

**TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu VDMK
Derecelendirme Ön Raporu**

25.11.2025

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Türü	Dolaylı Aktarmalı Temlik Senedi
Kaynak Kuruluş ve Devreden	Tarfin Tarım A.Ş.
Kurucu	Türkiye Menkul Kıymetleştirme Şirketi
Özel Amaçlı Kuruluş (İhraççı)	TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu
Hizmet Sağlayıcı ve İşlem Yöneticisi	Tarfin Tarım A.Ş.
İhraç Hacmi	138,9 mn TL nominal değer (2 grup ve toplam 4 ayrı dilim)
Getiri Oranı %	A grubu %42,68 (Basit), B grubu tertip, A grubu tertip ödemeleri tamamlandıktan sonra gerçekleşen NPL'e göre bakiyesiyle ödenir. (Modellelemede kullanılan faiz oranı olup, ihraç günü değişiklik gösterebilir)
İtfa Türü	A grubu kuponlu olarak 3 ayrı tertip, B grubu kuponlu olarak tek tertip
Risk Tutma Programı	Tarfin Tarım A.Ş. (ihraç hacminin %5'i)
Aşkın Teminatlandırma	%10
Kayıt Kuruluşu	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
Dayanak Mevzuat	SPK'nın Seri: III, No: 58.1 Sayılı "Varlığa Dayalı ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği"
Yatırımcı ve Yükümlülerin Sigorta Kuruluşları	Yoktur.
Tahmini İhraç Tarihi	27.11.2025
İhracın Ağırlıklı Ortalama Ömrü	125 gün
Alacak Senetlerinin Ağırlıklı Ort. Ömrü	82 gün

Adres:

TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu Barbaros Mah. Mor Sümbül Sok. WBC İş Merkezi Blok No:9/36 Ataşehir/İstanbul

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Derecelendirme Notu*	Uzun Vade	Kısa Vade	Uzun Vade	Kısa Vade
	Kıdemli Tertip		Kıdemsiz Tertip	
Ulusal Notu	AA	A1+	AA-	A1+
Uluslararası Yabancı Para Notu	BB	B1	BB	B1
Uluslararası Yerli Para Notu	BB	B1	BB	B1

(*) İhraç öncesi derecelendirme notu geçici nitelikte olup, dayanak varlık terkihi ihracın tamamlanmasına kadar limitlerin içinde kalmak kaydıyla minör değişiklikler gösterebilir.

Güçlü Yönler

- Mevzuat gereği zorunluluk kapsamında ek destek bileşeni olarak %5 risk tutma mekanizmasının uygulanmış olması,
- Risk tutma yükümlülüğüne ek olarak varlık değerine ek %10 oranında aşkın teminatlandırmanın (overcollateralization) varlığı,
- Ödenmeyen senetlerin yasal olarak takibinin senetsiz alacaklara kıyasla kolaylığı,
- Türkiye'deki yerel düzenlemeler sayesinde varlık izolasyonunun gücü,
- Kaynak Kuruluş'un geçmiş tecrübeye sahip olduğu ihraçların aynı zamanda iş modelinin tamamlayıcı unsuru olması,
- Ürün gamına göre bölgesel dağılımın yaygın olması,
- Üretime dayalı finansman sağlaması sebebiyle kaynağın üretim girdisi olarak kullanılması,
- Kaynak kuruluş tarafından verilen dayanak varlık garantörlüğü

Cekinceler

- Alacak havuzundaki yükümlülerin profil çeşitliliğinin sınırlı olması,
- %1,9 oranında, risk skorlaması bulunmayıp ayrı değerlendirmeye tâbi tutulan borçluların varlığı
- Sektör yoğunlaşması nedeniyle, ekonomik veya sektörel riske maruziyet,
- Riske göre dilimleme yapılmamış olması,

Görünüm

"**TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu**" ("Varlık Finansmanı Fonu", "Fon", "Özel Amaçlı Kuruluş" veya "ÖAK"), **Birleşik İpotek Finansmanı A.Ş.** (Türkiye Menkul Kıymetleştirme Şirketi veya "TMKŞ") tarafından 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 58. Maddesine dayanılarak ve TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu iç tüzük hükümlerine göre yönetilmek üzere ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inancılı mülkiyet esaslarına göre fona devredilen varlıkların yönetilmesi amacıyla kurulmuştur.

Fon portföyüne, **Tarfin Tarım A.Ş.** ("Tarfin") tarafından vadeli tarımsal ve hayvansal üretim için gerekli girdi satışına istinaden düzenlenen senetli alacaklar devredilecektir. Geliştirdiği makine öğrenmesine dayalı tarımsal risk skorlama modelini kullanarak, Türk çiftçilerinin gübre, tohum ve yem gibi tüm tarım girdilerine, hasatta ödeme fırsatları ile ulaşmalarını sağlayan Tarfin 2017 yılında Mehmet Memecan tarafından kurulmuştur. Tarfin, 77 ildeki 2000'den fazla yetkili Tarfin satış noktası ve mobil uygulamasıyla çiftçilere hizmet sunmaktadır. Tarfin, tarım alacaklarını yapılandırılmış bir yatırım aracına dönüştürdüğü VDMK ihraçlarını yatırımcılar ile buluşturmaktadır. Tarımsal risk skorlama modeli tarafından onaylanmış çiftçilerin alacakları, bireysel ve kurumsal yatırımcılar ile buluşurken, sağlanan fonlama ile tarım girdilerinin çiftçilere daha uygun fiyatlarla tarım girdilerinin ulaşmasını sağlamaktadır. Tarfin, özel

olarak yapılandırılmış bu Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ("VDMK") ihraçları ile 4. TSPB Sermaye Piyasaları Ödülleri'nde 2018 'Özel Ödül' ve Bonds and Loans Ödülleri 2019'da da "En İyi Yapılandırılmış Tahvil Ürünü" kategorilerinde ödül almıştır. 2025 yılı Mayıs ayında Tarfin'in Uzun Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu 'A', Kısa Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu 'A2' olarak teyit edilmiş ve görünümü 'Durağan' olarak belirlenmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nca 13.02.2025 tarih ve 8/275 sayılı sayılı izniyle onaylanmış 3 milyar TL'ye kadar ihraç belgesi kapsamında, A grubu kuponlu olarak 55,3 milyon TL nominal değerindeki 1.tertip 64 gün vadeli, 44,8 milyon TL nominal değerindeki 2.tertip 124 gün vadeli, 31,8 milyon TL nominal değerindeki 3.tertip 211 gün vadeli olmak üzere toplamda nominal değeri 131,9 milyon TL ihraç tavanına kadar kuponlu olarak ve 7 milyon TL nominal değerli B Grubu 4. tertip 215 gün vadeli kuponlu olarak, toplam 138,9 milyon TL nominal değerli VDMK yerel nitelikli yatırımcılara halka arz olmaksızın ihraç edilecektir. İtfa ödemeleri, fona ait giderler düşüldükten sonra ilk önce A grubunun ilk kademesinden başlayıp B grubuna doğru tamamlanacaktır. Ödemelerde öncelik A grubu tertiplerde olacaktır. A grubu tertiplerin tamamı itfa edildikten sonra B grubu tertip ödemesine geçilecektir. B grubu tertip için itfa tarihinde sırasıyla anapara ve kupon ödemesi gerçekleştirilecektir. B grubu tertipe ilişkin anapara ve kupon ödemesi, fonda kalan bakiyeye göre nominal değer ve kupon ödemesinin altında ya da üzerinde gerçekleştirilebilir. Nakit akışları, hesaplar bazında tertiplere göre ayrıştırılmamış olup, tek bir havuzdan yürütülmektedir. VDMK'ler dolaylı aktarmalı (pay-through) ödemeler yapılacak şekilde ihraç edilecektir.

TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu tarafından "Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1 (Tebliğ)) kapsamında ihraç edilecek VDMK'nin %5'ine denk gelen 6,9 milyon TL'lik kısmı Tebliğ'in 10. Maddesi "Risk Tutma Yükümlülüğü" kapsamında Tarfin tarafından ihraç tarihinde satın alınacak ve risk tutma yükümlülüğü kapsamındaki bu VDMK'ler ilgili itfa tarihlerinde diğer yatırımcıların ödemeleri yapılana kadar satılmaksızın Merkezi kayıt Kuruluşu ("MKK") nezdindeki bir hesapta blokeli olarak tutulacaktır. İtfa günü itfa tutarını karşılayacak tutarın fonda bulunmaması halinde Tarfin tarafından alınan bu %5'lik kısmın hak ettiği tutarlar geriye kalan %95'lik kısma dağıtılacak tutara eklenecektir.

Bunun yanı sıra, borçlunun ödeme yapmaması halinde kullanılmak üzere, fon portföyünün tahsil edemediği tutarların teminatı olarak, teminat varlıklarını fona bedelsiz olarak teslim edeceği varlık devir sözleşmesinde belirtilmiştir. Vade sonu değeri 159,4 milyon TL olan ihraca karşılık, 175,4 milyon TL değerinde senet alınmıştır. Böylece dayanak varlık %10 oranında aşkın teminatlandırma (overcollateralization) güvencesi içermektedir. Fon tarafından beyan edilen bilgilere göre, bu ihraçla birlikte bugüne kadar toplamda 3,9 milyar TL tutarında 40 VDMK ihracı gerçekleşmiş olacaktır.

A.Yapısal ve Hukuki Çerçeve

TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu, Birleşik İpotek Finansmanı A.Ş. tarafından 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 58. Maddesine dayanılarak ve TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu iç tüzük hükümlerine göre yönetilmek üzere ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre fona devredilen varlıkların yönetilmesi amacıyla kurulmuştur.

Bu kredi portföyüne ilişkin varlıklar toplam 4 (dört) tertip şeklinde Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) ihracına konu olacaktır. A grubu 3 (üç) tertip, B grubu 1 (bir) tertipten oluşmaktadır. Devredilecek senet portföyü nominal değeri 55,3 milyon TL ihraç tavanına kadar A Grubu 1. Tertip 64 gün vadeli, nominal değeri 44,8 milyon TL ihraç tavanına kadar A Grubu 2. Tertip 124 gün vadeli, nominal değeri 31,8 milyon TL ihraç tavanına kadar A Grubu 3. Tertip 211 gün vadeli olmak üzere toplamda nominal değeri 131,9 milyon TL ihraç tavanına kadar kuponlu olarak ve 7 milyon TL nominal değerli B Grubu 4. Tertip 215 gün vadeli kuponlu olarak ihraç edilecektir. Dolaylı aktarmalı (pay-through) ödemeler yapılacak şekilde ihraç edilecek VDMK'ler, yerel nitelikli yatırımcılara halka arz olmaksızın satılacaktır. 27 Kasım 2025 tarihinde ihraç edilmesi planlanan VDMK'lerin A grubu tertipe ait vade gün sayıları ve faiz oranlarına ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

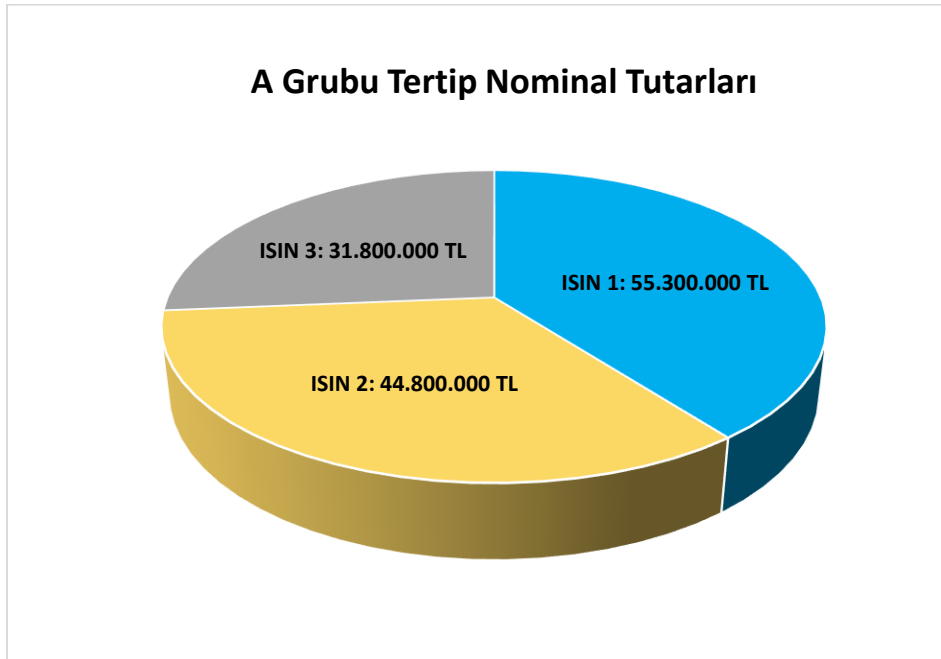
A Grubu Tertipler	Valör/Vade Başlangıcı	İtfa Tarihi	Vade Gün Sayısı	İhraç Tutarı (Nominal)*	Basit %	Bileşik %	Faiz Getirisi	Vade Sonu Değeri
ISIN 1	27.11.2025	30.01.2026	64	55.300.000	43,50%	52,08%	4.217.951	59.517.951
ISIN 2	27.11.2025	31.03.2026	124	44.800.000	42,50%	48,73%	6.468.384	51.268.384
ISIN 3	27.11.2025	26.06.2026	211	31.800.000	41,50%	45,06%	7.628.951	39.428.951
				131.900.000	42,68%	49,25%	18.315.285	150.215.285

(*) İhraç tutarları ve faiz oranları ihraç öncesi modellemede tablodaki gibi hesaplanmış olup, ihraç aşamasında minör değişiklikler olabilir.

TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu tarafından "Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1 (Tebliğ)) kapsamında ihraç edilecek VDMK'nin %5'ine denk gelen 6,9 milyon TL'lik kısmı Tebliğ'in 10. Maddesi "Risk Tutma Yükümlülüğü" kapsamında Tarfin tarafından ihraç tarihinde satın alınacak ve risk tutma yükümlülüğü kapsamındaki bu VDMK'ler ilgili itfa tarihlerinde diğer yatırımcıların ödemeleri yapılana kadar satılmaksızın Merkezi kayıt Kuruluşu ("MKK") nezdindeki bir hesapta blokeli olarak tutulacaktır. İtfa günü itfa tutarını karşılayacak tutarın fonda bulunmaması halinde Tarfin tarafından alınan bu %5'lik kısmın hak ettiği tutarlar geriye kalan %95'lik kısma dağıtılacak tutara eklenecektir.

Bunun yanı sıra, borçlunun ödeme yapmaması halinde kullanılmak üzere, fon portföyünün tahsil edemediği tutarların teminatı olarak, teminat varlıklarını fona bedelsiz olarak teslim edeceği varlık devir sözleşmesinde belirtilmiştir. Vade sonu değeri 159,4 milyon TL olan ihraca karşılık, 175,4 milyon TL değerinde senet alınmıştır. Böylece dayanak varlık %10 oranında aşkın teminatlandırma (overcollateralization) güvencesi içermektedir.

A grubu VDMK'lerin toplam nominal tutarı 131,9 milyon TL olup, modelleme kapsamındaki dağılımı aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.



VDMK'lerin nitelikli yatırımcıya satışında hizmet verecek olan aracı kurum olan Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından yatırımcıyı bilgilendirmek amacıyla duyuru metni ve ihraca ilişkin bilgiler hazırlanıp paylaşılacaktır.

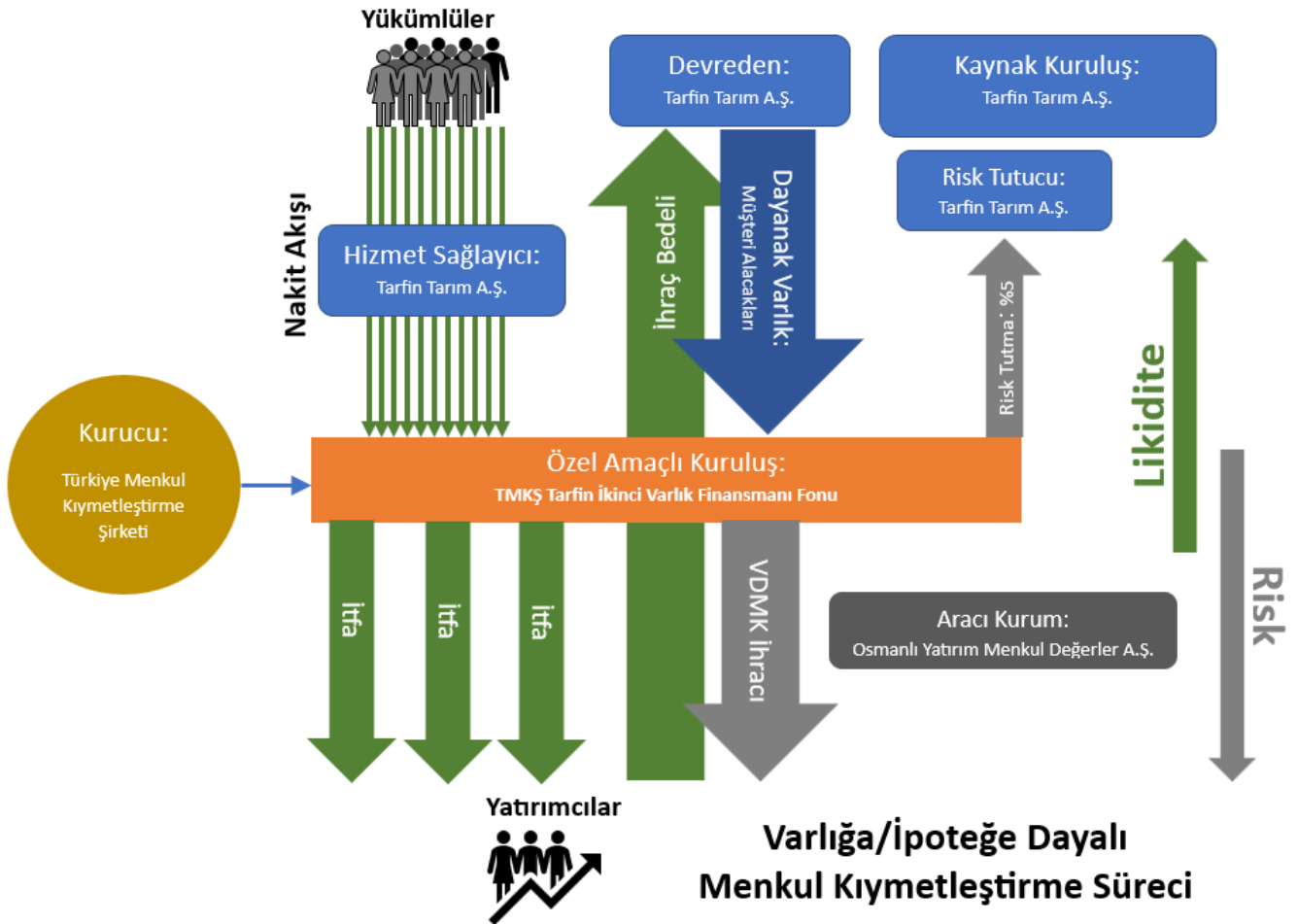
TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu İç Tüzüğü'ne göre; fonun mal varlığı, kurucunun fona hizmet sağlayanların ve kaynak kuruluşların mal varlığından ayrıdır. Fon mal varlığı, ipotēge veya varlığa dayalı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar kurucunun, fona hizmet sağlayanların ve kaynak kuruluşların yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi halinde dahi başka bir amaçla tasarruf edilemez. Kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemez, ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dahil edilemez. Fonun mal varlığı, fon hesabına olması ve fon iç tüzüğünde hüküm bulunması şartıyla kredi almak, türev araç işlemleri, açığa satış işlemleri veya fon adına taraf olunan benzer nitelikteki işlemlerde bulunmak haricinde teminat gösterilemez ve rehnedilemez. Bu haliyle fon yalıtımının sağlandığı ve VDMK'lerin hukuki çerçevede korunduğu kanaatine varılmıştır.

Ayrıca tüzükte, fona devredilen varlıkların Tebliğ, izahname veya ihraç belgesinde belirtilen nitelikleri taşımadığı halde fona devredildiğinin anlaşılması durumunda, kaynak kuruluş, söz konusu varlıkları en geç 10 gün içinde nitelikleri uygun olanlarla değiştirmek zorunda olduğu ifadesine yer verilerek varlık değişim güvencesi sağlanmıştır.

Varlık Devir Sözleşmesinde Fon'a ait malvarlığının kurucu ve hizmet sağlayıcı malvarlığından ayrı olduğunu, varlıkların toplam değerinin %10 tutarındaki teminat varlıklarını ihraç tarihinden itibaren en geç 3 gün içinde Fon'a teslim edeceği, borçlunun ödeme yapmaması halinde teminat olarak alınan varlıkların Tarfin tarafından nakden Fon'a ödeneceği ve her halükarda Fon'a devrettiği senetlere ilişkin olarak müteselsil kefil ve borçlu sıfatıyla Tarfin'in sorumlu olacağı hususunda içerdiği maddeler ile varlık yalıtımı ve temerrüt güvencelerini kapsadığı görülmektedir.

Devredilecek senet portföyü toplamda nominal değeri 138,9 milyon TL ihraç tavanına kadar 2 grup ve 4 farklı tertip halinde kuponlu olarak ihraç edilecektir. Tüm tertiplerin itfa tarihleri birbirinden farklı olacaktır. İtfa ödemeleri, fona ait giderler düşüldükten sonra ilk önce A grubunun ilk kademesinden başlayıp B grubuna doğru tamamlanacaktır. Ödemelerde öncelik A grubu tertiplerde olacaktır. A grubu tertiplerin tamamı itfa edildikten sonra B grubu tertip ödemesine geçilecektir. B grubu tertip için itfa tarihinde sırasıyla anapara ve kupon ödemesi gerçekleşecektir. B grubu tertipe ilişkin anapara ve kupon ödemesi, fonda kalan bakiyeye göre nominal değerin ve kupon ödemesinin altında ya da üzerinde gerçekleşebilecektir. Dolaylı aktarmalı (pay-through) ödemeler yapılacak şekilde ihraç edilmesi planlanmıştır. Nakit akışları, hesaplar bazında tertiplere göre ayrıştırılmamış olup, tek bir havuzdan yürütülmektedir.

TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansman Fonu menkul kıymetleştirme süreci aşağıdaki gibidir:



Fon'un kurucusu Türkiye Menkul Kıymetleştirme şirketi, üç üyeden oluşan bir Fon Kurulu oluşturmuştur. Fon'un üyeleri olarak Alev Sağıroğlu, Ozan Dinçer ve Mehmet Memecan atanmıştır. Fon denetçisi ise Aykut Abdurrahman Çilingir'dir. Fon Kurulu üyelerinden Mehmet Memecan, aynı zamanda kaynak kuruluşun kurucu CEO'sudur.

Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Tebliğ 12. Maddesi 6. Fıkrası uyarınca takvim yılını izleyen üç ay içerisinde fon iç kontrol usul ve esaslarına yönelik yıllık denetim sonuçları raporlanmaktadır. Bununla beraber her ihraç için ihraç gerçekteştikten sonra ilgili ihraç belgesi ve diğer düzenlemelere uygun varlıkların devir alınıp alınmadığı kontrol edilmekte ve fon kuruluna sonuçlar iletilmektedir. Haftalık olarak ise fon varlıklarının ödeme ve aksama durumları, itfa kabiliyetleri, karşı taraf mutabakatları, alacakların devam edip etmediği gibi durumlar takip edilmekte olup fon hesaplarına gelen ödemelerin ilgili bankalar nezdinde tutulduğu teyit edilerek fon kurulu üyelerine bildirilmektedir.

B. Kaynak Kuruluş ve Hizmet Sağlayıcı Analizi

Geliştirdiği makine öğrenmesine dayalı tarımsal risk skoruması modelini kullanarak, Türk çiftçilerinin gübre, tohum ve yem gibi tüm tarım girdilerine, hasatta geri ödeme fırsatları ile ulaşmalarını sağlayan Tarfin, 2017 yılında Mehmet Memecan tarafından kurulmuştur. Tarfin, 77 ildeki 2000'den fazla yetkili Tarfin satış noktası ve mobil uygulamasıyla çiftçilere hizmet sunmaktadır. Tarfin, tarım alacaklarını yapılandırılmış bir yatırım aracına dönüştürdüğü VDMK ihraçlarını yatırımcılar ile buluşturmaktadır. Tarımsal risk skoruması modeli tarafından onaylanmış çiftçilerin alacakları, bireysel ve kurumsal yatırımcılar ile buluşurken, sağlanan fonlama ile tarım girdilerinin çiftçilere daha uygun fiyatlarla ulaşmasını sağlamaktadır. Bu anlamda, yapılandırılmış finansman ve ilgili VDMK ihraçları, Tarfin'in iş modelinin ayrılmaz bir unsurunu oluşturmaktadır. Nitekim, Tarfin, bu ihraçla birlikte bugüne kadar yapılan 3,9 milyar TL tutarında 40 VDMK ihracı ile tarım girdilerinin vadeli satışlarını gerçekteştirerek VDMK ihraçlarında kapsamlı deneyime sahip olduğunu göstermiştir. 2025 yılı Mayıs ayında Tarfin'in Uzun Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu 'A', Kısa Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu 'A2' olarak teyit edilmiş ve görünümü 'Durağan' olarak belirlenmiştir.

Tarfin, gübre, tohum, yem ve benzeri ürünlerin vadeli satışını yaparken borçlulardan senet almadan önce, makine öğrenmesiyle oluşturduğu "Karar Destek Sistemi" süreciyle borçlunun KKB skoru, yaşı, önceki ödeme performansı, çiftçi kayıt sistemindeki bilgilerini kontrol edip ürün satışını gerçekteştirmektedir. Tarfin'in organizasyon, muhasebe, insan kaynakları, bilgi teknolojileri, hukuk ve denetim mekanizmalarının yeterli olduğu kanaatine varılmıştır.

Yükümlü vefatları ve dayanak varlık yapısını etkileyecek durumlara dair istatistikler kaynak kuruluşça sağlanmış ve NPL (Non-Performing Loans; Takipteki krediler) oranı hesaplamalarına dahil edilmiştir. Tarfin tarafından sağlanan bilgilere göre, raporlama tarihi itibarıyla tüm zamanlara ait satışların NPL oranı %3,3'tür.

TMKş Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu organizasyonunda, hizmet sağlayıcı görevini aynı zamanda kaynak kuruluş olan Tarfin Tarım A.ř. üstlenmiştir. İmzalanan Hizmet Sözleşmesi kapsamında Tarfin, varlıkların ilk tahsilat tarihini takiben aylık olarak fon varlıklarına ilişkin tüm nakit akım bilgileri, ödeme tarihleri ve bakiye bilgisini de içeren raporları sunacağını, fon portföyüne ilişkin tahsilatların ve her türlü nakit akışlarının kendi varlıklarından ayrı olarak kaydedilmesi, saklanması, takip edilmesi, devre konu varlıklardan tüm nakit akışına ilişkin bilgilerin, ödeme zamanlarının bakiye borç bilgisini de gösterecek şekilde günlük olarak Fon'a raporlanması, Fon'un ihtiyaç duyacağı bilgi teknolojileri, hukuki danışmanlık, muhasebe, operasyon, saklama ve diğer yönetim hizmetlerini gerçekteştireceğini taahhüt etmiştir. Ayrıca, Tarfin'in garantörlük kapsamında tahsilat sonrası Fon'un hesabına zamanında aktarılacağı hususu hizmet sözleşmesi ile tanımlanmıştır.

C. Dayanak Varlık Analizi

Dayanak Varlık Portföy Yapısı

Tarfin, gübre, tohum, yem ve benzeri ürünlerin vadeli satışı öncesi makine öğrenmesiyle oluşturduğu "Karar Destek Sistemi"yle gerekli kontrolleri yaptıktan sonra borçludan senet almaktadır. Fon portföyüne dahil edilen dayanak varlıkların Findex risk skoruna göre dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Fon portföyünde 647 adet senet yer almakta olup nakit akışlarının ağırlıklı ortalama vadesi 82 gün'dür. Senetlerin ağırlıklı ortalama vadesinin ihracın ağırlıklı ortalama vadesinden (125 gün) düşük olması tarafımızca olumlu addedilmiştir.

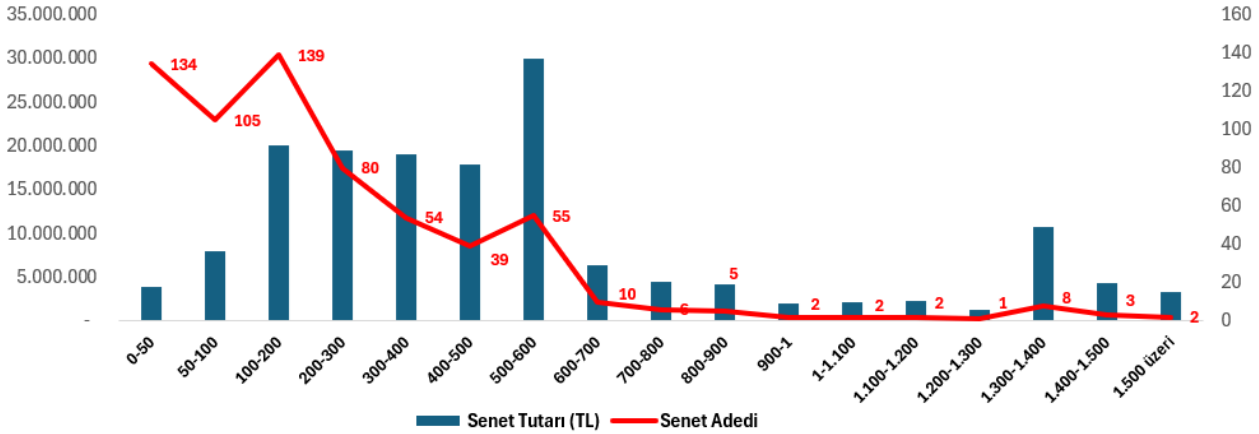
Findex Skor Aralık	Toplam Senet Tutarı	Toplamdaki Payı	Senet Adedi
n/a	3.003.150	1,9%	32
900-1200	33.024.350	20,7%	148
1200-1350	31.604.300	19,8%	155
1350-1400	18.558.750	11,6%	61
1400-1600	41.688.150	26,1%	151
1600-1900	31.540.950	19,8%	100
Genel Toplam	159.419.650	100,0%	647

Risk grupları 6 risk aralığı itibariyle incelenmiş olup, yukarıdaki tabloda dağılımı görülmektedir. %1,9 oranındaki grubun KBB skoru bulunmamakta olup, bunların risk analizi, Kaynak Kuruluş tarafından içsel scoring mekanizmalarıyla belirlenmektedir. Kaynak kuruluş, KKB skoru bulunmayan yükümlüler ile ilgili olarak, geçmiş performans, değişken kota takip sistemi, yaş gruplaması, çiftçi kayıt sistemi üzerinden takip gibi yöntemlerle risk skorlaması sistemi işletmektedir.

Senet Tutar Aralığı (TL)	Senet Adedi	Senet Tutarı (TL)	Toplamdaki Payı
0-50.000	134	3.937.450	2,5%
50.000-100.000	105	7.986.800	5,0%
100.000-200.000	139	20.108.700	12,6%
200.000-300.000	80	19.542.250	12,3%
300.000-400.000	54	19.030.550	11,9%
400.000-500.000	39	17.876.600	11,2%
500.000-600.000	55	29.951.850	18,8%
600.000-700.000	10	6.299.300	4,0%
700.000-800.000	6	4.515.650	2,8%
800.000-900.000	5	4.170.700	2,6%
900.000-1.000.000	2	1.940.350	1,2%
1.000.000-1.100.000	2	2.082.750	1,3%
1.100.000-1.200.000	2	2.334.950	1,5%
1.200.000-1.300.000	1	1.250.000	0,8%
1.300.000-1.400.000	8	10.782.400	6,8%
1.400.000-1.500.000	3	4.320.500	2,7%
1.500.000 üzeri	2	3.288.850	2,1%
Genel Toplam	647	159.419.650	100,0%

Dayanak varlık olan senetlerin %25,7'si 600 bin TL üzeri senetlerden oluşmakta olup, senetlerin dağılımı yandaki tabloda gösterilmiştir.

Senetlerin Tutarına Göre Dağılımı



Varlık Finansmanı Fonu'na devredilecek senetlerin imza aşamasında borçlusunun,

- Son 12 ay içerisinde kanuni takibe intikal eden kredisinin bulunmaması,
- Haklarında en az bir banka tarafından vefat bildirimi yapılmamış olması,
- Son 12 ay içerisinde zarara atılmış kredisini, varlık yönetim şirketine devredilmiş borçları bulunmaması,
- 90 gün geçmiş ve ödenmemiş borcunun bulunmaması,
- 70 yaşının altında olması,
- Varsa KKB skorunun 900 ve üzerinde olması

Bu kriterlerin yanısıra, aşağıdaki kriterler dikkate alınarak yapılan bir hesaplama ve KKB skoru dikkate alınarak onay verilecek borçlulara ait senetler fon portföyüne alınacaktır.

- Açık ve kapanmış senetlerde taksit ödeme gecikmeleri,
- Geçmiş idari/kanuni takip kayıtları,
- Güncel bireysel ve ticari gecikmedeki bakiye oranları,
- Konut kredisinin varlığı ve limit kullanım oranı,
- Kredi kart limitleri ve kullanım oranı,
- Tüketici kredisi kullanım oranı ve sıklığı,
- Çiftçi kayıt sistemindeki arazi büyüklüğünün ve hayvan sayısının dikkate alınması hususu ihraç belgesinde belirtilmiştir.

Risk tutma yükümlülüğü kapsamında, ihraç edilen VDMK'lerin vade sonu değerinin %10'una karşılık gelen ve Tarfin tarafından üstlenilen bir senet portföyü, teminat olarak fon tarafından devralınacak olup, böylelikle tahsilatlarda yaşanabilecek gecikmelerin fona etkisi azaltılacaktır.

Dayanak Varlık Yaşı

Fon portföyüne Tarfin tarafından vadeli tarımsal ve hayvansal üretim için gerekli girdi satışına istinaden düzenlenen senetler devredilecektir. Dayanak varlık olan senetlerin vadeye kalan gün sayıları 6 ila 197 gün arası değişmekte olup ortalama senet vadelerinin ve ortalama vadeye kalan günlerin tutar aralıklarına göre dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Senet Tutar Aralığı (TL)	Senet Adedi	Ortalama Senet Yaşı (Gün)	Ortalama Vadeye Kalan Gün
0-50.000	134	177	76
50.000-100.000	105	183	71
100.000-200.000	139	181	79
200.000-300.000	80	191	74
300.000-400.000	54	189	76
400.000-500.000	39	165	75
500.000-600.000	55	183	90
600.000-700.000	10	229	63
700.000-800.000	6	208	68
800.000-900.000	5	185	81
900.000-1.000.000	2	272	77
1.000.000-1.100.000	2	200	22
1.100.000-1.200.000	2	185	50
1.200.000-1.300.000	1	122	93
1.300.000-1.400.000	8	168	62
1.400.000-1.500.000	3	211	101
1.500.000 üzeri	2	314	105
Genel Toplam	647		

Finansal Rasyolar

VDMK'nin türü dolaylı aktarmalı temlik senedi niteliğinde (pay-through) olup, dayanak varlık, risk tutma yükümlülüğüne ek olarak borçlunun ödeme yapmaması halinde kullanılmak üzere, fon portföyünün tahsil edemediği tutarların teminatı olarak, teminat varlıklarını fona bedelsiz olarak teslim edeceği varlık devir sözleşmesinde belirtilmiştir. Böylece dayanak varlık aşkın teminatlandırma (overcollateralization) güvencesi içermektedir. Vade sonu değeri 159,4 milyon TL olan ihraca karşılık, 175,4 milyon TL değerinde senet alınmıştır.

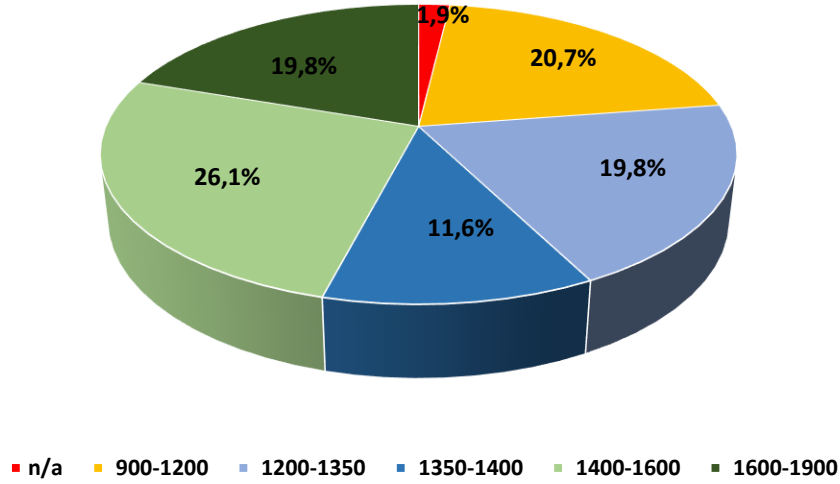
Buna göre, varlığa dayalı menkul kıymetler kapsamında dayanak varlık niteliğindeki kredilerden gelecek anapara ve faiz dahil toplam net nakit akışının, anapara, faiz ve masraflar dahil toplam ihraç yükümlülüğüne kıyasla borç servisi karşılama açısından yeterli olduğu görülmektedir.

Kredi Skor Dağılımı

Dayanak varlık kredi skor aralığı, VDMK dayanak varlık havuzunu oluşturan kredilerin yükümlülerinin kredi puanı yelpazesini ifade ettiğinden, kredi puanı aralığı değerlendirmesi, varlık havuzundaki kredi riskinin çeşitlendirme düzeyini ölçmektedir. Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi, risk grupları 6 risk aralığı itibarıyla incelenmiş olup, risk skoruna göre dağılımı aşağıdaki grafikte gösterilmiştir. %1,9 oranındaki grubun KBB skoru bulunmamakta olup, bunların risk analizi, Kaynak Kuruluş tarafından içsel scoring mekanizmalarıyla belirlenmektedir. Kaynak kuruluş, KKB skoru bulunmayan yükümlüler ile ilgili

olarak, geçmiş performans, değişken kota takip sistemi, yaş gruplaması, çiftçi kayıt sistemi üzerinden takip gibi yöntemlerle risk skorlaması sistemi işletmektedir.

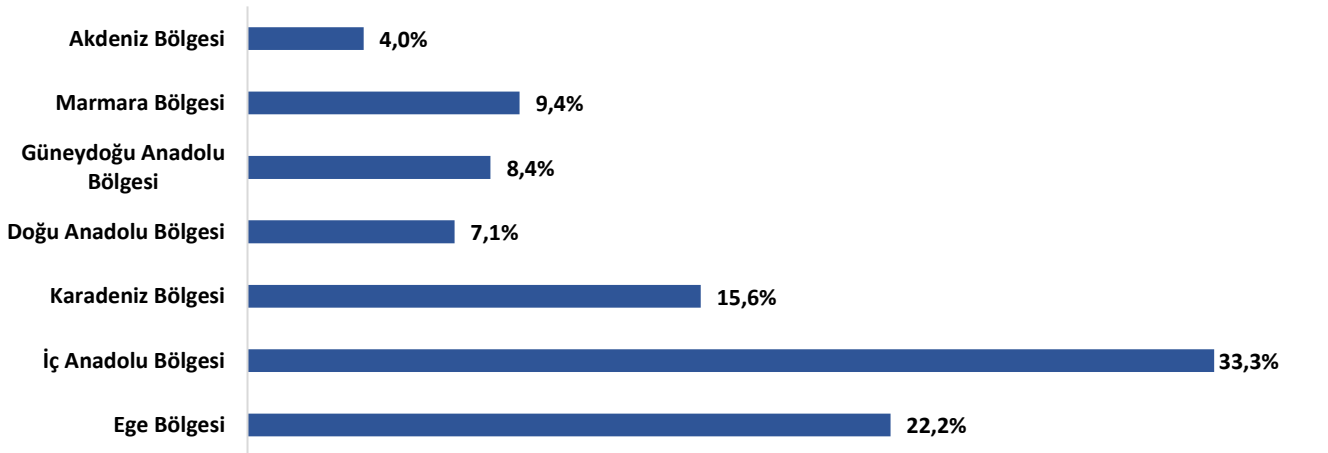
Dayanak Varlık Tutarlarının Risk Skorlarına Göre Dağılımı



Dayanak varlık alacak havuzu, kaynak Kuruluş Tarfin’den gübre, tohum ve yem gibi her türlü tarım girdisi satın alan çiftçilerin senetli borçlarından oluşmaktadır. Buna göre alacak havuzunun %33,3’ü tarım faaliyetlerinin yoğun olduğu İç Anadolu Bölgesi, %22,2’si Ege Bölgesi, %15,6’sı Karadeniz Bölgesi ve %9,4’ü Marmara Bölgesi olmak üzere Türkiye’nin 7 bölgesine yayılmıştır.

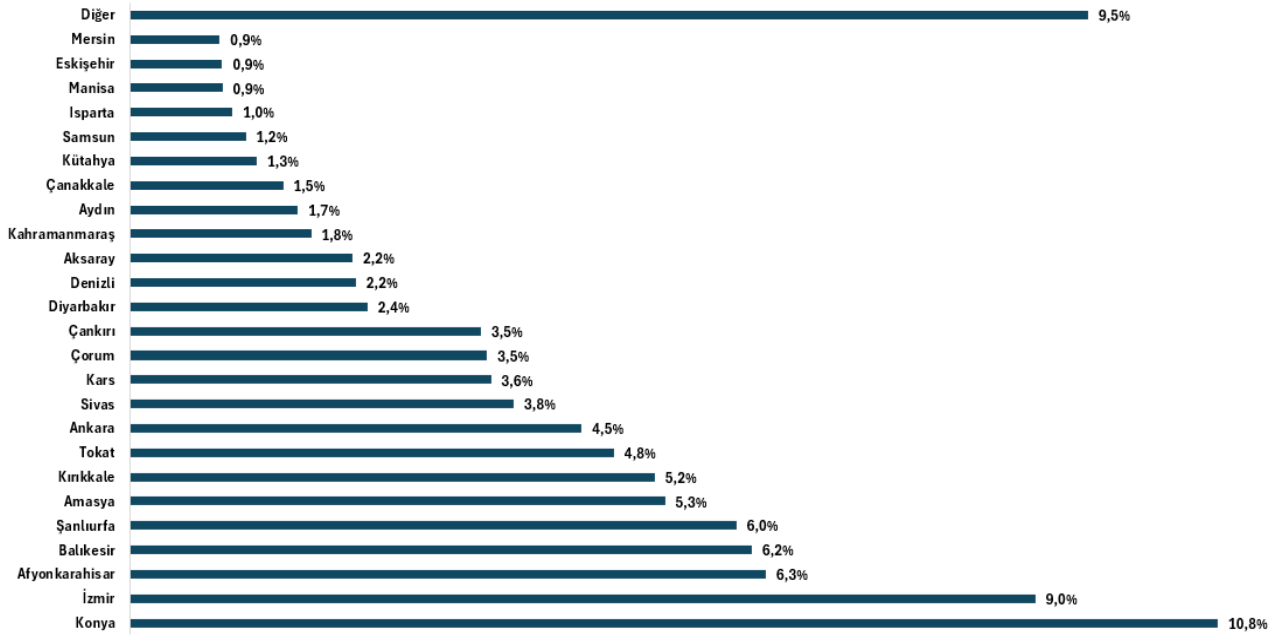
Coğrafi Dağılımı

Dayanak Varlıkların Coğrafi Dağılımı



Aşağıdaki grafikte, dayanak varlık havuzunu oluşturan senetlerin illere göre dağılımı gösterilmiştir.

Dayanak Varlıkların İllere Göre Dağılımı



Teminat Sigortası ve Güvenceleri

TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu tarafından "Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1 (Tebliğ)) kapsamında ihraç edilecek VDMK'nin %5'ine denk gelen 6,9 milyon TL'lik kısmı Tebliğ'in 10. Maddesi "Risk Tutma Yükümlülüğü" kapsamında Tarfin tarafından ihraç tarihinde satın alınacak ve risk tutma yükümlülüğü kapsamındaki bu VDMK'ler ilgili itfa tarihlerinde diğer yatırımcıların ödemeleri yapılana kadar satılmaksızın Merkezi kayıt Kuruluşu ("MKK") nezdindeki bir hesapta blokeli olarak tutulacaktır. İtfa günü itfa tutarını karşılayacak tutarın fonda bulunmaması halinde Tarfin tarafından alınan bu %5'lik kısmın hak ettiği tutarlar geriye kalan %95'lik kısma dağıtılacak tutara eklenecektir.

VDMK'nin türü dolaylı aktarmalı temlik senedi niteliğindedir (pay-through). TMKŞ tarafından beyan edilen bilgilere göre; İhraca konu edilen senetlere yapılan geri ödemeler, fon hesaplarına aktarıldıktan sonra nemaya konu edilecektir. VDMK modeli nema olmayacağı varsayımı ile kurgulandığından, elde edilecek olan nema tutarı ek güvence sağlayabilmektedir. İlgili tarihlerdeki itfalar gerçekleştikten sonra nemadan kaynaklı fon dibinde kalacak olan tutar kaynak kuruluşu geri ödenecektir. Dayanak varlık, risk tutma yükümlülüğüne ek olarak borçlunun ödeme yapmaması halinde kullanılmak üzere, fon portföyünün tahsil edemediği tutarların teminatı olarak, teminat varlıklarını fona bedelsiz olarak teslim edeceği varlık devir sözleşmesinde belirtilmiştir. Vade sonu değeri 159,4 milyon TL olan ihraca karşılık, 175,4 milyon TL değerinde senet alınmıştır. Böylece dayanak varlık %10 oranında aşkın teminatlandırma (overcollateralization) güvencesi içermektedir. Bunlar dışında dayanak varlıklara ait başkaca bir sigorta, teminat veya üçüncü taraf garantisi bulunmamaktadır.

TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu tarafından gerçekleştirilen bu ihracın güncel mevzuata uygun olarak yürütüldüğü görülmüştür.

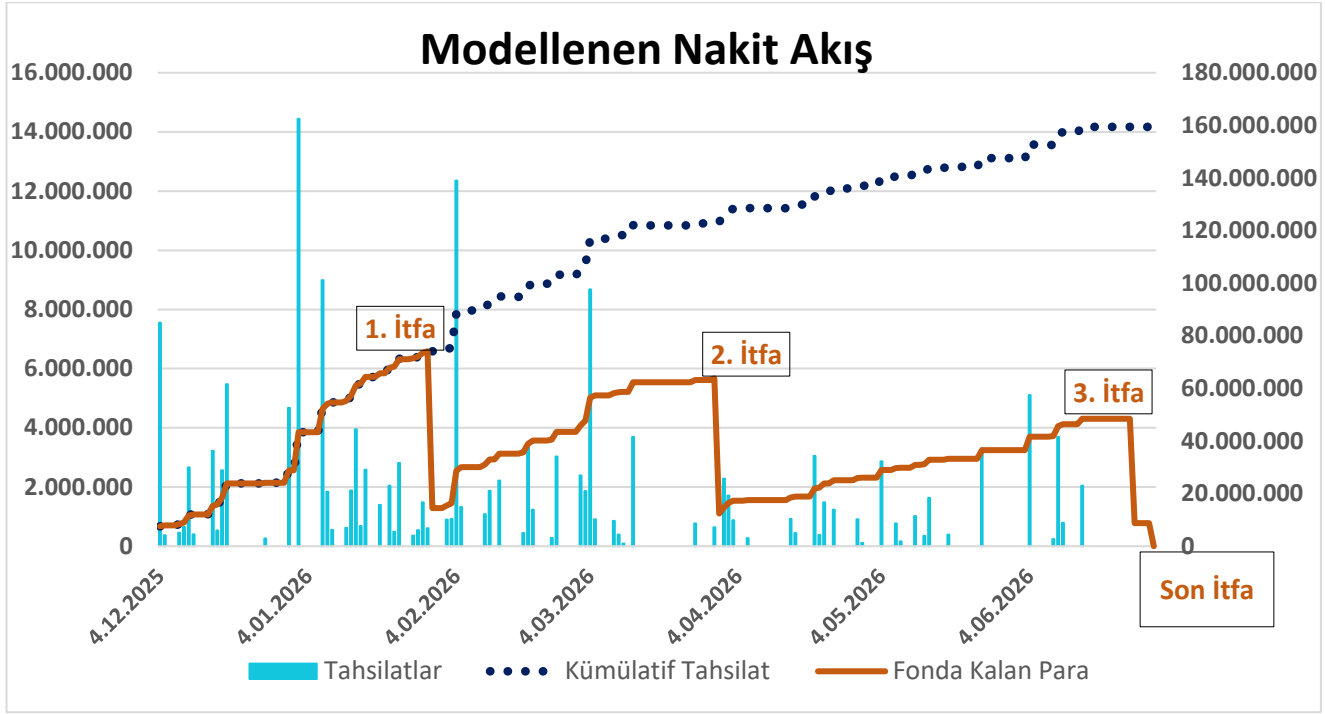
D. Nakit Akış Analizi

Nakit akış analizi, dayanak varlığı oluşturan alacaklara ilişkin yükümlüler tarafından fona yapılan ödemeler ve fon tarafından yatırımcılara yapılan ödemelerin dengesini ve paternini kapsar.

Devredilecek senet portföyü A grubu kuponlu olarak 55,3 milyon TL nominal değerindeki 1.tertip 64 gün vadeli, 44,8 milyon TL nominal değerindeki 2.tertip 124 gün vadeli, 31,8 milyon TL nominal değerindeki 3.tertip 211 gün vadeli olmak üzere toplamda nominal değeri 131,9 milyon TL ihraç tavanına kadar kuponlu olarak ve 7 milyon TL nominal değerli B Grubu 4. Tertip 215 gün vadeli kuponlu olarak, toplam 138,9 milyon TL nominal değerli VDMK yerel nitelikli yatırımcılara halka arz olmaksızın ihraç edilecektir. İtfa ödemeleri, fona ait giderler düşüldükten sonra ilk önce A grubunun ilk kademesinden başlayıp B grubuna doğru tamamlanacaktır. Ödemelerde öncelik A grubu tertiplerde olacaktır. A grubu tertiplerin tamamı itfa edildikten sonra B grubu tertip ödemesine geçilecektir. B grubu tertip için itfa tarihinde sırasıyla anapara ve kupon ödemesi gerçekleşecektir. B grubu tertipe ilişkin anapara ve kupon ödemesi, fonda kalan bakiyeye göre nominal değer ve kupon ödemesinin altında ya da üzerinde gerçekleşebilecektir. Nakit akışları, hesaplar bazında tertiplere göre

ayrıştırılmamış olup, tek bir havuzdan yürütülmektedir. VDMK'ler dolaylı aktarmalı (pay-through) ödemeler yapılacak şekilde ihraç edilecektir.

Buna göre, senet tahsilatları ve itfaların akışı aşağıdaki grafikte gösterilmektedir:



İhraç Masrafları

Tebliğe göre, ihraçla ilgili Hizmet Sağlayıcı, Aracı Kurum, Borsa, MKK, Takasbank, Vergi Daireleri, ISIN Kodu, Derecelendirme, Fon Kurulu Üye ücretleri, Bağımsız Denetim, Fon saklama, Fon denetimi, Hukuk, Muhasebe vb. masrafların toplamı, dayanak varlık portföy toplamının nominal değerinin %0,5'ini geçmeyecektir. Fonun ilgili ihraçla ilgili yapmakta olduğu masrafların kayıt altına alınmakta olduğu ve belirtilen üst sınıra uygun olarak yürütüldüğü görülmüştür.

Faiz Duyarlılığı

Dayanak varlık havuzundaki varlıkların ve ihraç edilecek VDMK'lerin ağırlıklı ortalama vadeleri sırasıyla 82 gün ve 125 gündür. Buna göre, VDMK'lerin faiz oranlarına duyarlılığının kabul edilebilir ölçüde olduğu görüşüne varılmıştır.

E. Kredi Güçlendirme Faktörleri Analizi

TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu tarafından "Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1 (Tebliğ)) kapsamında ihraç edilecek VDMK'nin %5'ine denk gelen 6,9 milyon TL'lik kısmı Tebliğ'in 10. Maddesi "Risk Tutma Yükümlülüğü" kapsamında Tarfin tarafından ihraç tarihinde satın alınacak ve risk tutma yükümlülüğü kapsamındaki bu VDMK'ler ilgili itfa tarihlerinde diğer yatırımcıların ödemeleri yapılana kadar satılmaksızın Merkezi kayıt Kuruluşu ("MKK") nezdindeki bir hesapta blokeli olarak tutulacaktır. İtfa günü itfa tutarını karşılayacak tutarın fonda bulunmaması halinde Tarfin tarafından alınan bu %5'lik kısmın hak ettiği tutarlar geriye kalan %95'lik kısma dağıtılacak tutara eklenecektir.

VDMK'nin türü dolaylı aktarmalı temlik senedi niteliğindedir (pay-through). TMKŞ tarafından beyan edilen bilgilere göre; İhraca konu edilen senetlere yapılan geri ödemeler, fon hesaplarına aktarıldıktan sonra nemaya konu edilecektir. VDMK modeli nema olmayacağı varsayımı ile kurgulandığından, elde edilecek olan nema tutarı ek güvence sağlayabilmektedir. İlgili tarihlerdeki itfalar gerçekleştikten sonra nemadan kaynaklı fon dibinde kalacak olan tutar kaynak kuruluşa geri ödenecektir. Dayanak varlık, risk tutma yükümlülüğüne ek olarak borçlunun ödeme yapmaması halinde kullanılmak üzere, fon portföyünün tahsil edemediği tutarların teminatı olarak, teminat varlıklarını fona bedelsiz olarak teslim edeceği varlık devir sözleşmesinde belirtilmiştir. Vade sonu değeri 159,4 milyon TL olan ihraca karşılık, 175,4 milyon TL değerinde senet alınmıştır. Böylece dayanak varlık %10 oranında aşkın teminatlandırma (overcollateralization) güvencesi içermektedir. Mevzuatta öngörülen risk tutma yükümlülüğü dışında bir yedek hesap veya ilgili veya üçüncü taraflarca sağlanmış garanti bulunmamaktadır.

Mevzuatça zorunlu olan veya bunun dışında olası temerrüt riskine karşı fazladan nakit rezerv hesapları veya benzeri önlemler yer almamaktadır.

Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği'ne göre, Fon yalnızca nakit yönetimi amacıyla ve varlıklar toplamının %1'ini geçmeyecek tutarda borçlanabilmektedir. Uygulanan nakit akış modeline ve tarafımıza verilen bilgilere göre Fon'un herhangi bir borçlanma ihtiyacı olmayacağı görülmektedir.

F. Makroekonomik Görünüm

Dayanak varlık havuzundaki varlıkların performansını etkileyebilecek temel makroekonomik faktörler ile dayanak varlıkların ve ihracın ağırlıklı ortalama vadesi (sırasıyla 82 gün ve 125 gün) değerlendirildiğinde ekonomik değişkenlere duyarlılığının absorbe edilebilir olduğu görüşüne varılmıştır.

Aşağıdaki tabloda, 2024 yılında %3,0 oranında büyüyen Türkiye ekonomisine ilişkin IMF, OECD ve Dünya Bankası'nın 2025-2026 yılları son resmi büyüme tahminleri verilmektedir. Dünya Bankası, Küresel Ekonomik Beklentiler raporunda Türkiye için 2025 büyüme tahminini %2,6 ve 2026 için %3,8 olarak belirlemiştir. OECD Ekonomik Görünüm raporunda, Türkiye için 2025 yılı GSYH büyüme tahmini %2,6 ve 2026 yılı için %4,0 olarak belirlemiştir. IMF, Küresel Ekonomik Görünüm raporunda, Türkiye ekonomisinin bu yıl %2,6 ve 2026'da %3,2 büyüyeceğini tahmin etmiştir.

Kurum	Kaynak	2025		2026	
		(Güncel)	(Önceki)	(Güncel)	(Önceki)
IMF	Ocak 2025 Küresel Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Ekim 2024)	%2,6↓	%2,7	%3,2↔	%3,2
Dünya Bankası	Ocak 2025 Ekonomik Güncelleme Raporu (önceki: Haziran 2024)	%2,6↓	%3,6	%3,8↓	%4,3
OECD	Aralık 2024 Ekonomik Güncelleme Raporu (önceki: Eylül 2024)	%2,6↓	%3,1	%4,0↔	%4,0

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2024 yılı Ocak ayı faiz oranını 250 baz puan arttırarak %45'e yükseltmiş., Şubat ayında %45'te sabit tutarken Mart ayında 500 baz puan arttırarak %50'ye yükselttikten sonra Nisan, Mayıs, Haziran, Temmuz, Ağustos, Eylül, Ekim ve Kasım ayı toplantılarında politika faizini sabit tutmuştur. TCMB, Aralık ayında faizi 250 baz puan indirerek %47,5 seviyesine çekmiştir. 2025 yılına hızlı bir faiz indirimi süreciyle giren TCMB, Ocak ve Şubat aylarında politika faizini toplam 500 baz puan azaltarak %42,5 seviyesine çekmiştir. Mart ayında ise yön değiştirerek politika faizini %46'ya yükseltmiştir. Haziran ayında faiz oranı sabit bırakılırken, Temmuz ayında yeniden gevşeme politikasına dönüşmüş ve 300 baz puanlık indirimle faiz %43'e düşürülmüştür. Eylül ayında gerçekleştirilen toplantıda politika faizi 250 baz puanlık ek indirimle %40,5'e çekilmiş, Ekim ayında ise 100 baz puan daha indirimle gidilerek %39,50 seviyesine gerilemiştir.

Dünya Bankası Türkiye Ülke Direktörü Türkiye'de devam eden 17 milyar \$ tutarındaki programa ek olarak, üç yıl içinde Dünya Bankası Yönetim Kurulu'na 18 milyar \$ tutarındaki yeni operasyonlar hazırlamayı ve sunmayı öngördüklerini belirtmiştir.

Rapor tarihimiz itibarıyla temel makro ekonomik gelişmeler aşağıdaki tabloda özetlenebilir:

Gösterge	Güncel Değer	Önceki Değer	Açıklama
Büyüme (TÜİK)	2025-Q2 4,8%	2025-Q1 2,0%	GSYH 2025 yılı ikinci çeyrek ilk tahmini; zincirlenmiş hacim endeksi olarak, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %4,8 artmıştır. 2025 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki yıla göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak; inşaat %10,9, bilgi ve iletişim faaliyetleri, %7,1, sanayi sektörü %6,1, ticaret, ulaştırma, konaklama ve yiyecek hizmetleri %5,6, mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri %5,4, ürün üzerindeki vergiler eksi sübvansiyonlar %3,0, finans ve sigorta faaliyetleri %2,6, gayrimenkul faaliyetleri %2,6 ve diğer hizmet faaliyetleri %2,1 artmıştır. Tarım sektörü %3,5, kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri ise %1,2 azalmıştır.
İşsizlik (TÜİK)	2025/09 8,6%	2025/08 8,6%	15 ve daha yukarı yaştaki kişilerde işsiz sayısı 2025 yılı Eylül ayında bir önceki aya göre 12 bin kişi artarak 3 milyon 75 bin kişi olmuştur. İşsizlik oranı ise değişim göstermeyerek %8,6 seviyesinde gerçekleşmiştir. İstihdam edilenlerin sayısı 2025 yılı Eylül ayında bir önceki aya göre 200 bin kişi azalarak 32 milyon 491 bin kişi, istihdam oranı ise 0,3 puan azalarak %48,9 olmuştur.
Enflasyon TÜFE ÜFE (TÜİK)	2025/10 32,87% 27,00%	2025/09 33,29% 26,59%	TÜFE 2025 yılı Ekim ayında bir önceki aya göre %2,55, bir önceki yılın Aralık ayına göre %28,63, bir önceki yılın aynı ayına göre %32,87 ve on iki aylık ortalamalara göre %37,15 artış olarak gerçekleşmiştir. Yİ-ÜFE 2025 yılı Ekim ayında bir önceki aya göre %1,63 artış, bir önceki yılın Aralık ayına göre %25,67 artış, bir önceki yılın aynı ayına göre %27,00 artış ve on iki aylık ortalamalara göre %25,49 artış göstermiştir.

Gösterge	Güncel Değer	Önceki Değer	Açıklama
Sanayi Üretim Endeksi (TÜİK)	<u>2025/09</u> 2,9%	<u>2025/08</u> 7,3%	2025 yılı Eylül ayında Sanayi üretimi yıllık %2,9 artmıştır. Sanayinin alt sektörleri incelendiğinde madencilik ve taş ocaklığı sektörü endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %3,1, imalat sanayi sektörü endeksi %2,7 ve elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksi %5,3 artmıştır.
Otomobil ve Hafif Ticari Araç Satışları (ODD)	<u>2025/10</u> 1.043.796	<u>2025/09</u> 927.647	Türkiye otomobil ve hafif ticari araç toplam pazarı, 2025 yılı Ekim döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %10,20 oranında artarak 1.043.796 adet olarak gerçekleşmiştir. Otomobil satışları, 2025 yılı Ekim döneminde geçen yıla göre %10,98 oranında artarak 833.382 adet, hafif ticari araç pazarı ise %7,23 artarak 210.414 adet olmuştur.
Konut Satışları (TÜİK)	<u>2025/10</u> 164.306	<u>2025/09</u> 150.657	Türkiye genelinde konut satışları Ekim ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %0,5 oranında azalarak 164 bin 306 olmuştur. Konut satışlarında İstanbul 26 bin 305 konut satışı ile en yüksek paya sahip olmuştur.
Türkiye İmalat PMI (İSO-IHS Markit)	<u>2025/10</u> 46,5	<u>2025/09</u> 46,7	Türkiye İmalat Ekim ayında 46,5 seviyesine gerilemesiyle imalat sanayi sektörünün faaliyet koşullarında bozulmanın devam ettiği görülmektedir. Üretimde yavaşlama eğilimi 19. aya ulaşmıştır. Bu durum, müşteri talebinde zayıflamaya ve buna bağlı olarak yeni siparişlerde yavaşlamaya işaret etmiştir. Yeni siparişlerdeki gerileme nispeten hafiflemekle birlikte Ekim ayında da sürmüştür. Zayıflama, iç talepte olduğu gibi ihracat pazarlarında da gözlenmiş ve böylece yurt dışından alınan yeni siparişler de Ekim ayında yavaşlama sergilemiştir. Yeni siparişlerin azalmasıyla birlikte imalatçılar, ayrılan personelin yerine işe alım yapma ve ek girdi satın alma konusunda isteksiz davranmıştır. Bunun sonucu olarak istihdam, satın alma faaliyetleri ve girdi stoklarında azalma kaydedilmiştir. Girdi talebindeki düşüş ise bazı firmalarda tedarikçilerin teslimatlarını hızlandırabilmelerini sağlamıştır. İzlenen 10 sektörün tamamında üretimin yavaşladığı görülmüştür. En keskin üretim daralması kara ve deniz taşıtlarında kaydedilirken, yeni siparişlerde 10 sektörden yalnızca birinde görülen genişleme sayesinde kısmen daha pozitif bir görünüm ortaya çıkmıştır. Gıda ürünlerinde yeni siparişler üst üste üçüncü ayda da artış göstermiş, ancak bu artış ılımlı düzeyde kalmıştır. Buna karşılık, en sert düşüş ağaç ve kâğıt ürünlerinde yaşanırken, yeni ihracat siparişlerinde en belirgin yavaşlama tekstil ürünlerinde gerçekleşmiştir.
Euro Bölgesi İmalat PMI (IHS Markit)	<u>2025/10</u> 50,0	<u>2025/09</u> 49,8	IHS Markit'in açıkladığı Euro Bölgesi imalat satın alma yöneticileri endeksi (PMI) Eylül ayında 49,8 iken Ekim ayında 50,0 seviyesinde gerçekleşmiştir.
Tüketici Güven Endeksi (TÜİK, TCMB)	<u>2025/11</u> 85,0	<u>2025/10</u> 83,6	Türkiye İstatistik Kurumu ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası işbirliği ile yürütülen tüketici eğilim anketi sonuçlarından hesaplanan tüketici güven endeksi, Ekim ayında 83,6 iken Kasım ayında %1,6 oranında artarak 85,0 olmuştur.
Bankacılık Sektörü NPL Rasyosu (BDDK)	<u>2025/09</u> 2,29%	<u>2025/08</u> 2,22%	Eylül 2025 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün, aktif büyüklüğü 2024 yıl sonuna göre %33,4 artarak 43.578.620 milyon TL, krediler %32,3 artarak 21.243.537 milyon TL, menkul değerler %30,0 artarak 6.796.113 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bu dönemde kredilerin takibe dönüşüm oranı %2,29 olmuştur.
Bütçe Dengesi (Milyar TL) (Haz. Mal. Bak.)	<u>2025/10</u> -223,2	<u>2025/09</u> -309,6	2025 yılı Ekim ayında merkezi yönetim bütçe giderleri 1,370 milyar TL, bütçe gelirleri 1,147 milyar TL olmuştur ve bütçe açığı 223,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, faiz dışı bütçe giderleri 1,212 milyar TL olmuştur ve faiz dışı denge 65,8 milyar TL açık vermiştir.
Cari Denge (Mio USD) (TCMB)	<u>2025/09</u> 6.803,0	<u>2025/08</u> 5.455,0	Eylül ayında cari işlemler hesabı 1.112 milyon ABD doları fazla vermiştir. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı ise 6.803 milyon ABD doları fazla vermiştir.

Metodoloji

SAHA Yapılandırılmış Finansman metodolojisi; “Yapısal ve Hukuki Çerçeve” ana başlığı altında özel amaçlı kuruluş ve fon yapısı, yatırımcı hakları, şelale yapısı alt başlıklarını, “Kaynak Kuruluş ve Hizmet Sağlayıcı Analizi” ana başlığı altında kaynak kuruluş itibarı, kaynak kuruluş süreçlerinin değerlendirilmesi, hizmet sağlayıcı değerlendirmesi alt başlıklarını, “Dayanak Varlık Analizi” ana başlığı altında teminat yapısı, geçmiş performans analizi, dayanak varlık yaşı, finansal rasyolar, kredi derecelendirme dağılımı, coğrafi dağılımı, teminat sigortası ve güvenceleri, mevzuata uygunluk alt başlıklarını, “Nakit Akış Analizi” ana başlığı altında itfa yapısı ve türü, itfa süresi, nakit akış öngörülebilirliği, nemalandırma modeli, ihraç masrafları, faiz hassasiyeti alt başlıklarını, “Kredi Güçlendirici Faktörler Analizi” ana başlığı altında aşkın teminatlandırma, risk tutma yükümlülüğü, garantiler, ihtiyatlar alt başlıklarını, “Stres Testi” ana başlığı altında olumsuz ekonomik senaryolara dayanıklılık, stres senaryosunun temerrüt olasılığına etkisi, temerrüt zararının ölçeği, derece notu değişim potansiyeli analizi alt başlıklarını, “Makroekonomik ve Sektörel Analiz” ana başlığı altında ekonomik etmenlerin varlık havuzu performansına etkileri, sektörel trendlerin varlık havuzu performansına etkileri alt başlıklarını incelemektedir.

Uluslararası yerli ve yabancı para notları, merkezi yönetim riski ile transfer ve konvertibilite risklerini de içermekte olup, SAHA Ülke Tavanı Modeli güncel çıktılarına göre belirlenmektedir. Ulusal not ise yukarıda belirtilen riskleri içermeyip, yerli para cinsinden yurtiçi riskleri yansıtmaktadır.

Notların Anlamı

Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarımız bir yıl üzeri orta ve uzun vadeye ilişkin mevcut görüşümüzü yansıtmakta, kısa vadeli kredi derecelendirme notumuz ise bir yıla kadar olan süreye ilişkin görüşümüzü ifade etmektedir. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarımız en yüksek kaliteyi gösteren AAA'dan başlayıp en düşük (temerrüt) kalite olan D'ye kadar verilmektedir. AA'dan CCC'ye kategoriler içerisinde nispi ayrımı daha ayrıntılı yapabilmek için artı (+) ve eksi (-) işaretleri kullanılır.

Uzun vadeli AAA, AA, A, BBB ve kısa vadeli A1+, A1, A2, A3 kategorisinde derecelendirilen kurumlar ve menkul kıymetler piyasa tarafından "yatırım yapılabilir" olarak değerlendirilmelidir. İlgili mevzuat gereği, VDMK (Varlığa Dayalı Menkul Kıymet) ihraç derecelendirmelerinde ilk üç kademe notları yatırım yapılabilir seviyeyi işaret etmektedir.

Kısa Dönem	Uzun Dönem	Not Kademesi	Notların Anlamı
(TR) A1+	(TR) AAA (TR) AA+ (TR) AA (TR) AA-	Birinci Kademe	En yüksek kredi kalitesi. Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti son derece yüksek. Menkul kıymet ise, risksiz devlet tahvilinden biraz daha fazla riske sahip.
(TR) A1	(TR) A+ (TR) A	İkinci Kademe	Kredi kalitesi çok yüksek. Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti çok yüksek. İşletmedeki ani değişiklikler, ekonomik ve finansal koşullar yatırım riskini önemli sayılmayacak bir miktarda arttırabilir.
(TR) A2	(TR) A- (TR) BBB+	Üçüncü Kademe	Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti yüksek ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilenebilir.
(TR) A3	(TR) BBB (TR) BBB-	Dördüncü Kademe	Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti yeterli ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilenme riski daha fazla. Menkul kıymet ise, uygun koruma parametrelerine sahip ama ihraççının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflayabilir.

Uzun vadeli BB, B, CCC ve kısa vadeli B1, B2, C kategorisinde derecelendirilen kurum ve menkul kıymetler, piyasa tarafından "spekülatif" olarak değerlendirilmelidir.

(TR) B1	(TR) BB+ (TR) BB (TR) BB-	Beşinci Kademe	Asgari seviyede spekülatif özelliklere sahip. Kısa vadede tehlikede değil ama olumsuz finansal ve ekonomik koşulların yarattığı belirsizliklerle yüz yüze. Menkul kıymet ise, yatırım yapılabilir seviyenin altında ama zamanında ödeme mevcut veya diğer spekülatif kıymetlerden daha az tehlikede. Ne var ki, ihraççının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflarsa ciddi belirsizlikler ortaya çıkabilir.
(TR) B2	(TR) B+ (TR) B (TR) B-	Altıncı Kademe	Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesine şu anda sahip ancak olumsuz ekonomik ve finansal koşullara karşı hayli hassas. Menkul kıymet ise, zamanında ödenmeme riski var. Finansal korunma faktörleri, ekonominin, sektörün ve ihraççının durumuna göre yüksek dalgalanmalar gösterebilir.
(TR) C	(TR) CCC+ (TR) CCC (TR) CCC-	Yedinci Kademe	Yatırım yapılabilir kategorisinin oldukça altında. Tehlikede ve finansal yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için ekonomik, sektörel ve finansal koşulların olumlu gelişmesi gerek. Menkul kıymet ise, anapara ve faizin zamanında ödenmesi hakkında ciddi belirsizlikler var.
(TR) D	(TR) D	Temerrüt	Temerrüt. Şirket finansal yükümlülüklerini yerine getiremiyor veya söz konusu menkul kıymetin anapara ve/veya faizi ödenemiyor.

Çekinceler

Bu Kredi Derecelendirme Raporu, Birleşik İpotek Finansmanı A.Ş. (Türkiye Menkul Kıymetleştirme Şirketi)'nin işbirliğiyle sağlanan ve hem de Birleşik İpotek Finansmanı A.Ş.(Türkiye Menkul Kıymetleştirme Şirketi)'nin kurucusu olduğu "TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu"nın kamunun kullanımına açık olarak yayınladığı bilgilere dayanılarak Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Bu rapor Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. analistleri tarafından eldeki bilgi ve verilerin iyi niyet, bilgi birikimi ve deneyim ile çözümlenmesinden sonra ortaya çıkmış olup, kurumların ve/veya ihraç ettikleri borçlanma araçlarının genel kredibilitesi hakkında bir görüştür. Derecelendirme notu ise, derecelendirilen şirketin menkul kıymetleri için asla bir al/sat önerisi olamayacağı gibi, belli bir yatırımcı için o yatırım aracının uygun olup olmadığı hakkında bir yorum da değildir. Bu sonuçlar esas alınarak doğrudan veya dolaylı olarak uğranabilecek her türlü maddi/manevi zararlardan ve masraflardan Saha A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu yorumların üçüncü şahıslara yanlış veya eksik aksettirilmesinden veya her ne şekilde olursa olsun doğacak ihtilâflar da Saha A.Ş. analistlerinin sorumluluğu altında değildir.

Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. bağımsızlık, tarafsızlık, şeffaflık ve analitik doğruluk ilkeleriyle hareket eder ve davranış kuralları olarak IOSCO (Uluslararası Sermaye Piyasaları Komisyonu)'nun kurallarını aynen benimsemiş ve web sitesinde yayınlamıştır (www.saharating.com).

©2025, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. Bütün hakları saklıdır. Bu Kredi Derecelendirme raporunda sunulan bilgilerin, Saha A.Ş.'nin ve "TMKŞ Tarfin İkinci Varlık Finansmanı Fonu"nın izni olmaksızın yazılı veya elektronik ortamda basılması, çoğaltılması ve dağıtılması yasaktır.

İletişim:

Derecelendirme Uzmanı:

Tuba Erdener terdener@saharating.com

Derecelendirme Komite Üyeleri:

S. Sühan Seçkin suhan@saharating.com

S. Mehmet İnhan minhan@saharating.com

Ali Perşembe apersembe@saharating.com

Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş

Valikonağı Cad., Hacı Mansur Sok., Konak Apt. 3/1, Nişantaşı, İstanbul

Tel: (0212) 291 97 91, Faks: (0212) 291 97 92 • info@saharating.com • www.saharating.com