

Vakıf Faktoring A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

11 Kasım 2025



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi.....	5
3 Finansal Durum	6
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	7
4.1 Gelir Yaklaşımı – Özsermaye Artık Getiri Modeli	8
4.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	9
4.2.1 Yurt İçindeki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri	9
4.2.2 Yurt Dışındaki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri	10
4.3 Sonuç	12
5 Görüş	13
5.1 Gelir Yaklaşımı – Özsermaye Artık Getiri Modeli	13
5.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	13
5.3 Sonuç.....	13

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Vakıf Faktoring A.Ş. ("Vakıf Faktoring" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 26 Ağustos 2025 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.



1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Konsorsiyum Lideri	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	850.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%25,00
Halka Arz Metodu	%22,22 Sermaye Arttırımı %77,78 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	225.000.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	%60 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %40 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar
Fiyat İstikrarı	Brüt halka arz gelirinin %10'u ile en fazla 30 gün olarak planlanmaktadır
Halka Arz Büyüklüğü	3.195 milyon TL
Talep Toplama	12-13-14 Kasım 2025
Halka Arz Fiyatı	14,20 TL
Bağımsız Denetçi	Güney Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.

Kaynak: İzahname

Şirket'in mevcut 850.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibariyle ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Halka arz, Şirket'in 850.000.000 TL olan sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 850.000.000 TL'den 900.000.000 TL'ye çıkarılması suretiyle ihraç edilecek toplam 50.000.000 TL nominal değerli 50.000.000 adet (B) grubu hamiline pay ile mevcut ortaklardan Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.'ya ait 107.834.821 TL nominal değerli 107.834.821 adet B Grubu imtiyazsız pay, Vakıfbank Personeli Özel Sosyal Güvenlik Hizmetleri Vakfı'na ait 21.629.465 TL nominal değerli 21.629.465 adet B Grubu imtiyazsız pay, Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.'ye ait 32.254.464 TL nominal değerli 32.254.464 adet B Grubu imtiyazsız pay, Vakıf Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye ait 13.281.250 TL nominal değerli 13.281.250 adet B Grubu imtiyazsız pay olmak üzere toplamda 225.000.000 TL nominal değerli 225.000.000 adet B Grubu imtiyazsız payların satışı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz edilecek toplam 225.000.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline yazılı payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (900.000.000 TL) oranı %25,00 olacaktır.



Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
T. Vakıflar Bankası T.A.O.	A	170.000.000	20,00	170.000.000	18,89
	B	612.834.821	72,10	505.000.000	56,11
Vakıfbank Personeli Özel Sosyal Güvenlik Hizmetleri Vakfı	B	21.629.465	2,54	-	-
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	B	32.254.464	3,79	-	-
Vakıf Pazarlama San. Ve Tic. A.Ş.	B	13.281.250	1,56	-	-
Halka Açık	B	-	-	225.000.000	25,00
Sermaye Artırımı	B			50.000.000	5,56
Ortak Satışı	B			175.000.000	19,44
TOPLAM		850.000.000	100	900.000.000	100

Kaynak: İzahname

Fonun Kullanım Yeri	Net Halka Arz Gelirine Oranı
Faktoring İşlemlerinin Finansmanı	100%
Toplam	100%

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu

2 Şirket Hakkında Bilgi

Vakıf Faktoring A.Ş. ("Şirket"), 1998 yılında faktoring ve her türlü finansman işlemlerini gerçekleştirmek üzere kurulmuş olup, faaliyetlerini yurt içi ve yurt dışı ticari işlemler kapsamında sürdürmektedir. Şirket; mal ve hizmet satışlarından doğan faturalı alacakların temliki, tahsili ve bu alacaklara karşılık peşin ödeme yapılması suretiyle finansman kolaylığı sağlamaktadır. Ayrıca, müşterilerine tahsilat, temlik ve danışmanlık hizmetleri de sunmaktadır.

Şirket'in faaliyetleri, 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring, Finansman ve Tasarruf Finansman Şirketleri Kanunu ile BDDK gözetiminde yürütülmekte olup, Finansal Kurumlar Birliği ve FCI (Factors Chain International) üyesidir.

Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.'nun bağlı ortaklığı olan Vakıf Faktoring, KOBİ'lerden uluslararası ölçekli kurumlara kadar geniş bir müşteri yelpazesine hizmet vermekte; alacakların temliki, tahsili ve finansmanı alanlarında faaliyet göstermektedir.

Pazarlama faaliyetlerinin genişletilmesi amacıyla 2017 yılında Ankara ve İzmir şubeleri açılmış olup, bu şubeler münhasıran pazarlama faaliyetlerini yürütmekte; operasyonel işlemler ise Şirket Genel Müdürlüğü tarafından gerçekleştirilmektedir.



3 Finansal Durum

Finansal Durum Tablosu (bin TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
DÖNEN VARLIKLAR				
Nakit, Nakit Benzerleri ve Merkez Bankası	174.993	510.523	306.833	384.598
Gerçeğe Uygun Değer Farkı Diğer Kapsamlı Gelire Yansıtılan Finansal Varlıklar (Net)	26.191	41.787	49.718	56.803
İtfa Edilmiş Maliyeti ile Ölçülen Finansal Varlıklar	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
Takipteki Alacaklar	52.363	99.074	97.810	97.579
Beklenen Zarar Karşılıkları/ Özel Karşılıklar (-)	(52.363)	(72.909)	(97.810)	(97.579)
DURAN VARLIKLAR				
Maddi Duran Varlıklar (Net)	4.027	8.278	19.308	15.444
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	1.856	997	1.053	867
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
Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Varlıklar (Net)	220	220	220	220
AKTİF TOPLAMI	23.001.644	38.235.991	32.888.810	32.377.675
Alınan Krediler	20.158.989	33.000.633	28.141.846	26.142.311
Faktoring Borçları	5.468	90	376	10
Kiralama İşlemlerinden Doğan Borçlar (Net)	890	6.497	17.994	15.113
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	1.513.520	2.228.522	-	640.415
Türev Finansal Yükümlülükler	-	-	-	-
Karşılıklar	46.847	73.500	68.285	70.226
Cari Vergi Borcu	96.482	231.124	258.406	225.673
Ertelenmiş Vergi Borcu	137	-	-	-
Diğer Yükümlülükler	25.011	22.162	10.808	4.453
ÖZKAYNAKLAR				
Ödenmiş Sermaye	450.000	850.000	850.000	850.000
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	22.501	36.928	47.381	54.466
Kâr Yedekleri	135.079	281.799	1.786.535	3.493.714
Kâr veya Zarar	546.720	1.504.736	1.707.179	881.294
PASİF TOPLAMI	23.001.644	38.235.991	32.888.810	32.377.675

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



Gelir Tablosu (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
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)
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	(1.317.612)	(5.006.217)	(10.096.469)	(5.467.643)	(3.444.479)
Kiralama İşlemlerine İlişkin Faiz Giderleri	(243)	(798)	4.207	1.862	2.146
İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Faizler	(161.062)	(306.908)	(105.628)	(105.628)	(52.717)
Verilen Ücret ve Komisyonlar	(213.773)	(1.196.422)	(248.729)	(160.117)	(64.572)
Brüt Kar/Zarar	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 Giderleri	(1.797)	(4.073)	(3.109)	(1.358)	(2.268)
Genel İşletme Giderleri	(26.227)	(60.938)	(90.199)	(21.894)	(46.291)
Brüt Faaliyet Kar/Zarar	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
Türev Finansal İşlemler Karı	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)	-
Genel Karşılıklar	-	-	(53.450)	-	-
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(1.233.939)	(1.709.507)	(1.549.037)	(578.747)	(2.256.025)
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 Kar/Zarar	722.465	2.148.509	2.440.675	1.251.538	1.259.662
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zarar	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 Kar/Zarar	546.720	1.504.736	1.707.179	875.442	881.294

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

SPK'nın III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS-2017) kapsamında yürütülmüştür. Fiyat tespit raporunun hazırlanmasında, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri esas alınmıştır. Gelir Yaklaşımı Kapsamında; Özsermaye Artık Getiri Modeli, Pazar Yaklaşımı Kapsamında; Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmıştır.



4.1 Gelir Yaklaşımı – Özsermaye Artık Getiri Modeli

Özsermaye Artık Getiri Modeli yöntemine göre, banka dışı finansal hizmetler sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde, şirketin gelecekteki özsermaye getirilerinin, sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilmesi yoluyla şirketin bugünkü özsermaye (piyasa) değeri hesaplanmaktadır. Bu yöntemde, Şirket'in gelecek yıllara ilişkin olarak hazırladığı finansal projeksiyonlar ve bu projeksiyonlarda yer alan özsermaye kârlılığı, sermaye maliyeti ve temettü politikası varsayımları dikkate alınmıştır. Projeksiyon döneminde hesaplanan özsermaye artık getirileri, dönem sonu itibarıyla tahmin edilen devam eden değer ile birlikte bugüne indirgenerek şirketin toplam özsermaye değeri elde edilmektedir.

Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda kullanılan varsayımlar, Şirket tarafından sağlanmış olup, söz konusu varsayımların doğru ve güvenilir olduğu; projeksiyonlarda ticari ve hukuki açıdan beklenmedik bir gelişme yaşanmayacağı varsayılmıştır. Bu varsayımlar, mevcut piyasa koşulları ve sektörel dinamikler dikkate alınarak oluşturulmuş olmakla birlikte, geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir.

Özsermaye Artık Getiri Modeli kapsamında yapılan hesaplamalarda, Şirket'in faaliyet gösterdiği banka dışı finansal hizmetler sektörü gereği sermaye yeterliliği ve mevzuat çerçevesinde zorunlu karşılık yükümlülükleri göz önünde bulundurulmuş; finansal varlık getirileri, özkaynak kârlılığı, büyüme oranı ve iskonto oranına ilişkin detaylı açıklamalara fiyat tespit raporunda yer verilmiştir.

Özsermaye Artık Getiri Modeli yönteminde; indirgeme oranı olarak Sermaye Maliyeti (SM) kullanılmıştır.

SM Bileşenleri	Hesaplama Yöntemi	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risksiz Getiri Oranı (%)	F	30,30	25,00	23,00	20,00	18,00	18,00
Türkiye Risk Primi (%)	R	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Beta	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: Fiyat Tespit Raporu

Risksiz Getiri Oranı (Rf): Yatırımcının herhangi bir risk üstlenmeden elde edebileceği getiri oranını ifade eder ve genellikle devlet tahvilleri baz alınarak hesaplanır.

Risk Primi (Rm-Rf): Yatırımcının risksiz getiriye ek olarak, piyasadaki belirsizlikleri ve riskleri üstlenmesi karşılığında talep ettiği ek getiri oranıdır.

Beta (β): Bir hisse senedinin piyasa geneline kıyasla ne ölçüde dalgalandığını gösteren katsayıdır; hisse senedinin sistematik riskini ölçer.

Hesaplamaya konu olan varsayımlar Şirket yönetiminin paylaştığı 2025-2030 yıllarını kapsayan projeksiyon dönemine ilişkin beklentileri yansıtacak şekilde oluşturulmuştur.

bin TL	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Vergi Öncesi Kâr	1.880.753	3.236.101	5.456.511	6.670.493	7.461.392	9.095.581
Net Kâr	1.315.821	2.264.034	3.817.473	4.666.796	5.220.124	6.363.431
Net Dağıtılabilir Dönem Kârı	1.250.030	2.150.833	3.647.473	4.496.796	5.050.124	6.193.431
Bakiye Dağıtılabilir Kâr	1.207.530	2.108.833	3.604.973	4.454.296	5.007.624	6.150.931
Dağıtılabilir Temettü	1.129.277	1.939.999	3.286.975	4.051.367	4.549.361	5.578.338
Cari Yılda Dağıtılabilir Net Temettü	1.382.797	1.066.775	1.832.458	3.104.602	3.826.527	4.296.855
Dönem Sonu Özsermaye Defter Değeri	4.184.132	5.381.391	7.366.406	8.928.601	10.322.198	12.388.774



bin TL	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Sermaye Maliyeti	35,80%	30,50%	28,50%	25,50%	23,50%	23,50%
Özsermaye Artık Getirisi	(182.099)	622.710	1.718.047	2.390.003	2.794.407	3.452.069
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirisi	(163.706)	434.960	953.535	1.118.864	1.115.516	1.115.831

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Vakıf Faktoring'in çarpan analizinde, yurt içinde banka dışı finansal hizmetler sektöründe faaliyet gösteren şirketler ile yurt dışında benzer faaliyet alanına sahip halka açık şirketler incelenmiştir. Benzer şirketlerin seçiminde Vakıf Faktoring ile faaliyet konusunun ve iş modelinin benzerlik göstermesi, finansal verilerine erişimde güvenilir kaynakların bulunması ve bu şirketlerin Borsa İstanbul veya uluslararası piyasalarda aktif olarak işlem görmesi esas alınmıştır. Çarpan analizinde kullanılan benzer şirketler, sektördeki konum ve faaliyet ölçeği itibarıyla Şirket ile karşılaştırılabilir niteliktedir.

Şirket'in faaliyet gösterdiği banka dışı finansal hizmetler sektörünün dinamikleri ve gelir modeli göz önünde bulundurularak, Vakıf Faktoring için yapılan çarpan analizi kapsamında Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) rasyoları kullanılmış olup, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar rasyoları değerlendirilmesine dahil edilmemiştir.

Şirket'in değerlendirme çalışması kapsamında, 30.06.2025 tarihi itibarıyla yıllıklandırılmış finansal veriler esas alınmış ve yurt içi ile yurt dışı karşılaştırılabilir şirketlerin medyan çarpanları dikkate alınarak, Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle Şirket'in hedef piyasa değeri hesaplanmıştır.

4.2.1 Yurt İçindeki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Çarpan analizi kapsamında yurt içinde banka dışı finansal hizmetler sektöründe faaliyetlerde bulunan 17 şirket bu değerlendirme çalışmasına esas oluşturmaktadır.

Değerlemede baz alınan 17 yurt içi benzer şirketin 25.08.2025 tarihi itibarıyla F/K ve PD/DD çarpanları aşağıdaki gibidir. Eliminasyon sonrası XAKUR ve XFINK Sektör Endeksi kapsamında bulunan yurt içi karşılaştırılabilir firma çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Medyan değerinin kullanılabilmesi ve çalışmanın sağlıklı sonuç verebilmesi için en az 30 gözlem değerine ihtiyaç olduğundan, yurt içi karşılaştırılabilir firmaların çarpan değeri belirlenirken medyan yerine aykırı değerlerden arındırılmış aritmetik ortalama kullanılmıştır.

Yurt İçi Aracı Kurumlar, Faktoring ve Finansal Kiralama Şirketleri	Piyasa Değeri (bin TL)	PD/DD	F/K
CRDFA	22.228	3,19	10,22
GARFA	10.558	2,55	6,18
ISFIN	12.689	1,29	5,05
KTLEV	21.300	3,84	5,02
LIDFA	2.390	1,03	3,08
SEKFK	947	1,18	5,55
ULUFA	1.998	1,13	2,60
VAKFN	10.010	1,59	7,05
A1CAP	6.932	1,24	6,96
GEDİK	16.200	3,68	18,22
GLBMD	1.652	2,97	0,00
INFO	3.832	1,72	50,70



Yurt İçi Aracı Kurumlar, Faktoring ve Finansal Kiralama Şirketleri	Piyasa Değeri (bin TL)	PD/DD	F/K
ISMEN	65.400	2,58	11,35
OSMEN	4.192	1,82	0,00
OYYAT	12.576	1,42	19,92
SKYMD	2.469	2,37	0,00
TERA	97.886	5,09	5,18
Düzeltilmiş Ortalama	16.074	2,28	11,22

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Bu şekilde, XAKUR ve XFINK yurt içi sektör endeksleri kapsamında yer alan karşılaştırılabilir firmalara ilişkin yapılan çarpan analizinde, eliminasyon sonrası aritmetik ortalamaları hesaplanan PD/DD ve F/K çarpan değerleri esas alınarak Şirket'in hedef piyasa değeri 15.620.406 bin TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizinde Kullanılan Finansal Tablo Parametreleri	
Parametreler	bin TL
Özkaynaklar (30.06.2025)	5.279.474
Yıllıklandırılmış Net Kâr (30.06.2025)	1.713.031
Ödenmiş Sermaye (30.06.2025; Nominal TL)	850.000

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Çarpan Analizi Sonucu						
bin TL	Çarpan Oranı	Net Kar	Özkaynaklar	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri
F/K	11,22	1.714.031		19.220.178	50%	9.610.089
PD/DD	2,28		5.279.474	12.020.634	50%	6.010.317
İskontosuz Ortalama Özsermaye Değeri					100%	15.620.406
						850.000.000
İskontosuz Pay Değeri						18,38

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2.2 Yurt Dışındaki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Yurt dışı çarpan analizinde PD/DD ve F/K çarpanları incelenmiştir. F/K ve PD/DD çarpanları eşit oranda ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. Bloomberg Terminali'nden seçilen benzer şirketler örneklem kümesinde 47 gözlem değeri bulunmaktadır. Uç değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında elimine edilerek medyan değer kullanılmıştır.

F/K çarpanı ile 30.06.2025 tarihi itibarıyla yıllıklandırılmış net dönem kârı çarpımıyla elde edilen tutarın %50'si ve aynı tarihteki PD/DD çarpanı ile özkaynak tutarının çarpılması suretiyle elde edilen tutarın %50'si toplanarak hedef özsermaye (piyasa) değeri hesaplanmıştır.

Sonuç olarak, yurt dışı karşılaştırılabilir firmaların çarpan analizi ile ulaşılan ağırlıklandırılmış hedef piyasa değeri 14.424.595 bin TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn USD)	F/K	PD/DD
MARKAZ KK	237	8,01	0,66
ATRY IT	344	11,8	4,56
CLIG LN	262	13,89	1,74

Yurt Dışı Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn USD)	F/K	PD/DD
CS SS	719	1,12	1,29
PLANVI CI	431	6,83	3,02
BBNSW	135	57,59	0,95
COMB SL	991	4,4	0,87
BRK LN	392	15,44	1,92
IBI IT	921	22,8	3,57
AGF/B CN	564	7,7	0,67
AEF AU	591	60,36	25,99
PTM AU	315	18,43	2,26
NGI AU	719	6,76	0,98
DHIL US	403	13,23	2,35
EVF VN	391	13,65	1,09
PROTECC CB	-	-	-
GAMI US	662	8,71	3,68
8739 JP	437	10,71	1,87
GALIM FP	-	-	-
RPL AU	641	22,32	1,1
7177 JP	795	12,08	2,18
7342 JP	-	-	-
FSZ CN	510	18,7	2,64
CML SJ	954	6,83	6,19
SPLTN SS	670	6,79	0,74
SCAP TB	292	11,15	0,89
CGEO LN	1.133	1,99	0,69
EXPA EY	389	3,45	0,89
CUPRUM CI	1.088	14,37	1,61
6196 JP	549	18,03	4,14
CFIS IN	1.884	98,48	15,62
002961 CH	1.458	22	3,58
AC US	679	232,57	0,77
NINV KK	654	9,93	0,95
SISLTD IN	376	1,01	0,14
HLF SP	887	13,61	0,54
IPX LN	352	8,25	2,26
APIC IJ	857	93,08	5,29
IF IM	1.695	8,06	0,71
ALPH LN	2.380	19,38	6,47
PWP US	1.901	21,29	-
BFV GR	1.098	-	4,26
8566 JP	1.199	11,19	0,74
CFT SW	2.580	17,21	4,13
7148 JP Equity	1.358	11,47	3,81
SCAP TB Equity	292	11,15	0,89
600318 CH Equity	779	151,67	5,16
Medyan	665,94	11,47	1,74x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



Yurt Dışı Çarpan Analizi Sonucu						
bin TL	Çarpan Oranı	Net Kar	Özkaynaklar	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri
F/K	11,47	1.714.031		19.655.957	50%	9.827.978
PD/DD	1,74		5.279.474	9.193.234	50%	4.596.617
İskontosuz Ortalama Özsermaye Değeri					100%	14.424.595
						850.000.000
İskontosuz Pay Değeri						16,97

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.3 Sonuç

Vakıf Faktoring'in pay başına değeri tespit edilirken Özsermaye Artık Getiri Modeli ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmıştır. Yukarıda açıklanan yöntemler arasında yapılan değerlendirme sonucunda iki yöntemle eşit oranlarda (%50- %50) ağırlık verilmiştir. Hesaplamalar sonucunda ulaşılan hedef özsermaye (piyasa) değeri 15.090.852.389 TL olup, değerlendirme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış özsermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değerleme (mn TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
Özsermaye Artık Getiri Modeli	15.159	50%	7.580
Piyasa Çarpanları Analizi	15.023	50%	7.511
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			15.091

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışması kapsamında hesaplanan özsermaye değeri, halka arz öncesi ödenmiş sermayesi olan 850.000.000 TL'ye bölünerek iskonto öncesi pay değeri 17,75 TL olarak hesaplanmıştır. Bu değere %20 oranında halka arz iskontosu uygulanmış olup, nihai halka arz birim fiyatı 14,20 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TL)	15.091
Ödenmiş Sermaye (mn TL)	850
Birim Pay Değeri (TL)	17,75
Halka Arz İskontosu (%)	20,00
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	14,20

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Gelir Yaklaşımı – Özsermaye Artık Getiri Modeli

- Şirket'in faaliyet konusu ve banka dışı finansal hizmetler sektörünün yapısı dikkate alındığında Özsermaye Artık Getiri Modeli yönteminin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Bu yöntemin finansal kuruluşların sermaye yeterliliği, mevzuat kaynaklı kısıtlar ve temettü dağıtım politikaları gibi unsurları yansıtmaması nedeniyle uygun bir yaklaşım olduğunu değerlendiriyoruz.
- Değerleme çalışmasında kullanılan iskonto oranı, özkaynak maliyeti, risksiz getiri oranı ve risk primi varsayımlarını makul buluyoruz.
- Fiyat tespit raporunda açıklanan finansal projeksiyon varsayımlarının Şirket'in büyüme potansiyelini ve sektörel gerçekleri yansıttığını düşünüyoruz.
- Özsermaye Artık Getiri Modeli yöntemine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.

5.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

- Çarpan analizinde banka dışı finansal hizmetler sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Değerleme çalışmasında kullanılan **F/K** ve **PD/DD** rasyolarının sektörün gelir modeliyle uyumlu olduğunu değerlendiriyoruz.
- Aykırı değerlerin elimine edilerek, aritmetik ortalama çarpanların esas alınmasını makul buluyoruz.
- Yurt dışı karşılaştırılabilir firmaların da analize dahil edilmesini uygun buluyoruz.
- Piyasa Çarpanları Analizi yöntemine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak hem gelir yaklaşımı hem de pazar yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır.

A1 Capital Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun, şirketin faaliyet gösterdiği sektöre ve finansal verilerine ilişkin yeterli açıklamaları içerdiği, varsayımların makul temellere dayandırıldığı ve raporun kapsamlı şekilde hazırlandığı kanaatine varılmıştır.

Değerleme çalışmasında iki yönteme (Gelir Yaklaşımı – Özsermaye Artık Getiri Modeli ve Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi) eşit oranda ağırlık verilmesi uygun bulunmuştur.

Nihai pay değeri tespit edilirken, her iki yaklaşımın sonuçları birlikte değerlendirilmiş; fiyat tespit raporunda belirtilen analiz ve varsayımlar çerçevesinde ulaşılan sonucun makul olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ OLARAK:

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 14,20 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.