiş ve İnkılap Mahallesi Dr. Adnan Büyükdeniz Caddesi, Akyaka Park No:7/A, Kat:16 1ç Kapı No:29 Ümraniye/İstanbul adresinde kurulmuştur. Şirket'in merkezi aynı adrestedir. Şirket süresizdir. 30 Haziran 2025, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2023 ve 31 Aralık 2022 tarihleri itibarıyla Şirket'in personel sayısı sırasıyla 63, 64, 59 ve 56'dır. Şirketin Ankara ve İzmir Şubeleri tarafından münhasıran pazarlama faaliyetleri gerçekleştirilmekte olup, tüm operasyonel işlemler Şirket Genel Merkezindeki iş birimleri tarafından yürütülmektedir.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Şirket, ağırlıklı olarak kurumsal nitelikteki ulusal ve uluslararası müşterilere faktoring hizmetleri vermekle birlikte, yurt içinde KOBİ'lerin satışları dolayısıyla doğmuş ve doğacak alacaklarını da devralarak bu alacakların tahsilini üstlenmekte, bu alacaklara karşılık peşin ödemelerde bulunarak söz konusu işletmelere finansman ya da garanti ve tahsilat hizmetleri sağlamaktadır. Şirket'in müşterilerine sağladığı finansman, garanti ve tahsilat hizmetlerine ilişkin özet bilgilere aşağıda yer verilmektedir:

- Finansman Hizmetleri:** Mal ve hizmet satışı faaliyetinde bulunan işletmelerin vadeli ticari alacaklarını faktoring şirketine devretmesi karşılığında, bu işletmelere ilgili alacakların ödeme vadesini beklenmeden ödenmesi sayesinde söz konusu işletmelere finansman sağlanmasını ifade etmektedir. Vadeli satış yapmış şirketlerin faturalı alacakları iskontolu veya açık hesap olarak devralınmakta ve genellikle vadesi geldiğinde söz konusu alacak faktoring şirketi tarafından tahsil edilmektedir.
- Tahsilat Hizmetleri:** İşletmelerin müşterilerinden olan alacaklarının faktoring şirketine temlik edilmesi üzerine alacak hesaplarının kayıtlarının tutulması ve tahsilat işlemlerinin faktoring şirketi aracılığıyla yapılmasıdır. Böylece faktoring şirketi müşterilerinin alacak yönetimini de üstlenmiş bulunmaktadır.
- Garanti Hizmetleri:** Müşteriler tarafından devredilen alacakların ödenmeme riskinin faktoring şirketi tarafından üstlenilmesidir. Böylelikle müşteriler, faktoring sözleşmesinde yer alan garanti kapsamı içerisinde mal satışı veya hizmet arzı sundukları borçlularının borçlarını vadeye kadar oluşabilecek mahkeme kararına dayalı aciz, iflas vb. nedenlerle ödeyemeyecek duruma gelmesi ihtimaline karşı kendilerini korumaya almayı amaçlamaktadır.

Şirket'in müşterilerine sunduğu başlıca faktoring ürün ve hizmetleri aşağıda özetlenmiştir.

- Yurt içi her türlü sözleşme temliki, çek/senet temliki, açık hesap fatura temliki,
- Firmaların ihracat alıcılarıyla ilgili %100 garanti ve ihracat alacaklarının finansmanı,
- İhracat alacaklarının sevk sonrası Merkez Bankası kaynağından uygun maliyetli, teminat mektubu gerektirmeyen düşük maliyetli Exim kredisi ile karşılanması,
- İthalat finansmanı,
- Alacak tahsilat hizmeti,
- Tedarikçi finansmanı kapsamında tedarikçilerin ana firmadan olan alacaklarının ana firmanın istediği vadede finanse edilmesi,
- Garantili/Garantisiz/Bildirimli, Teyitli/Teyitsiz işlemler,
- Müşterilerin Bankalara Doğrudan Borçlanma Sistemi kapsamında temlik ettikleri alacakların iskontosudur.

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024, 30.06.2024 ve 30.06.2025 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

bin TL	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2024	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
Finansman Giderleri (-)	-1,692,690	-6,510,345	-10,455,033	-5,735,250	-3,563,914
Brüt Kar/Zarar	736,531	2,160,327	2,354,557	1,183,173	1,362,279
Diğer Faaliyet Gelirleri	1,286,478	1,857,587	1,945,553	762,742	2,298,926
Diğer Faaliyet Giderleri	-1,233,939	-1,709,507	-1,549,037	-578,747	-2,256,025
Net Faaliyet Kar/Zarar	722,465	2,148,509	2,440,675	1,251,538	1,259,662
Sürdürülebilir Faaliyetler Dönemi Net Kar/Zarar	546,720	1,504,736	1,707,179	875,442	881,294

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.06.2025 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

bin TL	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
Dönen Varlıklar	22,812,482	38,033,599	32,780,680	32,280,849
Duran Varlıklar	189,162	202,392	108,130	96,826
Aktif Toplamı	23,001,644	38,235,991	32,888,810	32,377,675
Özkaynaklar	1,154,300	2,673,463	4,391,095	5,279,474
Ödenmiş Sermaye	450,000	850,000	850,000	850,000
Pasif Toplamı	23,001,644	38,235,991	32,888,810	32,377,675

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

2. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerleme çalışmasında Özsermaye Artık Getiri Modeli ve Piyasa Çarpanları analizi değerlendirilmiştir. Yapılmış olan çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışında faaliyet gösteren aracı kurumlar, finansal kiralama ve faktoring şirketlerinden oluşturulan örneklem benzer şirketler olarak değerlendirilmiş, Piyasa Değeri /Defter Değeri (PD/DD) ve Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanı üzerinden analiz yapılmıştır. Değerleme çalışmasında özsermaye artık getiri modeli analizine %50 ve çarpan analizine %50 ağırlıklandırma uygulanmıştır.

Özsermaye Artık Getiri Analizine ilişkin;

- Özsermaye artık getiri analizi 2025 - 2030 yıllarına ilişkin tahminleri içermektedir.

Özsermaye Artık Getiri Modeli (000 TL)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Vergi Öncesi Kar	1,880,753	3,236,101	5,456,511	6,670,493	7,461,392	9,095,581
Geçmiş Yıl Zararları						
Kurumlar Vergisi Matrahı	1,880,753	3,236,101	5,456,511	6,670,493	7,461,392	9,095,581
Efektif Kurumlar Vergisi Oranı	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Vergi Kesintisi	564,953	97,083	1,639,653	2,001,148	2,238,417	2,728,150
Ödenmiş Sermaye	850,000	850,000	850,000	850,000	850,000	850,000
Net Kar	1,315,821	2,264,034	3,817,483	4,668,796	5,223,124	6,367,431
Geçmiş Yıl Zararları						
1.Tertip Genel Kanuni Yedek Akçe Üst Sınırı (Net Kârın %20'si)	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000
1.Tertip Genel Kanuni Yedek Akçe (Net Karın %5'i)	65,791	113,202	170,000	170,000	170,000	170,000
Net Dağıtılabilir Dönem Karı	1,250,030	2,150,833	3,647,473	4,496,796	5,052,124	6,193,431
1.Temettü (Pay Sahiplerine İlk Kar Payı) (Ödenmiş Sermayenin %5'i Kadar)	42,500	42,500	42,500	42,500	42,500	42,500
Bakiye Dağıtılabilir Kar	1,207,530	2,108,333	3,604,973	4,454,296	5,009,624	6,150,931
(Net Kar - 1.Tertip Yedek Akçe + 1.Temettü)						
2.Temettü (Pay Sahiplerine Bakiye Dağıtılacak Kar Payı) (Bakiye Dağıtılabilir Kar*(1-0,10))	1,086,777	1,897,499	3,244,475	4,008,867	4,506,861	5,535,838
2.Tertip Yedek Akçe Matrahı (2.Temettünün %10'u)	108,678	18,975	324,448	400,887	450,686	553,584
Dağıtılabilir Temettü	1,129,277	1,939,999	3,286,975	4,051,367	4,549,361	5,578,338
(1.Temettü + 2.Temettü)						
Hesaplanan Temettü Dağıtım Oranı	90.3%	90.3%	90.2%	90.1%	90.1%	90.1%
Cari Yılda Dağıtılabilir Temettü	1,463,838	2,321,375	3,808,704	4,926,160	5,361,367	6,549,361
Diğer Yedek Tutma Oranı	5%	5%	5%	5%	5%	5%

Cari Yılda Dağıtılabilir Net Temettü	1,382,797	2,197,809	1,832,458	3,826,527	4,296,525	4,926,525
Cari Yılda Dağıtılabilir Net Temettü / Önceki Yıl Net Karı	81.0%	81.1%	80.9%	81.3%	82.0%	82.3%
Dönem Sonu Özsermaye Defter Değeri	4,184,132	5,381,391	7,366,406	8,928,601	10,322,198	12,388,774
Sermaye Maliyeti	35.80%	30.50%	28.50%	25.50%	23.50%	23.50%
Özsermaye Maliyeti (-)	1,497,919	1,641,324	2,099,426	2,276,793	2,425,716	2,911,362
Özsermaye Artık Getirisi	182,099	622,710	1,718,047	2,390,003	2,794,407	3,452,069
İndirgeme Faktörü	0.8990	0.6985	0.5550	0.4681	0.3992	0.3232
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirisi	163,706	43,496	953,535	1,118,864	1,115,516	1,115,831

Kaynak: A1 Capital

Özsermaye (Piyasa) Değeri Hesabı		(000 TL)
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirilerinin Bugünkü Değeri		4,574,999
Dönem Başı Özsermaye Defter Değeri (31.12.2024)		4,251,106
Devam Eden Özsermaye Artık Getirisinin Bugünkü Değeri		6,333,096
Özsermaye Artık Getirisinin Devam Eden Değeri		19,592,826
Projeksiyon Dönemi Sonu Özsermaye Artık Getiris		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		0.323
Şirket Özsermaye Değeri		15,159,204
Konsolide Edilmeyen İştiraklerin Defter Değeri		0
Toplam Özsermaye Değeri		15,159,204
Ödenmiş Sermaye		850
Hisse Başına Değer		17.83

Kaynak: A1 Capital

- Değerleme çalışmasında AOSM hesaplamasında risksiz faiz oranı 2025 yılı için %30,3 , 2026 yılı için %25, 2027 yılı için %23. 2028 yılı için %20, 2029 ve 2030 yılları için de %18 olarak varsayılmıştır.
- Piyasa risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuş ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak AOSM 2025 yılı için %35,8 , 2026 yılı için %30,5, 2027 yılı için %28,5, 2028 yılı için %25,5, 2029 ve 2030 yılları için de %23,5 olarak hesaplanmıştır.

Sermaye Maliyeti (SM)							
SM Bileşenleri	Hesaplama Yöntemi	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risksiz Faiz Oranı	F	30.30%	25.00%	23.00%	20.00%	18.00%	18.00%
Türkiye Risk Primi	R	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Beta (β)	B	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Sermaye Maliyeti	SM = F + R * B	35.80%	30.50%	28.50%	25.50%	23.50%	23.50%

Kaynak: A1 Capital

- Özsermaye artık getiri analizi sonucu 15,16 milyar TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurt içi ve yurtdışındaki benzer şirketlerden oluşturulan örneklem ile eşit şekilde ağırlıklandırılarak PD/DD ve F/K çarpanları üzerinden gerçekleştirilmiştir.
- Yurt içi benzer şirketlerle yapılan değerlemede 11,2x F/K ve 2,28x PD/DD ve yurt dışı benzer şirketleri üzerinden yapılan değerlemede 11,47x F/K ve 1,74x PD/DD çarpanı elde edilmiştir.

Çarpan Analizinde Kullanılan Finansal Tablo Parametreleri	
Parametreler	(000 TL)
Özkaynaklar (30.06.2025)	5,279,474
Yıllıklandırılmış Net Kar (30.06.2025;)	1,713,031
Ödenmiş Sermaye (30.06.2025; Nominal TL)	850,000

Kaynak: A1 Capital

Yurt İçi Karşılaştırmalı Firma Çarpan Analizi (000 TL)						
Çarpan Tanımları	Çarpan Oranı	Net Kar	Özkaynaklar	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)
F/K	11.22	1,713,031		19,220,178	50.00%	9,610,089
PD/DD	2.28		5,279,474	12,020,634	50.00%	6,010,317
				İskontosuz Ortalama Özsermaye Değeri	100%	15,620,406
				Ödenmiş sermaye		850,000
				İskontosuz Pay Değeri/TL		18.38

Kaynak: A1 Capital

Yurt Dışı Çarpan Analizi (000 TL)						
Çarpan Tanımları	Çarpan Oranı	Net Kar	Özkaynaklar	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)
F/K	11.47	1,713,031		19,655,957	50.00%	9,827,978
PD/DD	1.74		5,279,474	9,193,234	50.00%	4,596,617
				İskontosuz Ortalama Özsermaye Değeri	100%	14,424,595
				Ödenmiş sermaye		850,000
				İskontosuz Pay Değeri/TL		16.97

Kaynak: A1 Capital

- Çarpan analizi sonucu 15,02 milyar TL ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Değerleme Sonuçları

- Değerleme çalışmasında özsermaye artık getiri değerlendirme analizine %50 ve Çarpan Analizine %50 oranda ağırlık verilmiştir.
- Buna göre 15,09 milyar TL halka arz öncesi piyasa değerine ulaşılmış ve halka arz öncesi özsermaye değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Halka arz iskontosunun ardından 12,07 milyar TL nihai değere ulaşılmıştır.
- Böylelikle hisse başına fiyat 14,20 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
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		
Konsolide Edilmiş İştiraklerin Defter Değeri	-		
Özsermaye Değeri (TL)	15,159,204,271	50.0%	7,579,602,136
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
2.1-Yurt İçi Çarpan Analizi			
F/K Çarpanı (x)	11.22		
Özsermaye Değeri (TL)	19,220,177,702	12.5%	2,402,522,213
Yıllıklandırılmış Net Kar (TL; 30.06.2025)	1,713,031,000		
PD/DD Çarpanı (x)	2.28		
Özsermaye Değeri (TL)	12,020,633,834	12.5%	1,502,579,229

Net Defter Değeri (TL; 30.06.2025)

5,279,474,000

2.2–Yurt Dışı Çarpan Analizi

F/K Çarpanı (x)	11.5		
Özsermaye Değeri (TL)	19,655,956,829	12.5%	2,456,994,604
Yıllıklandırılmış Net Kar (TL; 30.06.2025)	1,713,031,000		
PD/DD Çarpanı (x)	1.7		
Özsermaye Değeri (TL)	9,193,233,665	12.5%	1,449,154,208
Net Defter Değeri (TL; 30.06.2025)	5,279,474,000		
Özsermaye Artık Getiri Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	15,159,204,271	50.0%	7,579,602,136
Çarpan Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	15,022,500,507	50.0%	7,511,250,254
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (TL)		100.0%	15,090,852,389
Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)			850,000,000
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			17.75
İskonto Oranı			20.0%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)			12,070,000,000
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			14.20

Kaynak: A1 Capital

3. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğunu düşünüyoruz. Değerleme sonucu bulunan firma değerine uygulanan %20 halka arz iskontosunu makul buluyoruz. Belirlenen değerleme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında 14,20 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla özsermaye artık getiri analizlerinde yer alan bilgilerin ve varsayımların yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- 2025 ve sonrası her bir yıl için değişken risksiz faiz oranı ve farklılaştırılmış AOSM varsayımını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzerler örneklemelerini doğru buluyoruz.

A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından gerçekleştirilen değerleme çalışmasında kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmaları dikkate alarak yaptığımız incelemeler sonucunda, belirlenen 14,20 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varmış bulunmaktayız.