



VDF Servis ve Ticaret A.Ş. & VDF Finansman A.Ş.

Uzman Kuruluş Raporu

Özel ve Gizlidir

KPMG Türkiye | Değerleme Hizmetleri

19 Mart 2021

Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. Yönetim Kuruluna,

Doğuş Holding A.Ş.'nin 02.03.2021 tarih ve 2021/05 Sayılı Yönetim Kurulu Kararına ve Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.'nin (ikisi birlikte "Bölünen Şirketler") 21.01.2021 tarih ve 2021/3 Sayılı Yönetim Kurulu Kararına istinaden 'Bölünen Şirketler'in aktiflerinde kayıtlı iştirakleri Volkswagen Doğuş Finansman A.Ş. ("VDF Finansman")'ye ait olan hisselerinin 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun ("TTK") ilgili maddeleri ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun ("KVK") 19 ve 20. maddeleri çerçevesinde VDF Servis ve Ticaret A.Ş. ("VDF Servis")'e kısmi bölünme yoluyla devir edilmesine ("Bölünme İşlemi") karar vermişlerdir.

KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş. ("KPMG" veya "biz"), Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. ("Müşteri" veya "Doğuş Otomotiv") tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II-23.2) "Uzman Kuruluş Görüşü" başlığını taşıyan 7. maddesi gereğince yukarıda ifade edilen Bölünme İşlemi'nde Uzman Kuruluş Raporu'nu ("Rapor") hazırlamak üzere Müşteri ile imzalanan 22 Ocak 2021 tarihli sözleşme ile görevlendirilmiştir.

Rapor kapsamında VDF Finansman ve VDF Servis'in (ikisi birlikte "Hedef Şirketler") Bölünme İşlemi'ne esas olacak 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") makul hisse değer aralıkları tespit edilmiştir. Bu hisse değerleri dikkate alınarak makul bölünme oranı ve arttırılacak sermaye tutarı hesaplanmıştır. VDF Servis değerlemesi kapsamında VDF Servis'in bağlı ortaklıkları olan VDF Faktoring A.Ş. ("VDF Faktoring"), VDF Filo Kiralama A.Ş. ("VDF Filo") ve VDF Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş. ("VDF Sigorta")'nin değerleme çalışması gerçekleştirilmiştir.

Bu Rapor SPK'nın III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") kapsamında hazırlanmış olup tüm yönleriyle UDS standartlarına uyumludur.

Çalışma sırasında, VDF Finansman ve VDF Servis'e ait geçmiş dönem finansal tabloları ve diğer finansal bilgiler bağımsızlık ilkeleri çerçevesinde tarafımızca ayrıca denetime tabi tutulmamıştır. Değerleme analizinde kullanılan yöntemler herhangi bir denetim standardına göre olmayıp tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Projede, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Dolayısıyla, tarafımıza iletilen mali tablolar üzerinde herhangi bir fikir ya da teminat beyan etmemekteyiz. Projede UDS kapsamında uluslararası kabul görmüş değerleme metodolojileri uygulanmıştır.

Genellikle şartlar ve olaylar beklenildiği gibi gelişmeyebildiğinden, tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz.

Değerleme raporumuz Bölünme İşlemi çerçevesinde VDF Finansman ve VDF Servis'in makul hisse değer aralıklarının hesaplanması dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Doğuş Otomotiv'in dahili kullanımı ile sınırlıdır. Aksi halde, bizim yazılı iznimiz olmadan, düzenleyici otoriteler hariç, üçüncü şahıslara dağıtılamaz, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez.

Rapor'da kısmi bölünme amacıyla bölünme oranlarının ve arttırılacak sermaye tutarının hesaplanması amacıyla ulaşılan hisse değerleri, VDF Finansman ve VDF Servis için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır. Değerleme analizleri sonucunda ortaya çıkan değer aralığını potansiyel alıcılara teklif etme kararları tamamıyla Şirket tarafından verilecektir. Potansiyel Yatırımcıların risk kriterleri, yatırım ve stratejik hedefleri, ülke ve ekonomik beklentileri, ticari ve operasyonel sinerjileri, hesaplayacakları ve/veya teklif edecekleri şirket değerini etkileyecek ve zamanlamasına göre farklılık gösterebileceğini not etmek isteriz. Bu raporun muhatabı Doğuş Otomotiv olacaktır.

İstanbul, 19 Mart 2021

KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş.

Hande Şenova

Değerleme Bölüm Başkanı, Ortak



İletişim

Projeden sorumlu KPMG tarafındaki ilgili kişilerin iletişim bilgileri:

Hande Şenova

KPMG Türkiye, Değerleme Hizmetleri
Ortak, İstanbul

+90 212 316 6000
hsenova@kpmg.com

Burak Yıldırım

KPMG Türkiye, Değerleme Hizmetleri
Direktör, İstanbul

+90 212 316 6000
burakyildirim@kpmg.com

İçerik

	Sayfa
Terimler Sözlüğü	5
Rapor Hakkında Genel Bilgiler	6
Değerleme Özeti	10
Değerleme Analizi ve Yaklaşımları	17
VDF Finansman	21
VDF Servis	42
VDF Faktoring Değerleme Analizi ve Varsayımları	45
VDF Filo Değerleme Analizi ve Varsayımları	59
VDF Sigorta Değerleme Analizi ve Yaklaşımları	77
VDF Servis Değerleme Analizi ve Yaklaşımları	89
Ekler	
VDF Servis	92
VDF Finansman	108

Terimler Sözlüğü

A.Ş	Anonim Şirketi	İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	KPMG	KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş.
Bölünen Şirketler	Doğuş Holding A.Ş. ve Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	Mn, M, m	Milyon
Ç	Çeyrek Dönem	Müşteri	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.
Değerleme	Şirket Değerlemesi	MY	Mali Yıl
Değerleme Tarihi	31 Aralık 2020	NİS	Net İşletme Sermayesi
EIU	Economist Intelligence Unit	S12A	Son 12 Ay
EUR	Avro	ŞD	Şirket Değeri
FAVÖK	Faiz, amortisman, vergi öncesi kar	TL	Türk Lirası
FVÖK	Faiz, vergi öncesi kar	UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi
GSYİH	Gayrisafi Yurt içi Hasıla	USD	ABD Doları
Hedef Şirketler	VDF Servis ve Ticaret A.Ş. (VDF Faktoring A.Ş. , VDF Filo Kiralama A.Ş. , VDF Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.) ile Volkswagen Doğuş Finansman A.Ş.	YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı



Rapor Hakkında Genel Bilgiler & Değerleme Özeti

Rapor Hakkında Genel Bilgiler (1/4)

Rapor Tarafları

Bu Rapor, Levent, İş Kuleleri, Kule 3, Kat:2-9, 34330 Beşiktaş/İstanbul adresinde mukim olan KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş. ("KPMG") tarafından Maslak Mahallesi, Ahi Evran Caddesi, Doğu Center Maslak Apt. No:4/3 Sarıyer/ İstanbul adresinde mukim olan Doğu Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. için hazırlanmıştır. Değerlemeye konu şirketler Merkez Mahallesi, Bağlar Caddesi, No:14/A Tekfen Ofispark A Blok Kağıthane/İstanbul adresinde mukim VDF Servis ve VDF Finansman'dır.

Sözleşme Hakkında

Bu rapor ("Rapor") KPMG ile Doğu Otomotiv arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 22 Ocak 2021 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı olarak hazırlanmış olup KPMG'nin değerlendirme ile ilgili bulgularını beyan etmektedir ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur. Değerleme sözleşme numarası 2020010K9789350 olarak sözleşmede belirtilmiştir. Rapor numarası sözleşme numarasıyla aynıdır.

Değerleme Tarihi

Çalışması kapsamında değerlendirme tarihi 31 Aralık 2020'dir.

Değerleme Para Birimi

Değerleme para birimi, Hedef Şirketler'in operasyonel para birimi olan Türk Lirasıdır.

Taraflar Arasındaki Geçmiş İlişkiler

Tarafımızca Doğu Otomotiv firmasına 2020 yılında VDF Servis ve bağlı ortaklarının değerlemesine ilişkin hizmet verilmiştir. Değerleme Tarihi 30.09.2020 ve Raporlama Tarihi 17 Aralık 2020'dir.

Bölünme Kararı

Doğu Holding A.Ş. ve Doğu Otomotiv firmalarının aktiflerinde kayıtlı iştirakleri VDF Finansman ait olan hisselerinin VDF Servis'e kısmi bölünme yoluyla devir edilmesine karar verdikleri Yönetim Kurulu Kararları Rapor'un ekler bölümünde yer almaktadır (sayfa 105-106)

Değer Esası ve Makul Değer Tanımı

Bu Rapor'da Hedef Şirketler için hesaplanan değer UDS 104 madde 50'de kapsamı belirlenmiş Makul Değer'i ifade etmektedir. UDS'de Makul Değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyat olarak ifade edilmektedir.

Fiyat ise genel olarak bir mal ya da hizmetin elde edilmesi için satıcıya ödenen parasal tutarı ifade etmektedir ve bir varlığın fiyatı ile değerinin aynı olmayabileceği dikkate alınmalıdır.

Proje Ekibi

Bu değerlendirme raporu KPMG adına Hande Şenova liderliğinde Burak Yıldırım, Cem Avcı, Gizem Akkan' dan oluşan bir ekip tarafından hazırlanmıştır.

SPK Kararlarına İlişkin Beyanlarımız

Bu Rapor'un Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") kapsamında hazırlanmış olup tüm yönleriyle UDS standartlarına uyumlu olduğunu beyan ederiz.

Bu Rapor SPK Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 Sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'da yer alan "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar" kapsamında belirtilen kurallara uygun olarak hazırlanmıştır.

Ayrıca SPK Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'ya istinaden gayrimenkul dışındaki varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki değerlendirme hizmetini yerine getirebilecek kuruluşların gerekli kriterlerini sağlamaktayız.

Proje ekibinde Burak Yıldırım'ın Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı bulunmakta olup, lisans belge numarası 205258'dir.

Rapor Hakkında Genel Bilgiler (2/4)

SPK'nın II.23.3 Sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliğine İlişkin Beyanımız

27.06.2020 tarihli, 31168 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren II.23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği (ÖNİ Tebliği) Uyarınca beyanımızdır.

Rapor'un sayfa 11-15. sayfalarında anlatılan kısmi bölünme işlemi ile birlikte, Doğuş Otomotiv'in VDF Finansman nezdinde sahip olduğu iştirak hisseleri bölünmeye konu olacak ve iştirak hisseleri VDF Servis'e kısmi bölünme müessesesinden yararlanılarak aynı sermaye olarak konulacak ve VDF Servis'de sermaye artışı yapılacaktır. Böylelikle, Doğuş Otomotiv'in sahip olduğu VDF Servis nezdindeki pay adedi artacaktır.

SPK'nın II.23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 5. Maddesi uyarınca, kısmi bölünmede ortaklığın bölünen taraf olması ve devredilen mal varlığının Tebliği'nin 6. Maddesinde belirtilen önemlilik ölçütlerini taşıması halinde, bölünme işlemi "önemli nitelikte işlem" olarak kabul edilmektedir. Tebliği'de geçen bölünme işlemine taraf halka açık ortaklık Doğuş Otomotiv'i, işleme konu mal varlığı ise Doğuş Otomotiv'in VDF Finansman sermayesinde %48.0 oranındaki paylarını temsil etmektedir.

ÖNİ Tebliği "Önemli nitelikteki işlemler" başlıklı 4'üncü maddesinde;

"(1) Ortaklıkların;

a) 5 inci maddede tanımlanan birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olması,

(...)

önemli nitelikteki işlem sayılır.

(...)

(3) Birinci fıkrada sayılmamakla birlikte, bir bütün olarak ele alındığında ortaklığın temel faaliyetleri veya olağan ticari hayatında esaslı değişiklik yapılmak suretiyle yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol açacak, ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler Kurul tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilir."

hükümleri, "Önemli nitelikteki işlem sayılan birleşme ve bölünme işlemleri" başlıklı 5'inci maddesinde;

"(2) Aşağıda sayılan bölünme işlemleri önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilir:

(...)

b) Kısmi bölünmelerde ortaklığın;

1) Bölünen taraf olması ve devredilen mal varlığının 6'ncı maddede belirlenen önemlilik ölçütlerini taşıması."

hükümleri, "Önemlilik ölçütü" başlıklı 6'ncı maddesinde;

"(1) 4 üncü maddenin birinci fıkrasının (c) bendinde belirlenen önemli nitelikteki işlemler için önemlilik ölçütü, yönetim kurulu karar tarihi itibarıyla;

a) Ortaklığın kamuya açıklanmış son finansal tablolarına göre işleme konu mal varlığının kayıtlı değerinin varlık (aktif) toplamına oranının veya,

b) İşlem tutarının, son altı aylık dönem içinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması dikkate alınarak hesaplanan ortaklık değerine oranının veya,

c) Ortaklığın kamuya açıklanmış son yıllık finansal tablolarına göre önemli nitelikteki işleme konu mal varlığından elde edilen gelirin, sürdürülen faaliyetler dönem net kar/zararına etki eden tüm gelir kalemlerinin toplamına oranının,

%75'ten fazla olması durumudur.

(...)

(3) Birinci fıkranın (b) bendi mal varlığının devri dışındaki işlemlerde uygulanmaz.

(...)

(5) Ortaklığın finansal tablolarında konsolide edilen bağlı ortaklıklarındaki paylarının;

a) Kontrol kaybına yol açacak şekilde satılması durumunda, birinci fıkranın (a) ve (c) bentleri uyarınca yapılacak hesaplamalarda, bağlı ortaklığın konsolidasyona ilişkin eliminasyon sonrasında konsolide finansal tablolara dahil edilen aktif toplamı veya gelir kalemlerinin tamamı, ortaklığın konsolide finansal tablolardaki aktif toplamı veya gelir kalemlerinin toplamına oranlanır.

b) Kontrol kaybına yol açmayacak şekilde satılması durumunda ise birinci fıkranın (b) bendi uygulanır.

(6) Önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararının kamuya açıklandığı tarih itibarıyla Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1) uyarınca Birinci ve İkinci Grupta yer alan ortaklıklar, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları dışındaki payları borsada işlem gören ortaklıklardan, fiili dolaşımdaki pay oranı yüzde %50'nin üstünde olanlar için, birinci fıkrada belirtilen oran %50 olarak uygulanır. Ayrıca bu fıkra kapsamındaki ortaklıkların orana bağlı olmaksızın fiili faaliyet konusunun tümüyle değişmesine yol açan 4 üncü maddenin birinci fıkrasının (c) bendinde sayılan işlemleri de önemli nitelikteki işlem kabul edilir."

hükümleri yer almaktadır. Doğuş Otomotiv'in kısmi bölünme işlemine ilişkin yönetim kurulu karar tarihi 21.01.2021 olup, aynı tarihte KAP'ta yayımlanmıştır.

Rapor Hakkında Genel Bilgiler (3/4)

Bölünme işleminin önemli nitelikte bir işlem olup olmadığı hususu ÖNİ Tebliği'nin md. 5/2-(b) hükmünün 1'inci alt bendi kapsamında ÖNİ Tebliği'nin 6 ncı maddesinin birinci fıkrasında düzenlenen önemlilik ölçütleri çerçevesinde değerlendirilmelidir. Bölünme işlemine ilişkin yönetim kurulu karar tarihi (21.01.2021) itibarıyla kamuya açıklanmış son finansal tablolar 30.09.2020 tarihlidir. VDF Finans'ın sermayesinin %48'ini temsil eden paylar dikkate alınarak 6'ncı maddenin birinci fıkrası kapsamında hesaplanan oranlara aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

ÖNİ Tebliği Önemlilik Ölçütleri Hesaplama Tablosu		
(000 TL)		
Madde 6/1-a		
30.09.2020 itibarıyla (Yönetim kurulu karar tarihi itibarıyla kamuya açıklanan son finansal tablo tarihi);		
Doğuş Otomotiv'in Aktif Toplamı (A)	7,108,305.00	(Sayfa 116)
VDF Finans'ın %48'lik paylarının defter değeri (B)	132,130.00	(Sayfa 111)
B/A	1.86%	
Madde 6/1-b		
Bölünme işlemine ilişkin Doğuş Otomotiv'in Yönetim Kurulu Kararı Tarihi (21.01.2021) itibarıyla;		
Doğuş Otomotiv'in Ödenmiş Sermayesinin Nominal Değeri (A)	220,000.00	(Sayfa 116)
Doğuş Otomotiv paylarının son 6 aylık (21.07.2020-21.01.2021) düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalaması (B)	21.42	(Sayfa 118)
Doğuş Otomotiv'in piyasa değeri (C)	4,712,400.00	(Sayfa 118)
Uzman Kuruluş Raporu'na göre VDF Finans'ın piyasa değeri (D)	280,694.00	(Sayfa 11)
İşlem Tutarı (VDF Finans'ın %48'lik paylarının piyasa değeri) (E)	134,733.12	(Sayfa 14)
E/C	2.86%	
Madde 6/1-c		
31.12.2019 itibarıyla (YK karar tarihi itibarıyla kamuya açıklanan son yıllık finansal tablo tarihi);		
VDF Finans'ın 2019 yılı UFRS Hasılatı (A)	(52,612.00)	(Sayfa 112)
VDF Finans'ın 2019 yılı UFRS Hasılatından Doğuş Otomotiv'e düşen pay (B)	(25,253.76)	(Sayfa 112)
Şirket'in 2019 yılı sürdürülen faaliyetler dönemi net karı/zararına etki eden tüm gelir kalemleri (C)	10,241,629.00	(Sayfa 117)
-Hasılat	9,844,133.00	
-Esas faaliyetlerden diğer gelirler	108,966.00	
-Yatırım faaliyetlerinden gelirler	43,385.00	
-Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların karlarından/(zararlarından) paylar	142,570.00	
-Finansman gelirleri	73,385.00	
-Ertelenmiş vergi (gideri)/geliri	29,190.00	
B/C	-0.25%	

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere kısmi bölünme işlemine ilişkin tutarlar dikkate alınarak hesaplanan oranlar ÖNİ Tebliği'nin 6'ncı maddesinin birinci fıkrası çerçevesinde önemlilik ölçütlerini (%75) sağlamamakta olduğundan, planlanan kısmi bölünme işlemi nedeniyle ÖNİ Tebliği uyarınca ayrılma hakkı doğmamaktadır.

Kullanılan Kaynaklar

Bu raporun içeriğini oluşturan bilgiler için kullanılan kaynaklar, internet siteleri ve kuruluşlar:

- Capital IQ – Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesaplaması ve Özsermaye Maliyeti Hesaplaması Benzer Şirketler Analizi
- Economist Intelligence Unit (“EIU”) – Makroekonomik veriler
- KPMG Veri Tabanı – Ülke risk primi ve şirket risk primi hesaplaması
- TSB (Türkiye Sigortacılar Birliği)
- BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu)
- Finansal Kurumlar Birliği
- TOKKDER (Tüm Oto Kiralama Kuruluşları Derneği)

Müşteri ve Hedef Şirket'te Temas Edilen Kişiler

Değerleme çalışması kapsamında proje süresince tarafımızla bilgi akışı ve proje yönetimine ilişkin temas kuran Müşteri yetkilileri aşağıda listelenmiştir;

- Berker Açıkalin – Mali İşler Raporlama Yönetmeni/ Volkswagen Doğuş Finansman A.Ş.
- Esra Çınar – Finansal Kontrol Yönetmeni/ Volkswagen Doğuş Finansman A.Ş.
- Senem Şentürk – Mali İşler Müdür Yardımcısı/ Volkswagen Doğuş Finansman A.Ş.
- Mehmet Raşit Yorulmaz – Finansal Kontrol ve Risk Yönetimi Müdürü/ Volkswagen Doğuş Finansman A.Ş.
- Gürcan Çalık – Mali İşler Müdür Yardımcısı/ Volkswagen Doğuş Finansman A.Ş.
- Serdar Sağlık – Finansal Kontrol Yetkilisi/ Volkswagen Doğuş Finansman A.Ş.
- Arda Demir – Müdür Yardımcısı/Vdf Faktoring A.Ş.

Müşteriden Temin Edilen Kaynaklar

Bu Rapor Müşteri ile Hedef Şirketler yönetimlerinin bize temin ettiği bilgiler ve kamuya açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında kullanılan geçmiş yıllar finansal bilgiler ve projeksiyonlara baz olan iş planları Müşteri yönetimince tarafımıza temin edilmiştir. Tarafımıza temin edilen projeksiyonlar Hedef Şirketler'in geçmiş yıl performansları, sektör tecrübelerimiz ve kamuya açık veriler çerçevesinde analiz edilmiş, Şirket yönetimi ile tartışılmış ve gerekli görüldüğü yerlerde düzeltilerek değiştirilmiştir. Müşteriden temin edilen bilgi ve kaynaklar Ekler sayfa 120 'da yer almaktadır.

Rapor Hakkında Genel Bilgiler (4/4)

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Değerleme çalışmasında UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar standardı kapsamında temel olarak Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı uygulanmıştır.

i. Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı çerçevesinde **İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA")** yöntemi ve Hedef Şirketler'in gelir yaratma modelleri dikkate alınarak İNA'nın türevleri olan **İndirgenmiş Temettü Akımları (İTA)**, **Artık Değer Yöntemi** ve **Garantili Özsermaye Yöntemi** uygulanmıştır.

Gelir yaklaşımında, tahmini nakit akışları değerlendirme tarihine indirgenmekte ve bu işlem varlığın bugünkü değeriyle sonuçlanmaktadır.

Her 4 yöntemde de tahmini dönem ve sonrası nihai dönem nakit akımları hem paranın zaman değerini hem de Hedef Şirketler'in faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtan indirgeme oranları ile Değerleme Tarihine indirgenerek bugünkü net değere ulaşılmaktadır. İndirgeme oranı olarak **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) veya Özsermaye Maliyeti** çalışmalarda uygulanmıştır (Detayları için Sayfa 92-96, 110-111).

ii. Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya benzer varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder.

Hedef Şirketler'in değerlendirme çalışmasında Pazar yaklaşımı çerçevesinde **Karşılaştırılabilir Şirketler ve Karşılaştırılabilir İşlemler** yöntemleri dikkate alınmıştır. Bu kapsamda Hedef Şirketler ile karşılaştırılabilir olan halka açık firmalar ile aynı sektörde son dönemlerde gerçekleşen satın alma ve birleşme işlemleri incelenmiştir.

Hedef Şirketler'in faaliyetleri ve gelir yaratma modelleri dikkate alınarak karşılaştırma birimleri belirlenmiştir. VDF Finansman özelinde karşılaştırma birimi olarak Defter Değeri ve Dönem Net Karı çarpanları, VDF Servis ve bağlı ortakları için de Satışlar, Defter Değeri, FAVÖK ve Dönem Net Karı çarpanları analiz edilmiştir.

Karşılaştırılabilir şirketler ve işlemler belirlenirken değerlemeye konu olan varlık ile benzer operasyonlara sahip olmaları büyük önem arz etmektedir. Ayrıca benzer coğrafyalarda faaliyet göstermeleri, benzer karlılık, işletme sermayesi ve borç oranlarına sahip olmaları karşılaştırmayı ve değerlemeyi daha güvenilir hale getirebilmektedir. Kimi zaman farklı ülkelerde uygulanan farklı yasal düzenleme ve teşvikler karşılaştırmayı mümkün kılabilir.

Hedef Şirketler faktoring, sigorta brokerliği, filo kiralama ve araç finansmanı operasyonları gereği banka dışı finansal kuruluşlar olarak faaliyet göstermektedir. Finans sektörü firmaları çoğunlukla kendi ülkelerine özgü regülasyonlara tabi olmaktadır ve bu durum karşılaştırmayı mümkün kılabilir. Bu nedenle Pazar yaklaşımı çerçevesinde yurtdışı borsalarından ulaşılan benzer şirketler ve yurtdışı oyuncuların satın alma ve birleşme işlemleri birebir benzer olarak dikkate alınamamıştır.

Analizlerimizde faktoring, sigorta brokerliği, filo kiralama ve araç finansmanı alanında payları Borsa İstanbul'da işlem gören firma sayısının yetersiz olduğu ve sektör özelinde ulaşılan çarpanların da geniş aralıkta oldukları gözlemlenmiştir.

Bu doğrultuda değerlendirme çalışmamızda Gelir Yaklaşımı öncelikli yöntem olarak belirlenmiş, piyasa çarpanları analizleri alternatif yöntem olarak uygulanmıştır.

VDF Servis Toplam Hisse Değeri

VDF Servis'in toplam hisse değerine ulaşılırken şirketin bağlı ortakları olan VDF Faktoring, VDF Filo ve VDF Sigorta'nın hisse değerleri yukarıda belirtilen gelir ve pazar yaklaşımlarına göre hesaplanmış ve ortaklık oranları dikkate alınmıştır. Değerleme tarihi itibarı ile VDF Servis'in bağlı ortaklıklarına çatı firması hizmeti vermek dışında önemli bir faaliyeti bulunmamakta olup, bağlı ortaklıkları hariç net aktif değeri 340 bin TL civarındadır (sayfa 91).

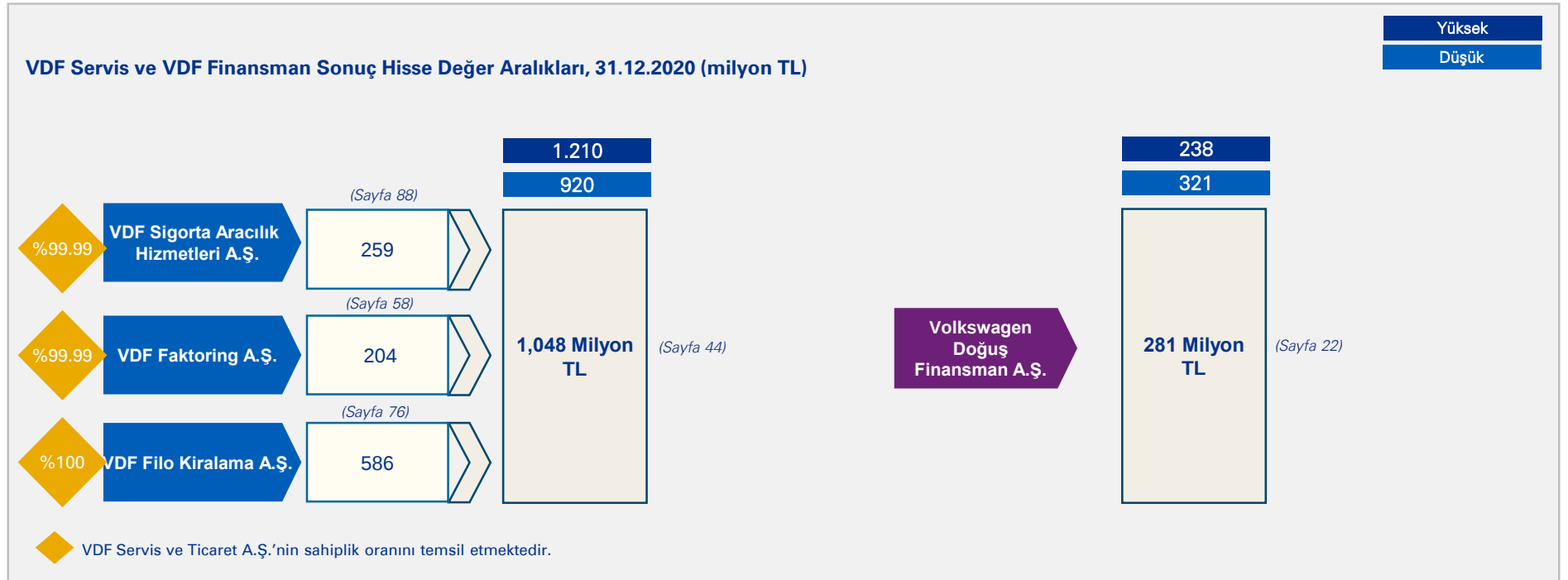
Makroekonomik Veriler

Değerleme çalışmasında Hedef Şirketler'in 2025 yılından sonra nihai dönemde reel bir büyüme gerçekleştirmeyeceği ve Economist Intelligence Unit (EIU) kaynağından sağlanan uzun vadeli enflasyon tahminlerine paralel olarak %9.6 oranında büyüyeceği varsayılmıştır.

Değerleme Özeti

Rapor bütününde anlatılan yöntemler ve varsayımlar doğrultusunda gerçekleştirilen değerleme çalışması sonucunda 31.12.2020 tarihi itibarı ile ;

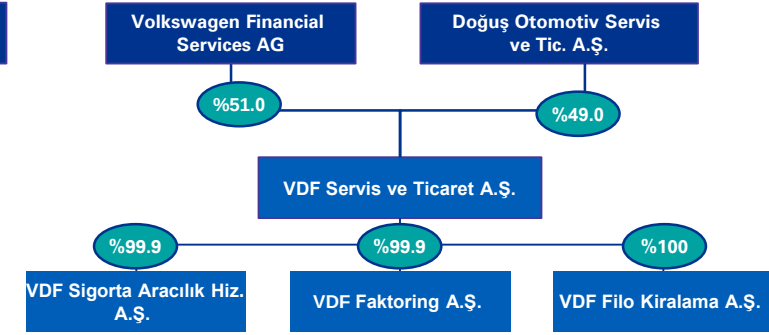
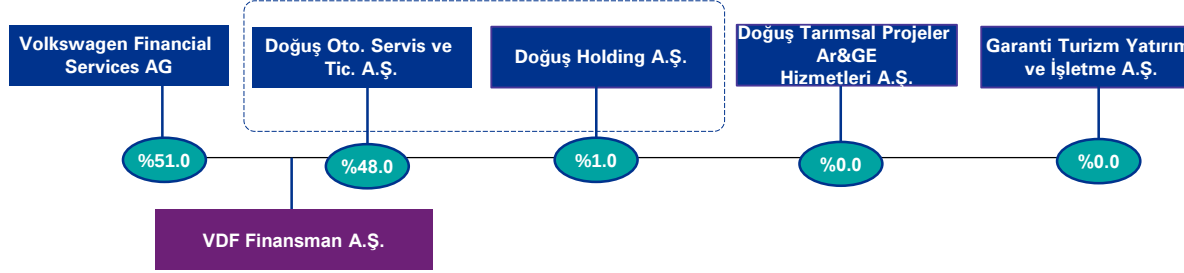
- o VDF Finansman'ın hisse değeri 238 milyon TL ile 321 milyon TL aralığında hesaplanmış, **makul hisse değeri** olarak bu değer bandının orta noktası **280,694,402.23 TL** belirlenmiştir.
- o Bağlı ortaklıkları ile beraber VDF Servis'in hisse değeri 920 milyon TL ile 1.210 milyon TL aralığında hesaplanmış, **makul hisse değeri** olarak bu değer bandının orta noktası **1,048,484,725.85 TL** belirlenmiştir.



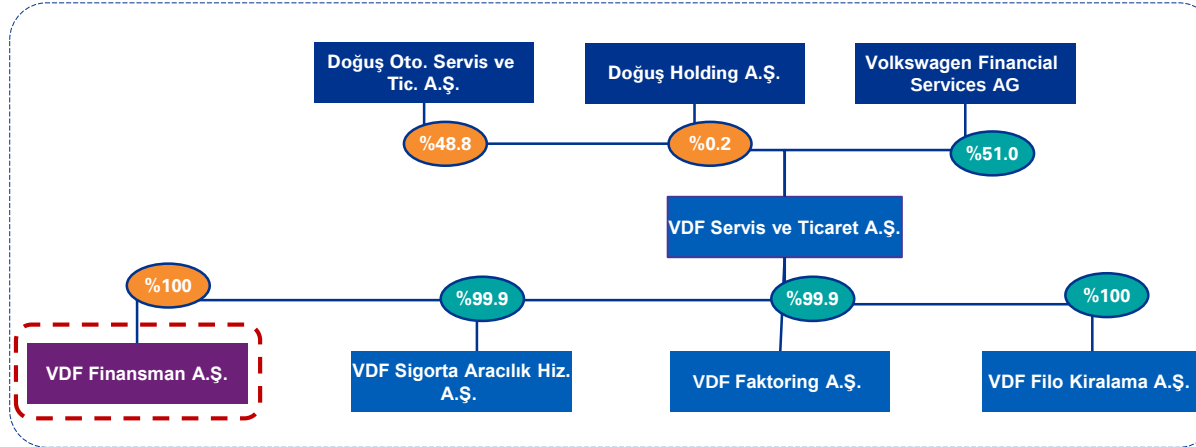
Kaynak: KPMG Analizi

Kısmi Bölünme İşlemi Özet

Kısmi Bölünme Öncesi Ortalık Yapısı – 31.12.2020



Kısmi Bölünme Sonrası Hedeflenen Ortalık Yapısı – 31.12.2020



Doğu Holding A.Ş.’nin 02.03.2021 tarih ve 2021/05 Sayılı Yönetim Kurulu Kararına ve Doğu Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.’nin (ikisi birlikte “Bölünen Şirketler”) 21.01.2021 tarih ve 2021/3 Sayılı Yönetim Kurulu Kararına göre Bölünen Şirketler’in aktifinde kayıtlı Volkswagen Doğu Finansman A.Ş.’ye ait olan iştirak hisselerinin kısmi bölünme yöntemi ile bölünerek VDF Servis ve Ticaret A.Ş.’ye devrolacak ve Bölünen Şirketler’in devredilen varlıkları karşılığında devralan şirket olan VDF Servis ve Ticaret A.Ş.’de pay sahipliği oranını artıracak ve yeni pay sahibi olacaktır.

Bölünme işlemi 31.12.2020 tarihli mali tablolar üzerinden gerçekleştirilecektir.

Kısmi Bölünme İşlemi sonrası Devralan Şirket’teki sermaye artışına ve yeni ortaklık yapısına yönelik tespit ve çalışmalar bir sonraki sayfalarda sunulmuştur.

Kaynak: KPMG Analizi ve Müşteri Yönetimi

Bölünme Oranı, Sermaye Artışı ve Yeni Ortaklık Yapıları (1/4)

Kısmi Bölünme Öncesi Ortaklık Yapısı - 31.12.2020

Vdf Servis Ve Ticaret A.Ş.	Pay Adedi	%
Volkswagen Financial Services AG	2,601,000.00	51.00%
Doğuş Otomotiv Servis ve Tic. A.Ş.	2,499,000.00	49.00%
Toplam	5,100,000.00	100.00%
Volkswagen Doğuş Finansman A.Ş.		
Volkswagen Financial Services AG	91,800,000.00	51.00%
Doğuş Otomotiv Servis ve Tic. A.Ş.	86,399,987.00	48.00%
Doğuş Holding A.Ş.	1,800,001.00	1.00%
Doğuş Tarımsal Projeler Araştırma Geliştirme Hiz. A.Ş.	6.00	0.00%
Garanti Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş.	6.00	0.00%
Toplam	180,000,000.00	100.00%

Kısmi Bölünme Sonrası Hedeflenen Ortaklık Yapısı

Vdf Servis Ve Ticaret A.Ş.	Pay Adedi	%
Volkswagen Financial Services AG	3,297,325.01	51.00%
Doğuş Otomotiv Servis ve Tic. A.Ş.	3,154,364.62	48.79%
Doğuş Holding A.Ş.	13,653.44	0.21%
Toplam	6,465,343.07	100.00%
Volkswagen Doğuş Finansman A.Ş.		
VDF Servis ve Ticaret A.Ş.	180,000,000.00	100.00%
Toplam	180,000,000.00	100.00%

Kısmi Bölünme İşlemi ve Hedeflenen Ortaklık Yapısı

Bölünen Şirketler'den, Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. ("Doğuş Otomotiv")'nin kısmi bölünme işlemi kapsamında, Volkswagen Doğuş Finansman Anonim Şirketi ("VDF Finansman") nezdinde sahip olduğu her biri 1.-TL nominal bedelli toplam 86,399,987 adet payı bölünme yolu ile VDF Servis ve Ticaret Anonim Şirketi ("VDF Servis" veya "Devralan Şirket")'ne aynı sermaye olarak konulacaktır. Eş zamanlı olarak Doğuş Holding A.Ş. ("Doğuş Holding"), kısmi bölünme müessesinden yararlanacak ve VDF Finansman'da sahip olduğu her biri 1.-TL nominal bedelli toplam 1,800,001 adet payı kısmi bölünme yolu ile VDF Servis'e aynı sermaye olarak konulacaktır.

Bölünme işlemi neticesinde, VDF Servis'te sermaye artışı yapılacak ve söz konusu sermaye artışı ile, Doğuş Otomotiv'in VDF Servis'te sahip olduğu pay adedi artacak, Doğuş Holding ise yeni pay sahibi olacaktır.

Yukarıda özetlenen kısmi bölünme ile birlikte eş zamanlı olarak, aşağıdaki işlemlerin de gerçekleştirilmesine VDF Servis'in 19 Mart 2021 tarih ve 2021/5 Sayılı Yönetim Kurulu Kararında yer verilmiştir:

- VDF Finans'ın aşağıda belirtilen paylarının, makul hisse değeri üzerinden VDF Servis tarafından satın alınması,
 - Volkswagen Financial Services AG ("Volkswagen FSAG")'nin VDF Finans nezdinde sahip olduğu, her biri 1.-TL nominal bedelli, toplam 91.800.000 adet pay,
 - Doğuş Tarımsal Projeler Araştırma Geliştirme Hizmetleri Anonim Şirketi'nin VDF Finans nezdinde sahip olduğu, her biri 1.-TL nominal bedelli, toplam 6 adet pay,
 - Garanti Turizm Yatırım ve İşletme Anonim Şirketi'nin VDF Finans nezdinde sahip olduğu, her biri 1.-TL nominal bedelli, toplam 6 adet pay,
- VDF Servis'in pay sahibi olan Volkswagen FSAG, kısmi bölünme işlemi neticesinde, VDF Servis'te pay sahipliği oranını korumak için ve VDF Servis'in ortaklık yapısının bozulmaması için Volkswagen FSAG tarafından VDF Servis'te emisyon primli sermaye artışı yapılmasına, söz konusu sermaye artışına Doğuş Otomotiv'in ve Doğuş Holding'in sadece küsuratlı rakamları gidermek adına nakit artışla katılmasına ve Türk Ticaret Kanunu'ndan kaynaklanan rüçhan hakkından ilgili paylar için feragat etmesi

Böylelikle VDF Servis'in herhangi bir şekilde pay oranlarında değişiklik veya yönetim yapısında değişiklik (kontrol değişikliği) meydana gelmeyecektir. Bölünmeye taraf olan şirketlerden VDF Servis bölünme ile VDF Finansman'ın tek ortağı konumuna gelmesi hedeflenmektedir.

Kaynak: KPMG Analizi ve Müşteri Yönetimi

Bölünme Oranı, Sermaye Artışı ve Yeni Ortaklık Yapıları (2/4)

Makul Hisse Değerleri Özet Tablosu			
31.12.2020	Pay Adedi	Pay Oranı (%)	TL
VDF Servis	5,100,000.00	100.00%	1,048,484,725.85 (a)
VDF Finansman	180,000,000.00	100.00%	280,694,402.23 (b)
Doğuş Otomotiv Payı	(d) 86,399,987.00	48.00%	134,733,292.80 (c)
Doğuş Holding Payı	(e) 1,800,001.00	1.00%	2,806,945.58
Volkswagen FSAG payı	91,800,000.00	51.00%	143,154,145.14
Doğuş Tarımsal & Garanti Turizm	12.00	0.00%	18.71

Bölünme Oranı ve Artırılacak Sermaye		31.Ara.20
TL		
Bölünme oranı	= $\frac{1,048,484,725.85 \text{ (a)}}{1,186,024,964.23 \text{ (a) + (b) + (c)}}$	= %88.40326
Bölünme sonrası sermaye	= $\frac{5,100,000.00}{\%88.40326}$	= 5,769,018.06
Artırılacak sermaye	= $5,769,018.06 - 5,100,000.00$	= 669,018.06
Değiştirme Oranı	= $\frac{669,018.0586}{88,199,988.00 \text{ (d) + (e)}}$	0.00759 (f)

Kısmi Bölünme Öncesi Ortaklık ve Sermaye Yapısı		
VDF Servis ve Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı	Pay Adedi	Hisse Oranı
Volkswagen Financial Services AG	2,601,000.00	51.00000000%
Doğuş Otomotiv Servis ve Tic. A.Ş.	2,499,000.00 (g)	49.00000000%
Toplam	5,100,000.00	100.00000000%

Kısmi Bölünme Sonrası Hedeflenen Ortaklık ve Sermaye Yapısı		
VDF Servis ve Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı	Pay Adedi	Hisse Oranı
Volkswagen Financial Services AG	2,601,000.00	45.0856623%
Doğuş Otomotiv Servis ve Tic. A.Ş. (g) + (f) x (d)	3,154,364.62	54.6776694%
Doğuş Holding A.Ş. (f) x (e)	13,653.44	0.2366683%
Toplam	5,769,018.06	100.00000000%

Kaynak: KPMG Analizi ve Müşteri Yönetimi

Doğuş Otomotiv ve Doğuş Holding'in Bölünme İşlemi

Değerleme çalışması sonucunda 31.12.2020 tarihi itibarı ile VDF Finansman'ın makul hisse değeri 280,694,402.23 TL, VDF Servis'in makul hisse değeri 1,048,484,725.85 TL olarak hesaplanmıştır.

Önceki sayfalarda açıklanan kısmi bölünme işlemine göre Bölünen Şirketler'in aktifinde kayıtlı VDF Finansman'a ait olan iştirak hisseleri Devralan Şirket olan VDF Servis'e devrolacaktır.

Bu doğrultuda hesaplanan bölünme oranı %88.40326; değiştirme oranı da 0,00759 olmaktadır. Bölünme işlemi neticesinde, VDF Servis'te yapılacak sermaye artışı tutarı 669,018.06 TL olarak hesaplanmıştır. Böylelikle VDF Servis'in toplam sermayesi 5,769,018.06 TL'ye ulaşacaktır. Söz konusu sermaye artışı karşılığı Doğuş Otomotiv'in VDF Servis nezdinde sahip olduğu sermaye 655,364.62 TL artacak, geriye kalan 13,653.44 TL kadar Doğuş Holding yeni sermaye sahibi olacaktır.

Volkswagen FSAG'nin pay sahipliği oranını korumak adına henüz VDF Servis'te sermaye artışı gerçekleştirmediği böyle bir senaryoda Volkswagen FSAG'nin payı %45.1 seviyesine gerilemektedir.

Hedef Şirketler'in raporun bütününde anlatılan yöntemler ve yaklaşımlarla göre ulaşılan makul hisse değerleri dikkate alınarak hesaplanan bölünme ve değiştirme oranlarının adil, makul ve güvenilir olduğu değerlendirilmektedir.

Bölünme Oranı, Sermaye Artışı ve Yeni Ortaklık Yapıları (3/4)

Makul Hisse Değerleri Özet Tablosu			
31.12.2020	Pay Adedi	Pay Oranı (%)	TL
VDF Servis	5,100,000.00	100.00%	1,048,484,725.85
VDF Finansman	180,000,000.00	100.00%	280,694,402.23
Doğuş Otomotiv Payı	86,399,987.00	48.00%	134,733,292.80
Doğuş Holding Payı	1,800,001.00	1.00%	2,806,945.58
Volkswagen FSAG payı	91,800,000.00	51.00%	143,154,145.14
Doğuş Tarımsal & Garanti Turizm	12.00	0.00%	18.71

Volkswagen FSAG'nin Sermaye Artışına Katılımı		31.Ara.20
TL		
Katılım Oranı	=	$\frac{1,186,024,964.23(a) + (b) + (c)}{1,329,179,109.37(a) + (b) + (c) + (d)} = \%89.22988$
Ulaşılabilecek Sermaye	=	$\frac{5,769,018.06}{\%89.22988} = 6,465,343.07$
Artırılacak sermaye	=	$6,465,343.07 - 5,769,018.06 = 696,325.01$

Kısmi Bölünme Sonrası Hedeflenen Ortaklık ve Sermaye Yapısı		
VDF Servis ve Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı	Pay Adedi	Hisse Oranı
Volkswagen Financial Services AG	2,601,000.00 (f)	45.0856623%
Doğuş Otomotiv Servis ve Tic. A.Ş.	3,154,364.62	54.6776694%
Doğuş Holding A.Ş.	13,653.44	0.2366683%
Toplam	5,769,018.06	100.0000000%

Volkswagen FSAG Sermaye Artışına Katılımı Sonrası Hedef Ortaklık Yapısı		
VDF Servis ve Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı	Pay Adedi	Hisse Oranı
Volkswagen Financial Services AG	(e) + (f) 3,297,325.01	51.0000007%
Doğuş Otomotiv Servis ve Tic. A.Ş.	3,154,364.62	48.7888204%
Doğuş Holding A.Ş.	13,653.44	0.2111789%
Toplam	6,465,343.07	100.0000000%

Volkswagen FSAG'nin VDF Servis'teki Sermaye Artışına Katılımı

Bölünme öncesi VDF Servis'in %51 oranında payına sahip olan Volkswagen FSAG, bölünme işlemi neticesinde, VDF Servis'te pay sahipliği oranını korumak için, eş zamanlı olarak VDF Servis'te emisyon primli sermaye artışı gerçekleştirmeyi amaçlamaktadır (VDF Servis'in 19 Mart 2021 tarih ve 2021/5 Sayılı Yönetim Kurulu Kararına istinaden)

Hesaplamalar doğrultusunda Volkswagen FSAG'nin iştirak edeceği VDF Servis'teki sermaye artışı tutarı 696,325.01 TL'dir. Söz konusu sermaye artışı sonrasında VDF Servis'in toplam sermayesi 6,465,343.07 TL'ye yükselirken Volkswagen FSAG'nin sermayesi 3,297,325.01 TL'ye çıkacaktır.

Volkswagen FSAG'nin sermaye artışına katılımı ile birlikte VDF Servis'teki payı %51.0 seviyesine geri yükselmektedir.

Söz konusu sermaye artışına Doğuş Otomotiv ve Doğuş Holding sadece küsuratlı rakamları gidermek adına nakit artışla katılacak ve rüçhan hakkından ilgili paylar için feragat edecektir. VDF Servis ortaklık oranlarındaki küsuratların giderilmesi için yapılacak işlemler bir sonraki sayfada anlatılmaktadır.

Kaynak: KPMG Analizi ve Müşteri Yönetimi

Bölünme Oranı, Sermaye Artışı ve Yeni Ortaklık Yapıları (4/4)

Volkswagen FSAG Sermaye Artışına Katılımı Sonrası Hedef Ortaklık Yapısı		
VDF Servis ve Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı	Pay Adedi	Hisse Oranı
Volkswagen Financial Services AG	3,297,325.01	51.0000007%
Doğuş Otomotiv Servis ve Tic. A.Ş.	3,154,364.62	48.7888204%
Doğuş Holding A.Ş.	13,653.44	0.2111789%
Toplam	6,465,343.07	100.0000000%

Küsuratların Giderilmesi Amacıyla Yapılan Nakit Artışlar Sonrası Ortaklık Yapısı		
VDF Servis ve Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı	Pay Adedi	Hisse Oranı
Volkswagen Financial Services AG	3,297,325.00	50.9999932%
Doğuş Otomotiv Servis ve Tic. A.Ş.	3,154,365.00	48.7888193%
Doğuş Holding A.Ş.	13,654.00	0.2111875%
Toplam	6,465,344.00	100.0000000%

VDF Servis'in 19 Mart 2021 tarih ve 2021/5 Sayılı Yönetim Kurulu Kararlarında belirtildiği üzere

- Doğuş Otomotiv tarafından, 0.38 TL tutarında nakit sermaye artışı yapılmasına,
- Doğuş Holding tarafından 0,56 TL tutarında nakit sermaye artışı yapılmasına,

karar verilmiştir. Böylelikle pay adetlerindeki küsuratların giderilmesi hedeflenmektedir. Müşteri VDF Servis'in arttıracığı ve Volkswagen Financial Services AG'nin katılacağı sermaye tutarının küsuratsız olarak 696,325.00 TL olacağını belirtmiştir. Bu bölüm ile alakalı KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş. olarak herhangi bir hesaplamamız olmamıştır. Bu bölüm gösterimsel olarak rapora eklenmiştir.

Kaynak: KPMG Analizi ve Müşteri Yönetimi



Değerleme Analizleri ve Yaklaşımları

Değerleme Analizi ve Yaklaşımları

Değerleme Yöntemleri

Değerleme Yaklaşımları



Piyasa Bazlı Yaklaşım

Yöntemler

- ✓ Benzer İşlemlerle Karşılaştırma Yöntemi
- ✓ Benzer Şirketler Yöntemi
 - F/K (Fiyat Kazanç Oranı)
 - ŞD/Satışlar (Şirket Değeri/Satışlar)
 - ŞD/FAVÖK (Şirket Değeri/Vergi, Amortisman ve Faiz öncesi Kar)
 - PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri)
 - PD/NAD (Piyasa Değeri/Net Aktif Değer)



Gelir Bazlı Yaklaşım

Yöntemler

- ✓ İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi
- ✓ İndirgenmiş Temettü Akımı Yöntemi
- ✓ Artık Gelir Yöntemi
- ✓ Garantili Özsermaye Yöntemi
- ✓ Gelirlerin Doğrudan İndirgendiği Modeller (Net Kar veya Vergi Öncesi Kar)
- ✓ İsim Haklarından Kurtulma Yöntemi
- ✓ Ekonomik Katma Değer Yöntemi
- ✓ İlave Getiriler Yöntemi



Varlık Bazlı Yaklaşım

Yöntemler

- ✓ Düzeltilmiş Net Aktif Değer

Değerleme Analizi ve Yaklaşımları

Değerleme Yöntemleri

Değerleme Metodu

İndirgenmiş Nakit Akımları metodolojisi (İNA)

İNA metodunda, tahmini nakit akımları bugünkü değerine indirgenmektedir, böylelikle işletmenin gelecekteki nakit akımlarının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer hesaplanır ve işletmenin toplam değerine ulaşabilmek için belirlenen nihai değer de değerlendirme gününe indirgenir. Kullanılan indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup ("AOSM"), bu oran mevcut finanse etme yapısına karşılık istenilen / hedeflenen finanse etme yapısını gösterir.

Benzer şirketler metodolojisi

Kazanç temel alınan bir yaklaşım, bir işletme için gelecek dönemlerde sürdürülebilir düzeyde bir kazanç ("sürdürülebilir kazanç") öngörür ve bu kazançlara uygun benzer şirketlerin çarpanlarını uygulayarak işletmeye biçilen değere ulaşır. Çarpanların genellikle uygulandığı kazanç faktörleri Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar ("FAVÖK") ve Faiz Vergi Öncesi Kar ("FVÖK")'dır. Birebir benzer şirket bulunarak karşılaştırma yapılması ve istisnai durumların elimine edilmesi gerekir.

İndirgenmiş Temettü Akımları metodolojisi (İTA), Artık Gelir Yöntemi ve Garantili Özsermaye Yöntemi

İTA metodu, geleceğe yönelik varsayım ve stratejileri dikkate alarak dağıtılabilir kara dayalı bir analizdir. Sermayeye dayalı faaliyet gösteren firmalarda ve özellikle finans sektöründe başvurulan uluslararası bir değerlendirme yöntemidir. İTA metodunda finansal teori gelecekte elde edilecek gelirler üzerinden hissedarlara dağıtılması öngörülen temettülerin uygun risk düzeltmesine göre bugünkü değerine indirgenmesidir. Böylelikle işletmenin gelecekteki temettü akımlarının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer hesaplanır ve işletmenin toplam değerini vermesi için belirlenen nihai değer de değerlendirme gününe indirgenir. İTA Analizi kapsamında, özsermaye maliyeti iskonto oranı olarak dağıtılabilir kar tutarına uygulanır ve hisse değeri bulunur. Artık Gelir Yöntemi'nde özsermaye maliyeti iskonto oranı olarak artık gelir tutarına uygulanır ve hisse değeri bulunur. Garantili Özsermaye Yöntemi'nde özsermaye maliyeti, sürdürülebilir büyüme oranı ve özsermaye getirisi oranı F/DD çarpanının hesaplamasında kullanılır. Bulunan F/DD çarpanı değerlendirme tarihindeki defter değeriyle çarpılarak hisse değeri bulunur.

Benzer işlemler metodolojisi

Bu yöntemin temeli, değerlemesi yapılacak olan firmanın Şirket Değeri ile aynı piyasada yer alan diğer firmaların şirket değerlerinin birbirleri için bir anlam ifade ettikleri varsayımına dayanmaktadır. Bu kapsamda aynı sektörde faaliyet gösteren diğer firmaların benzer işlem hareketleriyle bir Şirket Değeri hesaplanmaya çalışılır.

Covid-19 Etkileri

Covid-19 Küresel Salgını

Tüm dünyanın gündemi haline gelen Covid – 19 küresel salgını finansal piyasaları da tamamen etkisi altına almış durumdadır. Sosyal izolasyon nedeniyle tüketim tarafında yaşanan gerileme bir çok sektörde faaliyet gösteren şirketlerin nakit akışlarında negatif yönlü baskı yarattı. Ayrıca, reel sektöre hakim olan endişe finansal sektörde ciddi düşüşlere ve yüksek volatiliteye neden oldu.

Küresel Salgının İş Planlarına Etkileri

İş planı yapılırken 2020 yılı Mart ayında başlayan salgının etkilerinin göz ardı edilmesi gerçekçi olmayacaktır.

Ekonomik aktivitenin düşmesi ve artan kur nedeniyle belli sektörlerdeki girdi maliyetlerinin orta vadede artması gibi hususlar iş planlarına yansıtılmalıdır.

- Nakit akım tahminlerinde mevcut durumdaki talep ertelemeleri, düşük ekonomik aktivite seviyesini ve operasyonel giderlerdeki muhtemel azalmaların etkisi düşünülmelidir.
- Stokların eritememesi, alacak vadelerinin uzaması ve tahsilat riskleri net işletme sermayesi yapılarında yaratacağı bozulma riski göz önünde bulundurulmalıdır.
- Tahsilat riskleri ve uzayan vadeler şirketlerin nakit akımlarına negatif yansımaları nedeniyle kısa vadelerdeki yatırım planlarının ertelenmesi gibi tedbirler senaryolara dahil edilmelidir.
- Belirsizliklerdeki artışın bankaların ve diğer finansman kaynaklarının fonlama konusundaki iştahını düşüreceği dikkate alınarak yüksek borçlulukla faaliyet gösteren şirketlerin fon ihtiyaçlarının iş planlarına etkisi önemlidir.
- Şirketlerin açık pozisyonları dikkate alınarak yüksek kur seviyelerinin ve kur oynaklığının iş planlarına etkisi öngörülmesi; ithalat bağımlılığı yüksek şirketler söz konusu riskler göz ardı edilmemelidir.
- Gelir yaklaşımında baz alınan varsayımlara ilişkin duyarlılık ve senaryo analizleri böylesine dönemlerde daha kritik ve gereklidir.

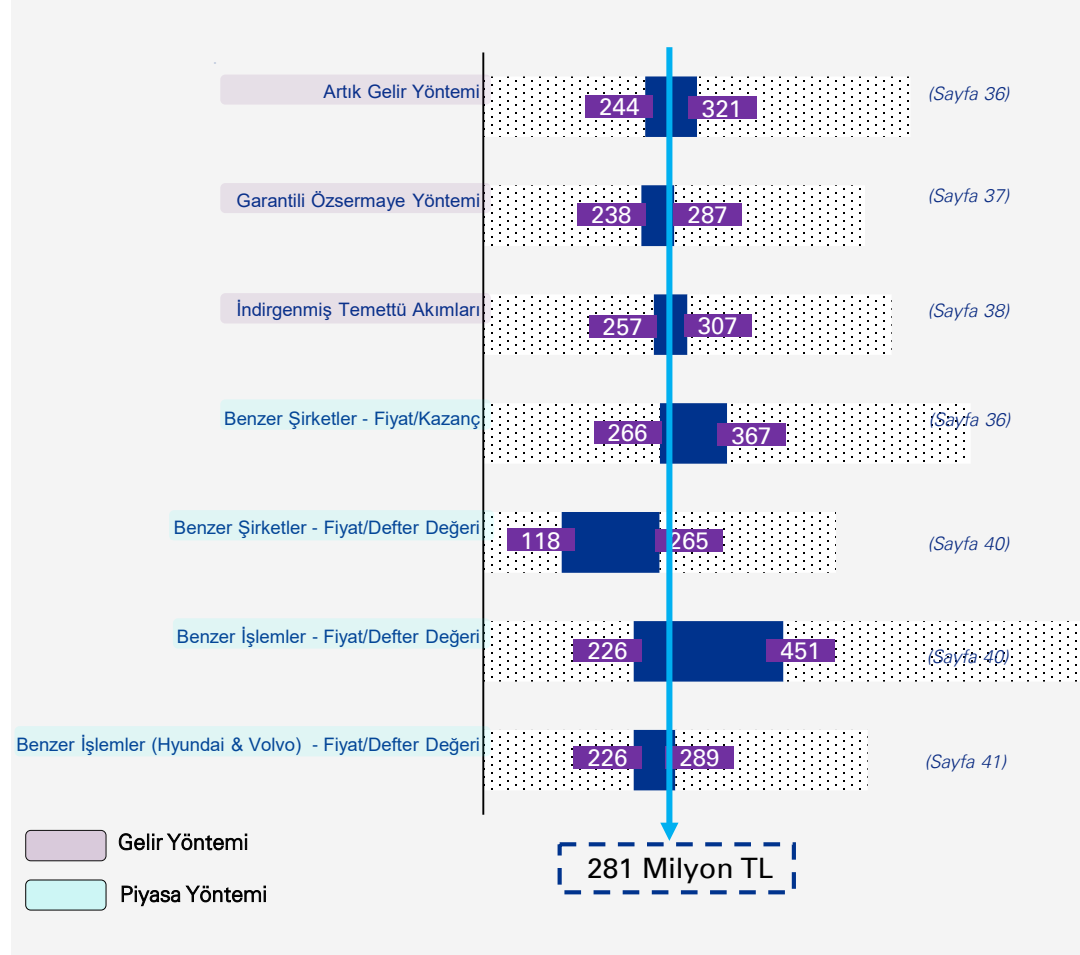
Küresel Salgının İskonto Oranlarına Etkileri

- İş planlarının ve şirket operasyonlarının yanı sıra artan belirsizliklerin ve oynaklığın (“volatilite”) neden olduğu risklerin iskonto oranlarına yansıtılması değerlendirme profesyoneli açısından dikkate alınması gereken bir diğer önemli zorluk olarak karşımıza çıkmaktadır.
- Bu nedenle mevcut küresel virüs salgının getirmiş olduğu belirsizlikler ve risk ortamı 2020 yılının ilk çeyreği itibarıyla yapılan değerlendirme çalışmalarında iskonto oranlarını belirlerken düşünülmelidir (iş planı riski, şirket riski, ülke riski vb.). Covid-19 sonrası gelişen ülke merkez bankalarının aksiyonları ve riskten kaçan yatırımcıların gelişen ülke tahvillerine olan yoğun ilgisiyle düşen risksiz getiri oranlarına rağmen bu dönemde artan piyasa riski ve geleceğe yönelik belirsizliklerin şirketlerin sermaye maliyetlerini negatif yönlü etkilemesi beklenmektedir.
- Finansal piyasalarda yaşanabilecek düşük likidite ve fon sağlama konusundaki işsizliklerin borçlanma maliyetlerini arttırabileceği de dikkate alınmalıdır.
- Her halükarda iskonto oranının değerlemeye konu şirket/varlığa özel koşulları dikkate alarak belirlenmesi gerekmektedir. İş planlarında Covid-19’a ilişkin önemli ölçüde düzeltme yapılması durumunda iskonto oranında Covid-19’a özel risk priminin dahil edilmesi, aynı riskin mükerrer dikkate alınması olarak değerlendirilebilir, bu nedenle bu konuda dikkatli olunması gerekmektedir. Ayrıca söz konusu risk primi seviyesi belirlenirken bazı sektörlerin diğer sektörlerle kıyasla daha fazla etkilendiği göz önünde bulundurulmalıdır. Dolayısıyla şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörlerin küresel salgından hangi seviyede etkilendiğinin analiz edilmesi değerlendirme çalışmaları açısından önemlidir.



VDF Finansman

Volkswagen Doğu Finansman Hisse Değeri Aralığı (Milyon TL) – 31 Aralık 2020



Kaynak: KPMG Analizi

Sonuç Aralığı

bin TL	Düşük	Yüksek
Artık Gelir Yöntemi	243,799	321,432
Garantili Özsermaye Yöntemi	237,883	287,193
İndirgenmiş Temettü Akımları	256,622	307,180
Benzer Şirketler - F/K Çarpan Yöntemi	265,929	366,659
Benzer Şirketler - F/DD Çarpan Yöntemi	118,000	265,408
Benzer İşlemler - F/DD Çarpan Yöntemi	226,101	451,463
Benzer İşlemler - F/DD Çarpan Yöntemi (Hyundai & Volvo)	226,101	289,066

Uygulanan değerlendirme yöntemleri dikkate alındığında VDF Finansman'ın 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla hisse değeri ;

- Gelir yaklaşımına göre, 238 milyon TL ile 321 milyon TL aralığında,
- Pazar yaklaşımına göre 226 milyon TL ile 367 milyon TL

aralığında hesaplanmaktadır.

VDF Finansman'ın hisse değeri 238 milyon TL ile 321 milyon TL aralığında hesaplanmış, makul hisse değeri olarak bu değer bandının orta noktası 280,694,402.23 TL belirlenmiştir.

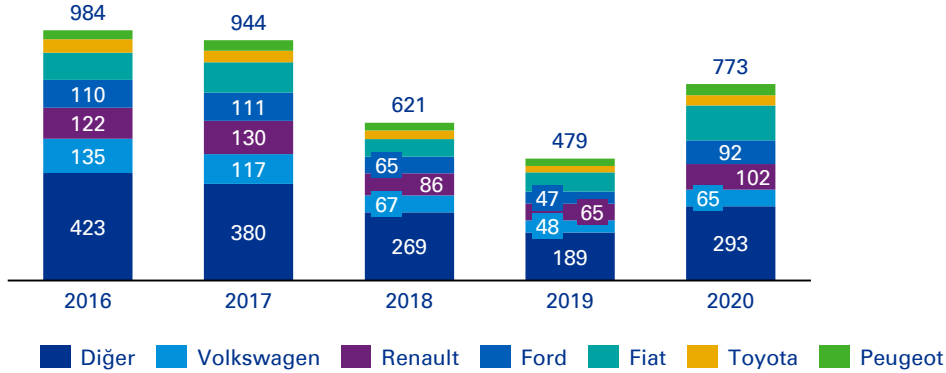
VDF Finansman'ın değerlemesinde sol grafikte yer alan yöntemler incelenmiştir. Makul hisse değeri belirlenirken Artık Gelir ve İTA yöntemleri dikkate alınmıştır.



VDF Finansman Değerleme Analizi ve Varsayımları

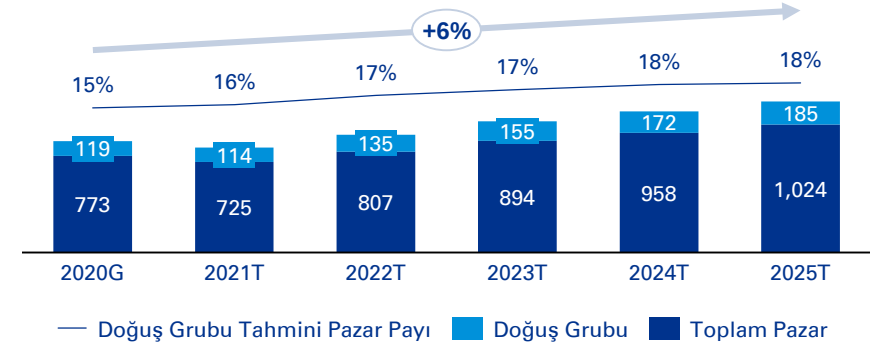
Türkiye Otomotiv Sektörü (1/2)

Marka bazlı Otomobil ve Hafif Ticari Taşıt Satışları, Bin Adet



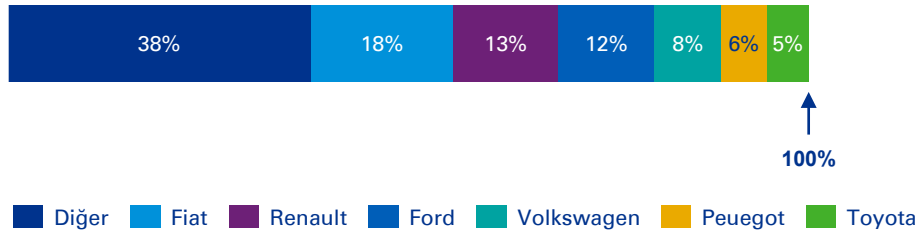
Kaynak: ODD

Araç Satış Tahminleri, Bin Adet



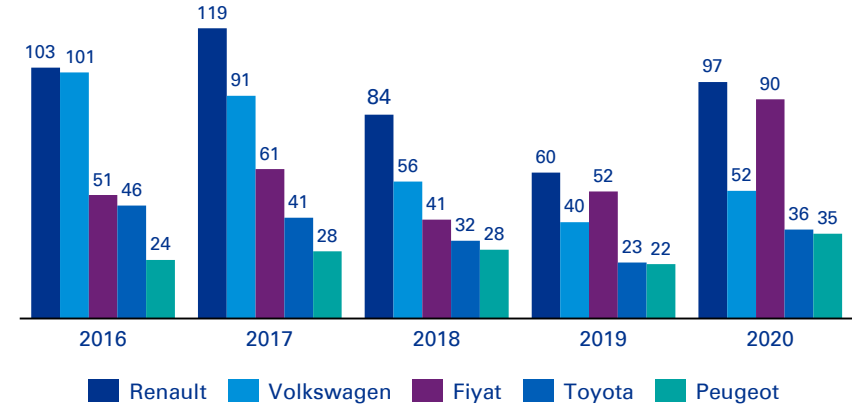
Kaynak: LMC, ODD

2020 Yılında En Fazla Satış Yapan Markalar



Kaynak: ODD

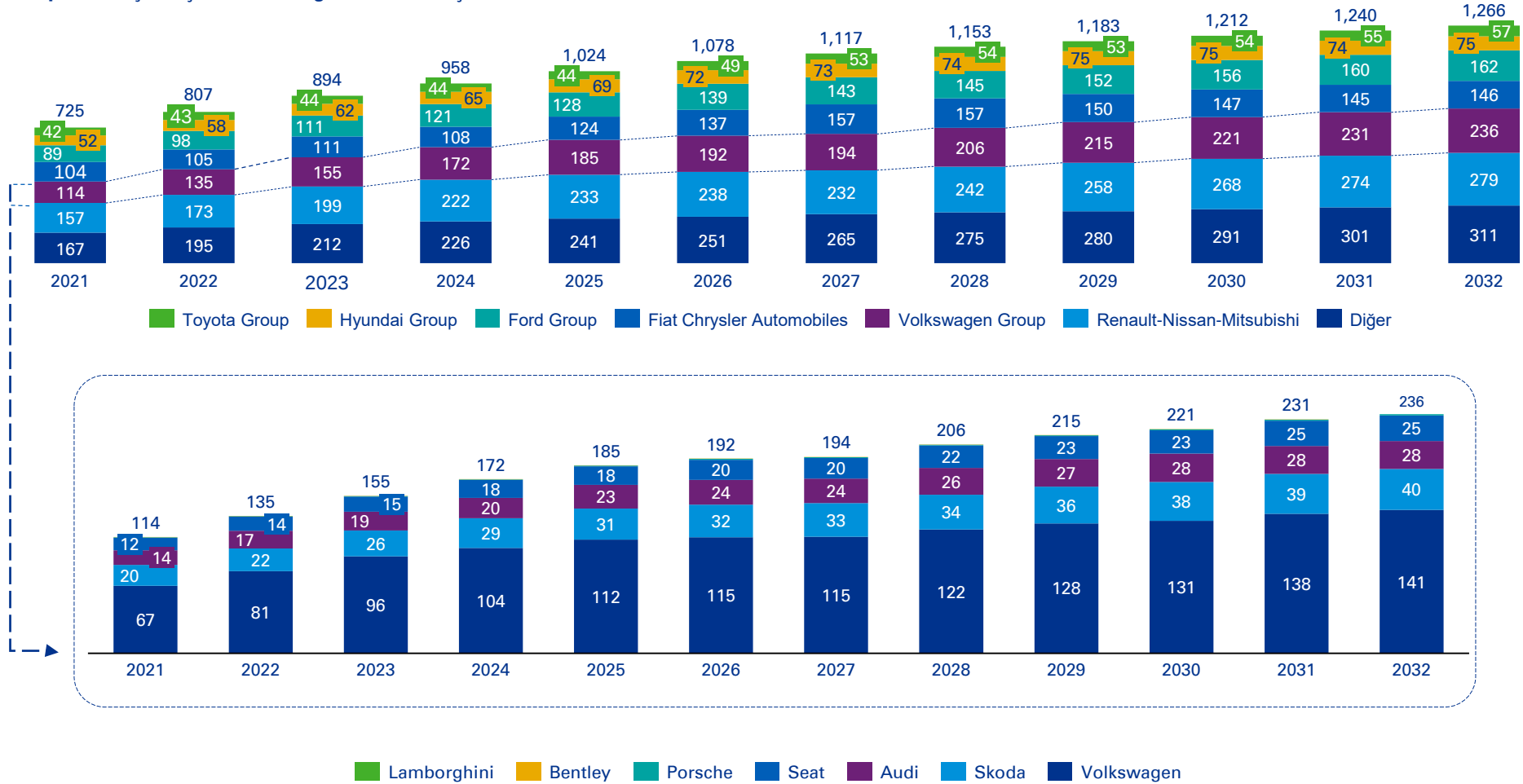
En Fazla Satan 5 Markanın Trafike Kaydedilen Araç Sayıları, Bin Adet



Kaynak: TÜİK

Türkiye Otomotiv Sektörü (2/2)

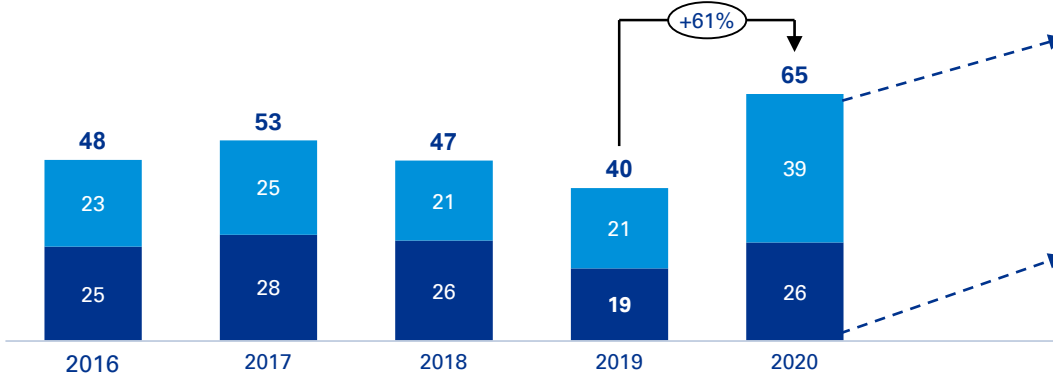
Toplam Araç Satışı ve Volkswagen Grubu Satış Tahmini, Bin Adet



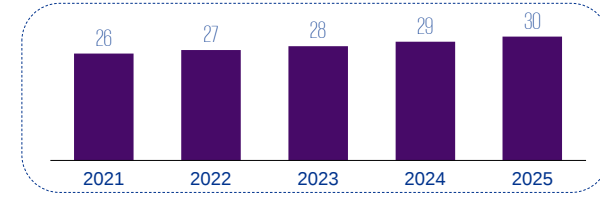
Kaynak: LMC Satış Tahminleri

Türkiye' de Araç Kredileri ve Faiz Oranları

Türkiye' de Araç Kredisi Toplam Bakiye, Milyar TL

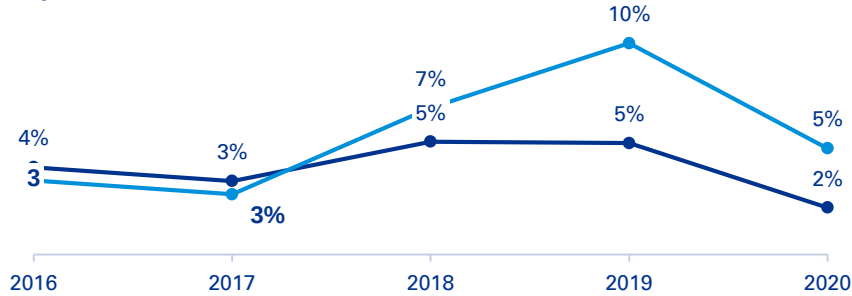


Araç Kredisi Kullanımı Hacim Tahminleri, Milyar TL



Kaynak: Merkez Bankası, Euromonitor

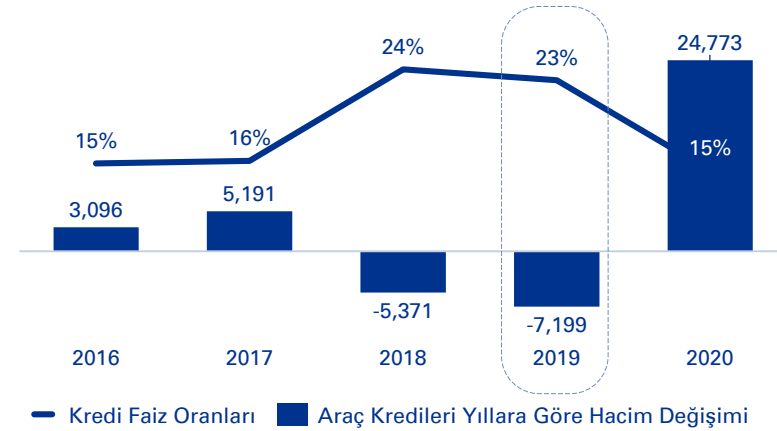
Takipteki Kredi Oranları, %



Bankalar Finansman Şirketleri

Kaynak: TCMB

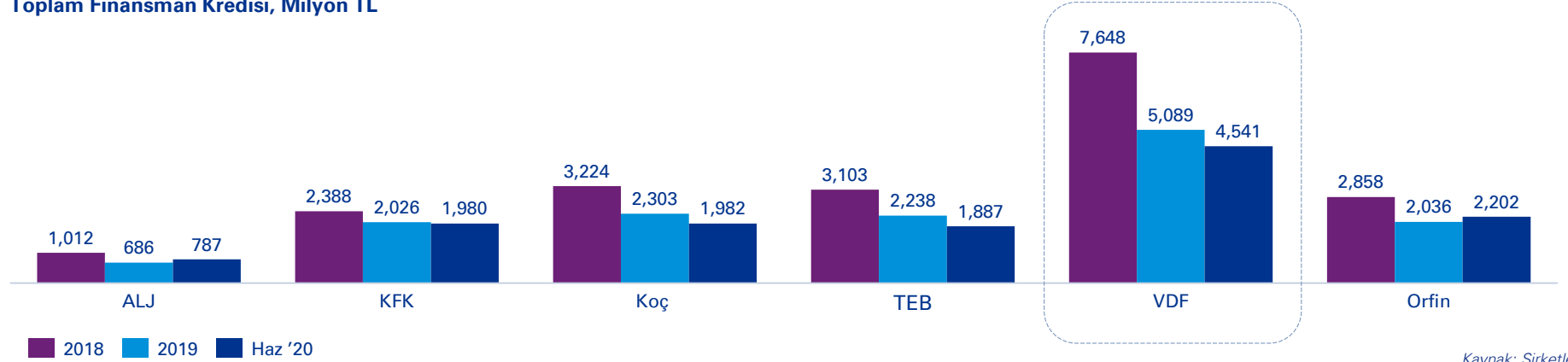
Araç Kredisi Faiz Oranları (%) ve Araç Kredisi Hacmi İlişkisi (Milyon TL)



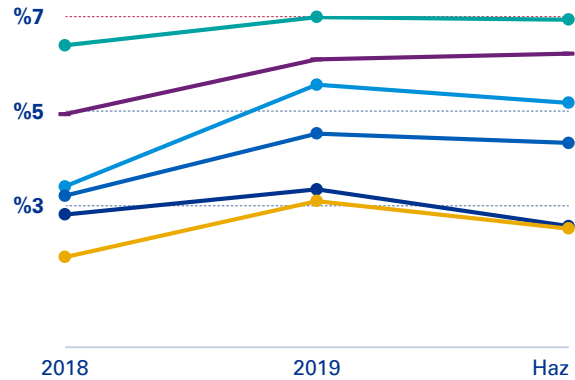
Kredi Faiz Oranları Araç Kredileri Yıllara Göre Hacim Değişimi

Kaynak: Merkez Bankası

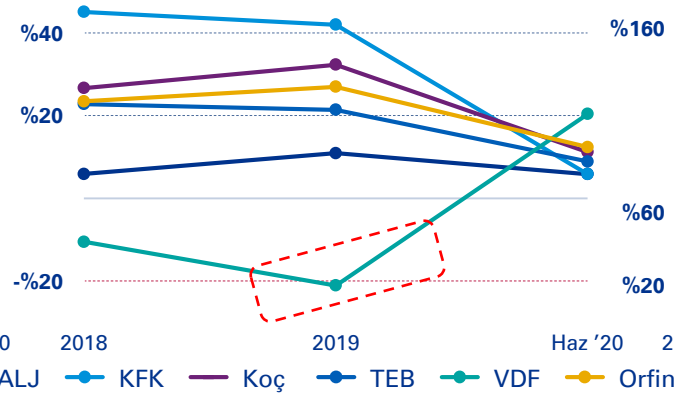
Toplam Finansman Kredisi, Milyon TL



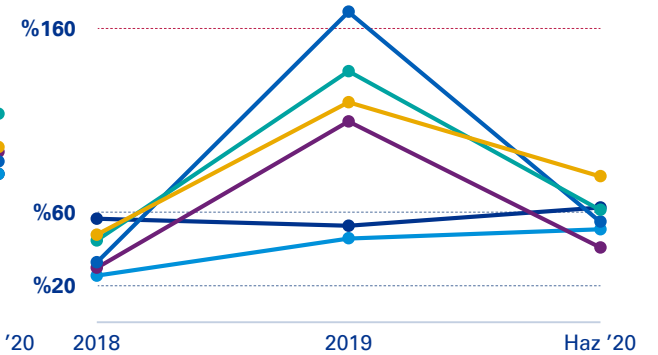
Takipteki Kredi Oranları, %



Özsermaye Karlılığı, %



Gider/Gelir, %



Kaynak: Şirketler

Kaynak: Şirketler

Kaynak: Şirketler

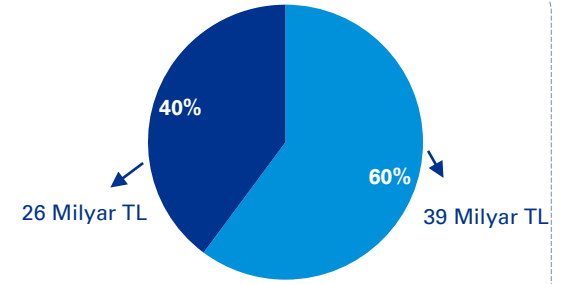
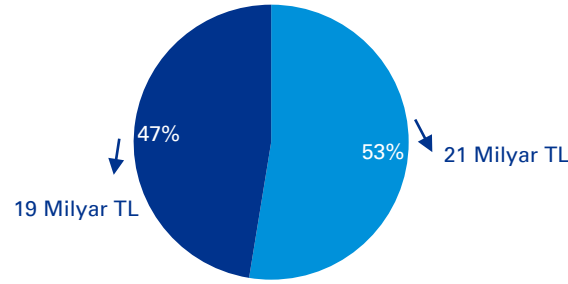
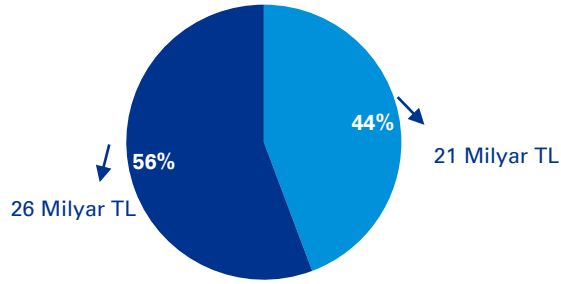
Rakip Analizi - Bankalar ve Finansman Şirketleri

Araç Kredileri Pazar Payları (%) ve Hacimleri (Milyar TL)

2018

2019

2020



Kaynak: Merkez Bankası

Bankalar Finansman Şirketleri

Bankalar

%31

%69

%31

%69

%31

%69

Finansman Şirketleri

37%

63%

34%

66%

38%

62%

100%

Kaynak: TCMB

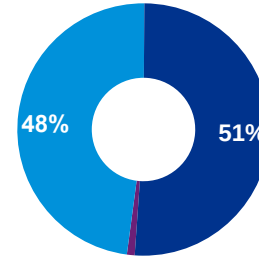
Bireysel Araç Kredileri Ticari Araç Kredileri

VDF Finansman A.Ş. Şirket Profili (1/2)

Genel Bakış

- 1999 yılında %51 Volkswagen Financial Services A.G ve %49 Doğu Otomotiv ortaklığıyla kurulan VDF Finansman, Türkiye'nin ilk finansman şirketlerindendir.
- Şirket merkezi İstanbul Kağıthane'de olup, değerlendirme tarihi itibarıyla personel sayısı 94'tür.
- Şirket Volkswagen (VW) Grup yeni araç ve VW Grup veya VW Grup dışı 2.el araç finansmanı yapmaktadır. Kasko, markalı kasko, uzatılmış garanti, kredi koruma sigorta ürünleri krediye dahil edilebilmektedir.
- Şirket müşterilere krediye konu araç satışlarının gerçekleştiği yetkili satıcılarda hizmet vermektedir. 2020 yıl sonu itibarı ile Türkiye'de toplam 195 noktada hizmet vermektedir.

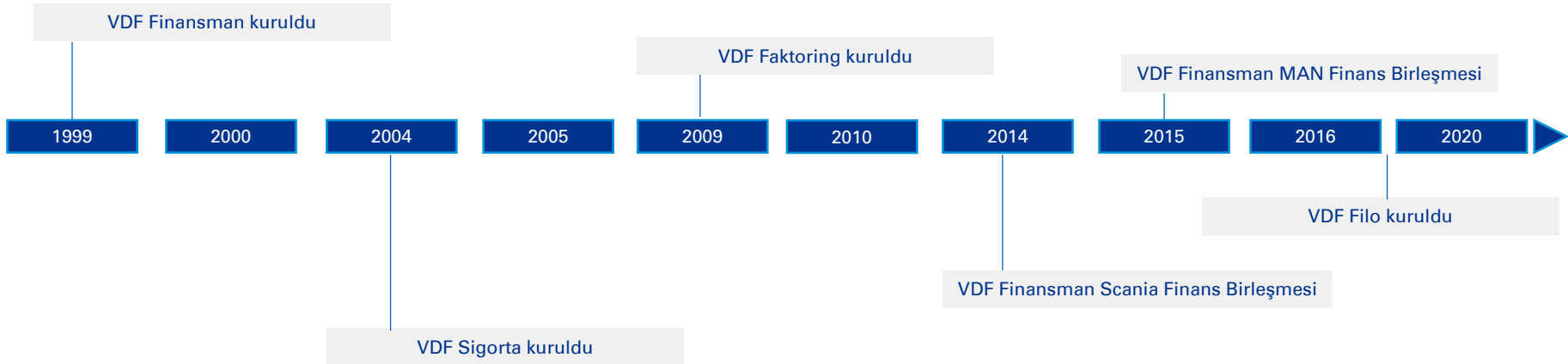
Ortaklık Yapısı



- Garanti Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş. (%0.0)
- Doğu Tarımsal Projeler Ar&Ge Hiz. (%0.0)
- Doğu Holding A.Ş. (%1.0)
- Dogus Otomotiv Servis ve Tic. A.Ş.
- Volkswagen Financial Services AG

Müşteri Yönetimi

Volkswagen Doğu Finansman A.Ş. Tarihçe



Kaynak: Müşteri Yönetimi

VW Grup Markaları



Gelir Profili

	2018	2019	2020
Kontrat Sayısı (Bin Adet)	129.9	80.2	61.2
Faiz Geliri/Toplam Gelir	%90	%79	%91
Faiz Geliri Büyümesi (%)	%21	%(6)	%(23)

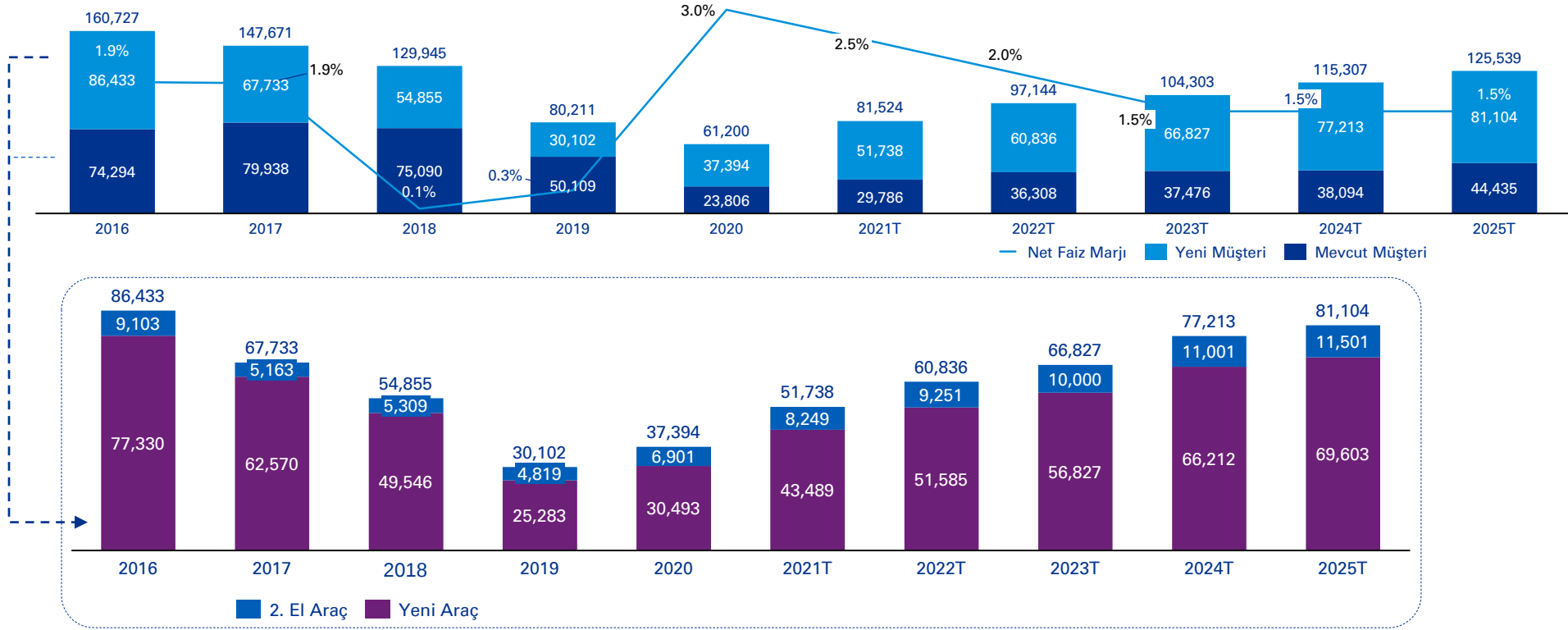
Sermaye Profili

Faiz Getiren Ort. Varlık (Mn TL)	8,070	6,243	5,604
Takipteki Krediler (Mn TL)	489	324	195
Takipteki Krediler Oranı (%)	6.1%	6.0%	2.7%
Net Faiz Marjı (%)	1.1%	0.8%	2.9%
Özsermaye Karlılığı (%)	(10.5)%	(21.1)%	20.4%

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

Projeksiyon ve Varsayımlar (1/4)

VDF Finansman Toplam Kontrat Sayısı ve Net Kar Marjı

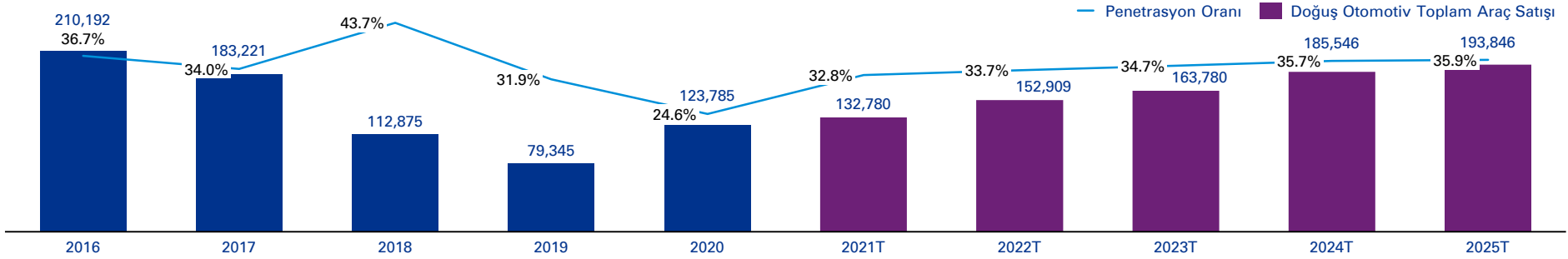


Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

VDF Finansman'ın Değerleme Tarihi itibarı ile 61,200 adet araçtan oluşan kontrat sayısının yıllık ortalama %13 oranında büyüme ile 2025 yılsonuna kadar 125 bin adete yükselerek 2018 yılı hacmine geri ulaşması öngörülmektedir.

2018 yılının ikinci yarısında gerçekleşen kur krizi ve sonrasında 2019 yılında yaşanan genel ekonomik durgunluk otomotiv sektörünü de etkilemiştir (sayfa 24). 2019 yılında araç satışlarındaki gerilemeye bağlı olarak VDF Finansman'ın kontrat adetleri de negatif olarak etkilemiştir. 2020 yılında tüketicinin arabayı bir yatırım aracı olarak görmesi ile birlikte ülkede araç satışları artsa da nakit satın alım tercihinin yüksek olması, kontrat adetlerinde düşüşe neden olmuştur.

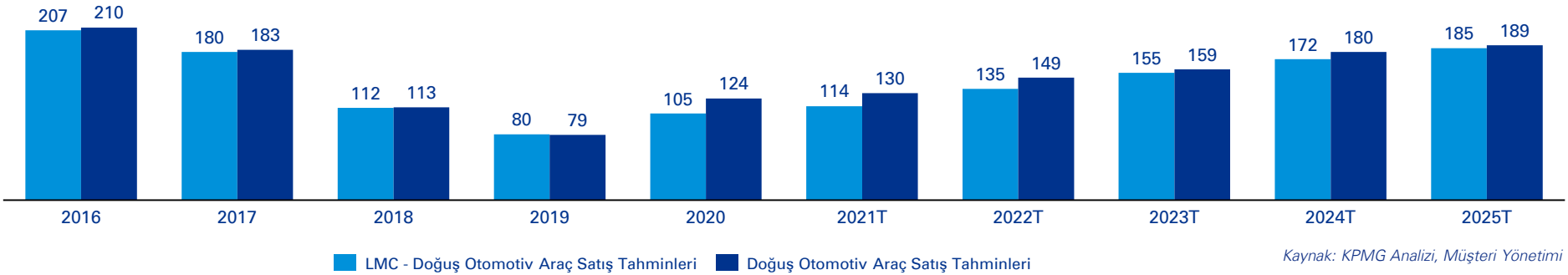
Doğuş Otomotiv Toplam Araç Satışı ve VDF Finansman Sıfır Araç Penetrasyonu (Bin TL)



VDF Finansman tahmini dönemde Doğuş Otomotiv'in satacağı araçların ortalama %35'ini finanse etmeyi hedeflemektedir. Bu penetrasyon oranı şirketin geçmiş yıllar performansı ile paraleldir.

Doğuş Otomotiv ve LMC Araç Satış Tahminleri Karşılaştırması (Bin Adet)

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi



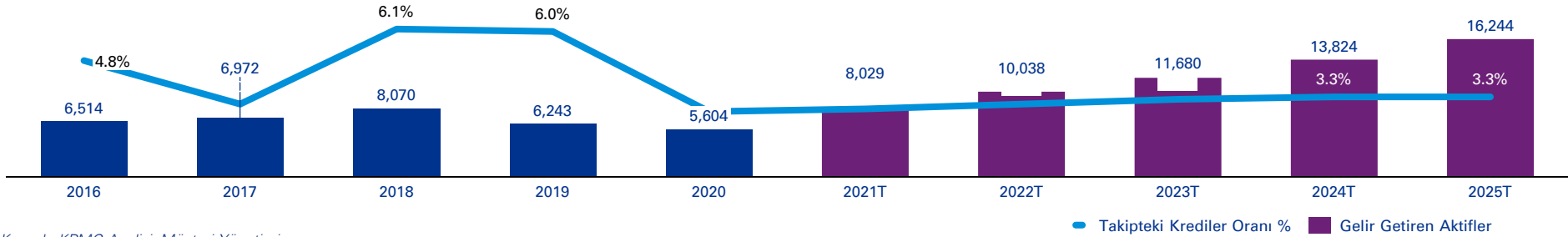
Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

Değerleme çalışmamızda VDF Finansman ve Doğuş Otomotiv'in öngördüğü satış tahminleri bağımsız sektör tahminleri ile karşılaştırılmış ve uygunluğu test edilmiştir. LMC Automotive Limited ("LMC")'in 2021 – 2025 yılları Türkiye VW Grubu araç satış tahminleri ile Doğuş Otomotiv'in satış tahminleriyle yukarıdaki grafikte karşılaştırılmıştır. Doğuş Otomotiv'in satış tahminleri LMC ile önemli oranda paralellik göstermektedir. Tahminler arasındaki temel farklılık LMC tahminlerinde ağır vasıta satışlarının bulunmamasından kaynaklanmaktadır.

Projeksiyon ve Varsayımlar (3/4)

Gelir Getiren Aktifler (Ortalama Milyon TL) ve Takipteki Krediler Oranı (%)

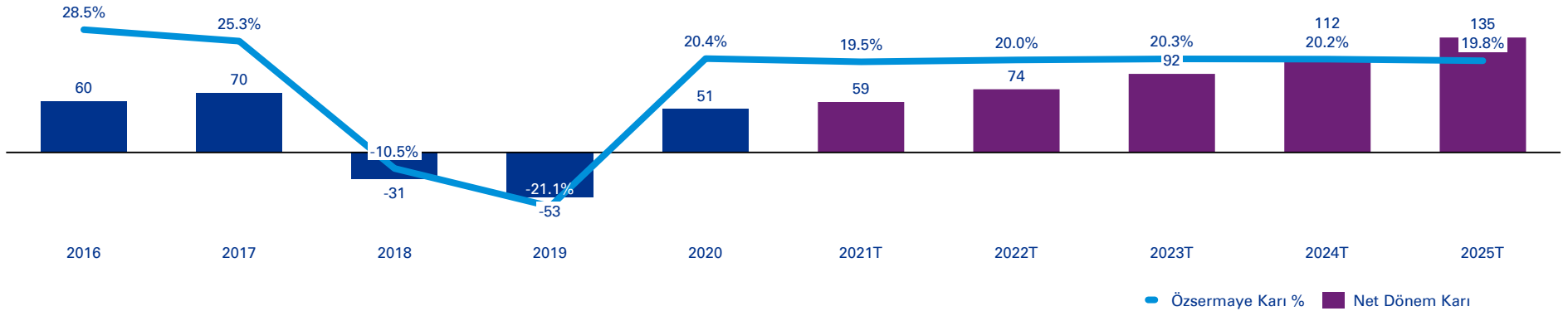
2018 yılı ortasında meydana gelen kur krizi, 2019 yılında da olumsuz gidişatını sürdürmüştür. 2018 ve 2019 yıllarında yeni kontrat sayıları önemli oranda düşerken, takipteki kredi oranı 2017 yılına göre iki katına çıkmıştır. Ağır vasıta müşterilerin performansındaki kötüleşme ile birlikte bazı filo kiralama şirketleri iflas etmiş, bu nedenle ilgili dönemlerde ayrılan karşılıklarda ciddi artış görülmektedir.



Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

Net Dönem Karı (Milyon TL) ve Özsermaye Karlılık Oranı (%)

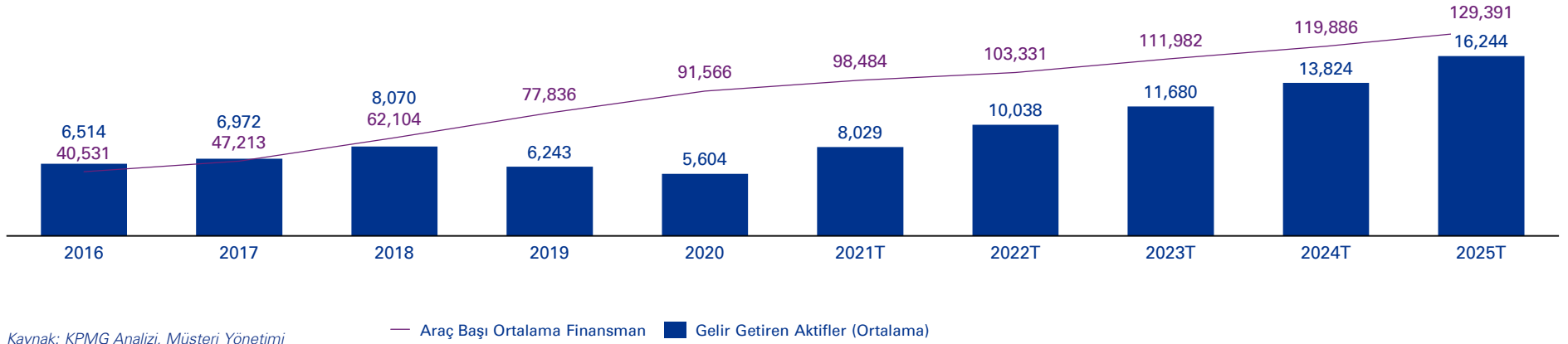
Araç piyasasında meydana gelen küçülme ve takipteki kredilerde meydana gelen artış neticesinde, Özsermaye karlılık oranı 2018 ve 2019 yıllarında ciddi biçimde etkilenmiştir. Şirket yönetimi, projeksiyon döneminde Özsermaye karlılık oranının 2018 yılı öncesi performansa yakınsayacağını öngörmektedir.



Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

Projeksiyon ve Varsayımlar (4/4)

Gelir Getiren Aktifler (Milyon TL) ve Araç Başı Ortalama Finansman (TL)





VDF Finansman

Gelir Yaklaşımı

Volkswagen Doğuş Finansman - Artık Gelir Yöntemi										
bin TL	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	Nihai Dönem	
Dönem Başı Defter Değeri (a)	310,565	275,591	223,181	273,763	332,963	406,978	499,128	611,464	746,105	
Dönem Sonu Defter Değeri	275,591	223,181	273,763	332,963	406,978	499,128	611,464	746,105		
Net Dönem Karı / Zararı	(30,800)	(52,612)	50,736	59,200	74,015	92,151	112,336	134,641	149,110	
Özsermaye Getiri Oranı % (d)	(10.5)%	(21.1)%	20.4%	19.5%	20.0%	20.3%	20.2%	19.8%	20.0%	
Özsermaye Maliyeti % (b)				20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	
Özsermaye Yükü (-) (c) = (a) x (b)				(56,056)	(68,178)	(83,333)	(102,202)	(125,204)	(152,773)	
Artık Gelir (d - c)				3,144	5,837	8,818	10,134	9,437	(3,663)	
Nihai Dönem Düzeltme Çarpanı				1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	9.19	
Bugünkü Değer Katsayısı				0.83	0.69	0.57	0.47	0.39	0.39	
Artık Gelirlerin Cari Değeri				2,610	4,021	5,042	4,810	3,718	(13,271)	
Toplam: Artık Gelirlerin Cari Değeri			6,931							
Defter Değeri (31.12.2020)			273,763							
Hisse Değeri (31.12.2020)			280,694							
Defter Değeri Çarpanı			1.03x							

Volkswagen Doğuş Finansman - Artık Gelir Yöntemi					
bin TL		Özkaynak Karlılığı			
31 Ara 20		(0.5)%	-	0.5%	
Özsermaye Maliyeti % +/-	(0.5)%	279,373	300,403	321,432	
		260,696	280,694	300,693	
	0.5%	243,799	262,857	281,916	

Artık Gelir Yönteminde 2021 – 2025 yılları ve sonrası nihai dönemde Özsermaye tutarı tahmini ile Özsermaye maliyetinin çarpılması sonucunda hesaplanan Özsermaye Yükü, Dönem Net Karından düşülerek ilgili yıllara ilişkin artık gelirler hesaplanmıştır. Değerleme tarihine indirgenen artık gelirler, 31.12.2020 tarihli Defter Değeri'ne eklenerek, VDF Finansman'a ilişkin Hisse Değeri hesaplanmıştır.

Bu yöntem ile amaçlanan, VDF Finansman'ın elinde tutacağı özsermayesinden fayda maliyetinin ne kadar üzerinde getiri elde edebileceğini hesaplamaktır.

VDF Finansman'a ilişkin hesaplanan hisse değerinin iskonto oranı (Özsermaye Maliyeti) ve Özkaynak Karlılığına duyarlılığı yandaki tabloda sunulmuştur.

Hesaplanan hisse değeri 31.12.2020 tarihi itibarı ile 1.03x'lik F/DD çarpanına denk gelmektedir.

Garantili Özsermaye Yöntemi

Volkswagen Doğuş Finansman - Garantili Özsermaye Yöntemi									
bin TL	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	Nihai Dönem
Dönem Başı Defter Değeri	310,565	275,591	223,181	273,763	332,963	406,978	499,128	611,464	746,105
Dönem Sonu Defter Değeri	275,591	223,181	273,763	332,963	406,978	499,128	611,464	746,105	
Net Dönem Karı / Zaranı	(30,800)	(52,612)	50,736	59,200	74,015	92,151	112,336	134,641	149,110
Özsermaye Getiri Oranı %	(10.5)%	(21.1)%	20.4%	19.5%	20.0%	20.3%	20.2%	19.8%	20.0%
Ortalama Özsermaye Getiri Oranı (FY21-25)			20.0%	(a)					
Ortalama Özsermaye Maliyeti (FY21-25)			20.5%	(c)					
Sürdürülebilir Büyüme Oranı %			9.60%	(b)					
Hesaplanan F/DD Çarpanı			0.95x	(a-b)/(c-b)					
Defter Değeri (31.12.2020)			273,763						
Hisse Değeri (31.12.2020)			261,404						

Garantili Özsermaye Yönteminde, Değerleme Tarihli Defter Değeri hesaplanan Fiyat/Defter Değeri (F/DD) çarpanı ile çarpılarak VDF Finansman'a ilişkin Hisse Değeri hesaplanmıştır.

Hesaplanan F/DD çarpanı şirketin gelecek yıllar için tahmin edilen sürdürülebilir özsermaye getiri oranının, özsermaye maliyetinden büyüklüğünü dikkate alarak bir defter değer çarpanı vermektedir. VDF Finansman için hesaplanan F/DD çarpanı 0.95x'dir.

VDF Finansman'a ilişkin hesaplanan hisse değerinin iskonto oranı (Özsermaye Maliyeti) ve Özkaynak Karlılığına duyarlılığı yandaki tabloda sunulmuştur.

Volkswagen Doğuş Finansman - Garantili Özsermaye Yöntemi				
bin TL		Özkaynak Karlılığı		
31 Ara 20		(0.5)%	-	0.5%
	(0.5)%	260,809	274,001	287,193
Özsermaye Maliyeti % +/-		248,819	261,404	273,990
	0.5%	237,883	249,915	261,948

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi

Volkswagen Doğuş Finansman - İndirgenmiş Temettü Akımları									
bin TL	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	Nihai Dönem
Dönem Başı Defter Değeri	310,565	275,591	223,181	273,763	332,963	406,978	499,128	611,464	746,105
Dönem Sonu Defter Değeri	275,591	223,181	273,763	332,963	406,978	499,128	611,464	746,105	(a)
Net Dönem Karı / Zaranı	(30,800)	(52,612)	50,736	59,200	74,015	92,151	112,336	134,641	149,110
Özsermaye Getiri Oranı %	(10.5)%	(21.1)%	20.4%	19.5%	20.0%	20.3%	20.2%	19.8%	20.0%
Özsermaye Getiri Oranı			20.0%	(b)					(b)
Nihai Büyüme			9.6%	(c)					
Kar Dağıtmama Oranı			48%	(c)/(b)					
Kar Dağıtma Oranı			52%	(d)=1-(c)/(b)					
Dağıtılacak Temettü				(a)x(d)					77,484
Nihai Dönem Düzeltme Çarpanı									9.19
Bugünkü Değer Çarpanı									0.39
Hisse Değeri (31.12.2020)			280,694						
Defter Değeri Çarpanı			1.03x						

Volkswagen Doğuş Finansman - İndirgenmiş Temettü Akımları				
bin TL		Özkaynak Karlılığı		
31 Ara 20		(0.5)%	-	0.5%
	(0.5)%	293,277	300,403	307,180
Özsermaye Maliyeti % +/-		274,036	280,694	287,028
	0.5%	256,622	262,857	268,788

İndirgenmiş Temettü Akımları yönteminde, VDF Finansman'ın Nihai Dönemde dağıtabileceği temettü tutarı, hesaplanan Özsermaye Maliyeti ile Değerleme Tarihine indirgenerek VDF Finansman için hisse değeri hesaplanmıştır.

Nihai Dönem'de dağıtılabilecek temettü miktarı belirlenirken, VDF Finansman'ın uzun dönemde operasyonlarını benzer karlılık oranlarında ve enflasyon tahminlerine paralel olarak büyütebileceği varsayılmıştır.

VDF Finansman'a ilişkin hesaplanan hisse değerinin iskonto oranı (Özsermaye Maliyeti) ve Özkaynak Karlılığına duyarlılığı yandaki tabloda sunulmuştur.

Hesaplanan hisse değeri 31.12.2020 tarihi itibarı ile 1.03x'lik F/DD çarpanına denk gelmektedir.



VDF Finansman

Piyasa Yaklaşımı

Volkswagen Doğuş Finansman - Piyasa Çarpanları Analizi					
Milyon TL 31.12.2020					
Şirket İsmi	Ülke	Fiyat/ Kazanç		Fiyat/ Defter Değeri	
		SMY	S12A	SMY	S12A
İs Finansal Kiralama Anonim Şirketi	Türkiye	31.9x	22.7x	2.2x	1.9x
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	Türkiye	27.0x	12.9x	3.0x	2.6x
Seker Finansal Kiralama A.Ş.	Türkiye	n/a	24.7x	4.1x	3.6x
Akbank T.A.Ş.	Türkiye	6.7x	6.3x	0.7x	0.6x
Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	Türkiye	7.1x	6.8x	0.8x	0.7x
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	Türkiye	6.6x	4.4x	0.4x	0.3x
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	Türkiye	29.1x	11.8x	0.7x	0.6x
Türkiye Sinai Kalkınma Bankası A.Ş.	Türkiye	6.8x	7.3x	1.0x	0.9x
Türkiye İs Bankası A.Ş.	Türkiye	5.2x	4.3x	0.5x	0.5x
Türkiye Vakıflar Bankası Türk Anonim Ortaklığı	Türkiye	5.5x	2.7x	0.6x	0.4x
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	Türkiye	7.2x	5.7x	0.6x	0.6x
Düşük		5.2x	2.7x	0.4x	0.3x
Yüksek		7.2x	7.3x	1.0x	0.9x
Ortalama		6.5x	5.3x	0.66x	0.58x
Medyan		6.7x	5.7x	0.65x	0.58x

Yukarıdaki tabloda mavi ile işaretli değerler hesaplamalarda dikkate alınmaktadır, diğer değerler uç değer olarak kabul edilmiş ve hesaplamalara dahil edilmemiştir.

Pazar yaklaşımını çerçevesinde Karşılaştırılabilir Şirketler yöntemini uygulayabilmek adına VDF Finansman ile benzer faaliyetlerde olan ve payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler incelenmiştir. Borsa İstanbul'da halka açık finansman şirketi bulunmamaktadır. Finansman şirketlerinin operasyonları finansal hizmetler alanında faaliyet gösteren diğer firmalardan (banka, sigorta, faktoring ve finansal kiralama) en çok bankalar ile benzeşmektedir. Bu nedenle Karşılaştırılabilir Şirketler yönteminde . Borsa İstanbul'da yer alan bankalar incelenmiştir.

Finansal hizmetler alanında faaliyet gösteren firmalar çoğunlukla kendi ülkelerine özgü regülasyonlara tabi olmaktadır ve bu durum başka ülke firmaları ile karşılaştırmayı güç kılmaktadır. Bu nedenle Pazar yaklaşımı çerçevesinde yurtdışı borsalarından ulaşılan benzer şirketler birebir benzer olarak dikkate alınmamıştır.

Karşılaştırılabilir Şirketler yönteminde bankalar haricinde finansal kiralama firmaları da incelenmiştir. Finansal Kiralama şirketlerin Fiyat/Kazanç ve Fiyat/Defter Değeri çarpanlarının bankalar ile karşılaştırıldığında çok yüksek kaldığı ve VDF Finansman ile birebir karşılaştırılabilir olmadığı görülmektedir.

Volkswagen Doğuş Finansman - Piyasa Çarpanları Analizi								
bin TL	Fiyat/ Kazanç				Fiyat/ Defter Değeri			
31.12.2020	Düşük	Yüksek	Ortalama	Medyan	Düşük	Yüksek	Medyan	Ortalama
Seçili Çarpan: SMY	5.24x	7.23x	6.45x	6.73x	0.43x	0.97x	0.65x	0.66x
Parametre	50,736				273,763			
Hisse Değeri	265,929	366,659	327,462	341,594	118,000	265,408	177,194	180,721

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi

Benzer İşlemler Analizi

Tamamlan	Hedef Şirket	Satın Alan Şirket	İşlem Büyüklüğü (Milyon ABD Dolar)	Raporlanan Defter Değeri Çarpanı (1.Yıl)	Raporlanan Defter Değeri Çarpanı (2.Yıl)
16.08.2016	Volvofinans Bank AB (40% Stake)	Volvo Car Corporation Ltd.	196	1.06x	0.95x
5.01.2016	Hyundai Capital Services, Inc. (23.3% Stake)	Hyundai Motor Co; Kia Motors Corporation	595	0.83x	0.84x
27.09.2013	HRG Group, Inc. (13.06% Stake)	Jefferies Financial Group Inc.	158	-	1.15x
14.02.2013	White River Capital, Inc.	Parthenon Capital Partners	78	1.08x	0.94x
19.05.2011	BFI Finance Indonesia Tbk PT (45% Stake)	Trinugraha Capital & Co SCA	170	1.65x	2.21x
1.08.2011	Fremont Michigan InsuraCorp, Inc.	Auto Club Insurance Association	64	1.31x	1.39x
Düşük				0.83x	0.84x
Yüksek				1.65x	2.21x
Medyan				1.08x	1.05x
Ortalama				1.18x	1.25x

Volkswagen Doğuş Finansman - Benzer İşlemler Analizi

bin TL	Fiyat/ Defter Değeri			
31.12.2020	Düşük	Yüksek	Medyan	Ortalama
Seçili Çarpan: 1.Yıl	0.83x	1.65x	1.08x	1.18x
Parametre	273,763			
Hisse Değeri	226,101	451,463	296,759	324,327

Volkswagen Doğuş Finansman - Benzer İşlemler Analizi

bin TL	Fiyat/ Defter Değeri	
31.12.2020	Düşük	Yüksek
Seçili Çarpan: Hyundai & Volvo	0.83x	1.06x
Parametre	273,763	
Hisse Değeri	226,101	289,066

Pazar yaklaşımını çerçevesinde Karşılaştırılabilir İşlemler yöntemini uygulayabilmek adına yurtiçi ve yurtdışı borsalarda son yıllarda taşıt finansmanı alanında gerçekleşen satın alma ve birleşme işlemleri incelenmiştir. Yurt içinde bilgileri kamu ile paylaşılmış benzer işlemlere ulaşılamaması nedeni ile yurtdışı firmaların işlemleri incelenmiştir. Yurt içinde Ziraat Finansal Kiralama A.Ş. ve Alternatif Finansal Kiralama A.Ş. benzer işlemleri incelenmiş fakat çarpan değerlerinin açıklanmaması sebebi ile dikkate alınmamıştır.

Belirlenen işlemlere konu olan firmalar sadece taşıt finansmanına odaklanmış firmalar veya portföyünde taşıt finansman hizmeti de bulunun firmalardır. Hyundai Capital Services, Inc ve Volvo Bank AB'nin satışa konu olduğu işlemler (ilk tabloda mavi ile işaretli) VDF Finansman ile faaliyetlerinin benzer olması nedeni ile ayrı olarak incelenmiştir.

Finans sektörü firmaları çoğunlukla kendi ülkelerine özgü regülasyonlara tabi olmaları nedeni ile Pazar yaklaşımı analizimiz kapsamında incelenmiş ancak birebir benzer olarak dikkate alınamamıştır.

VDF Finansman, 30 Eylül 2014 tarihinde Scania Tüketici Finansmanı A.Ş.'nin %100 oranındaki hisselerini 15,978 bin TL bedel karşılığında satın almıştır. Scania Tüketici Finansman'ın 30.09.2014 tarihli defter değerinin 16,395 bin TL olduğu göz önünde bulundurulursa, işlemin 0.97x Defter Değeri çarpanı üzerinden yapıldığını görmekteyiz. İlgili çarpan değeri, hesaplamamızda kullanılan çarpan aralığı içerisinde bulunmaktadır.

VDF Finansman, 5 Ekim 2015 tarihinde MAN Finansman A.Ş.'nin %100 oranındaki hisselerini 33,297 bin TL bedel karşılığında satın almıştır. MAN Finansman A.Ş'nin işlem tarihindeki defter değeri negatif olduğu sebebiyle herhangi bir çarpan hesaplaması yapamamaktayız.

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



VDF Servis

Değerleme Özeti – VDF Servis (1/2)

Rapor bütününde anlatılan değerlendirme yaklaşımları ve kullanılan varsayımlar doğrultusunda



VDF Faktoring'in hisse değeri 160 milyon TL ile 260 milyon TL aralığında,



VDF Filo'nun hisse değeri 530 milyon TL ile 650 milyon TL aralığında,



VDF Sigorta'nın hisse değeri 230 milyon TL ile 300 milyon TL aralığında hesaplanmıştır.

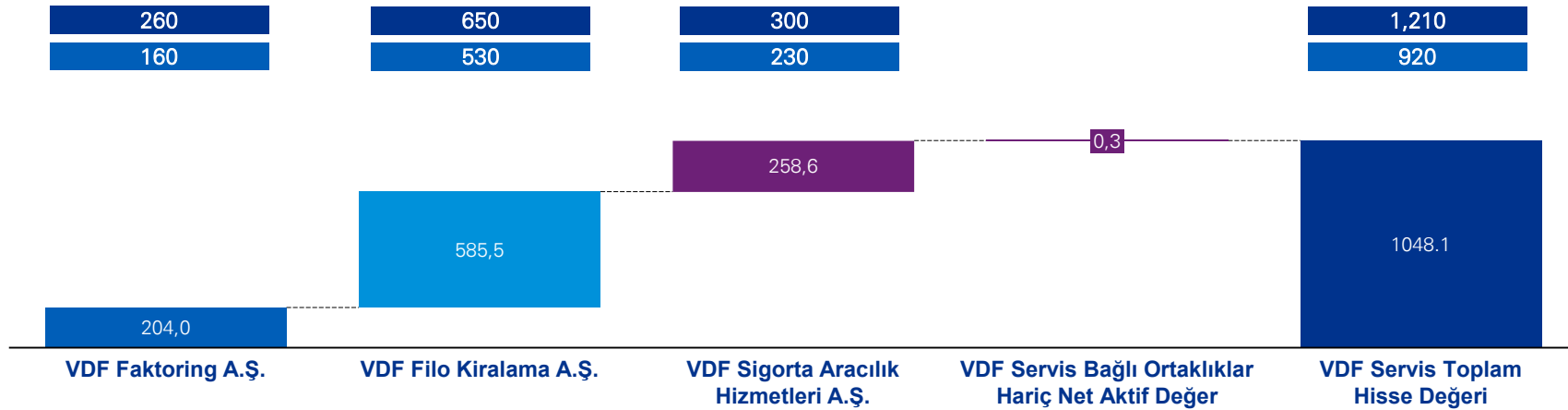


Bağlı ortaklıkları ile beraber VDF Servis'in hisse değeri 920 milyon TL ile 1.210 milyon TL aralığında hesaplanmış, **makul hisse değeri** olarak bu değer bandının orta noktası **1,048,484,725.85 TL** belirlenmiştir.

VDF Servis & Bağlı Ortaklıklar Sonuç Değer Aralıkları (milyon TL)

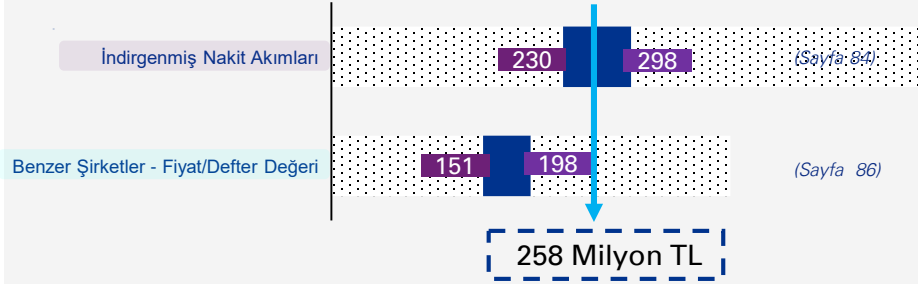
Yüksek

Düşük

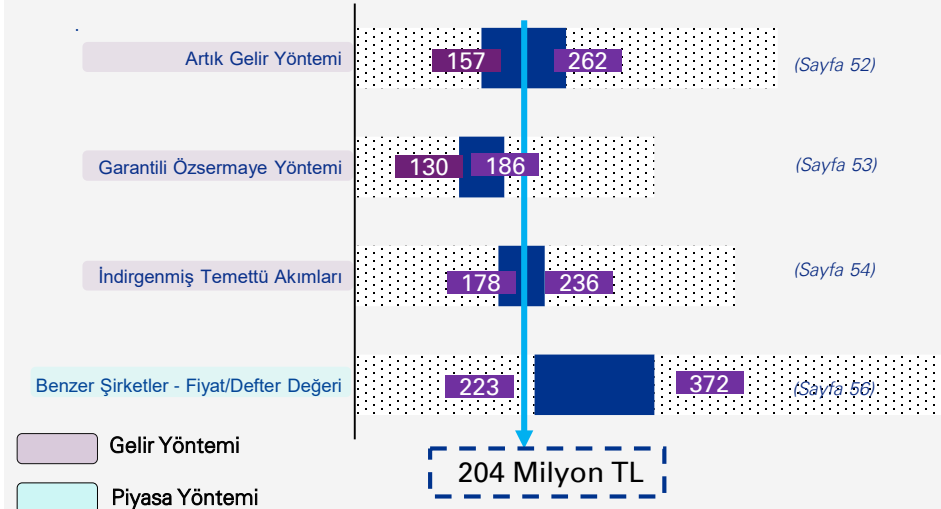


Kaynak: KPMG Analizi

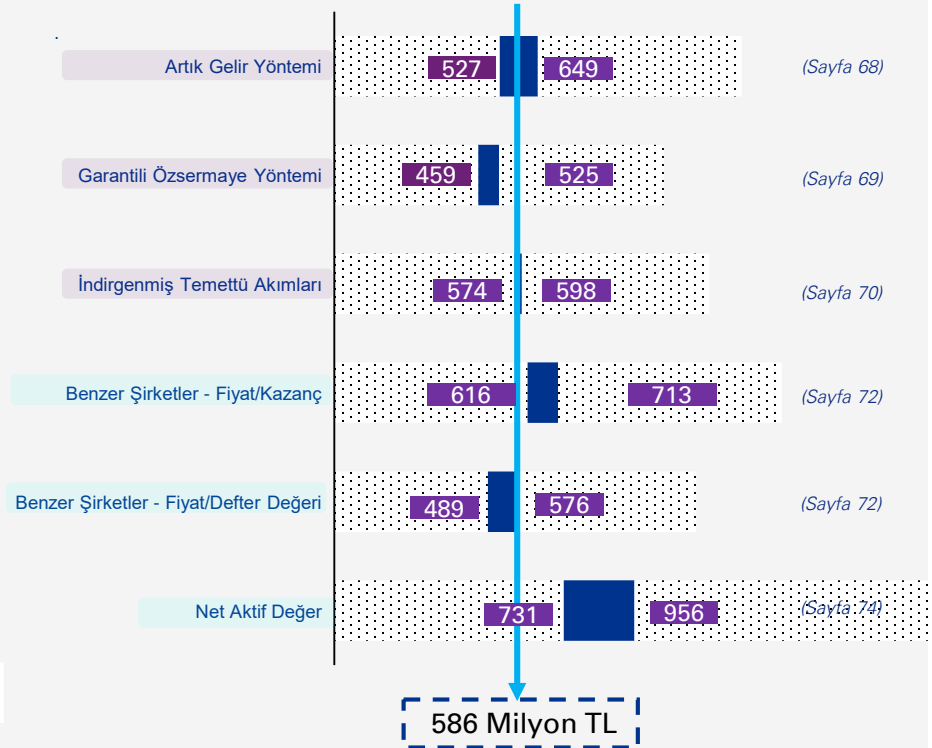
VDF Sigorta Hisse Değeri Aralığı (Milyon TL) – 31 Aralık 2020



VDF Faktoring Hisse Değeri Aralığı (Milyon TL) – 31 Aralık 2020



VDF Filo Hisse Değeri Aralığı (Milyon TL) – 31 Aralık 2020



Kaynak: KPMG Analizi

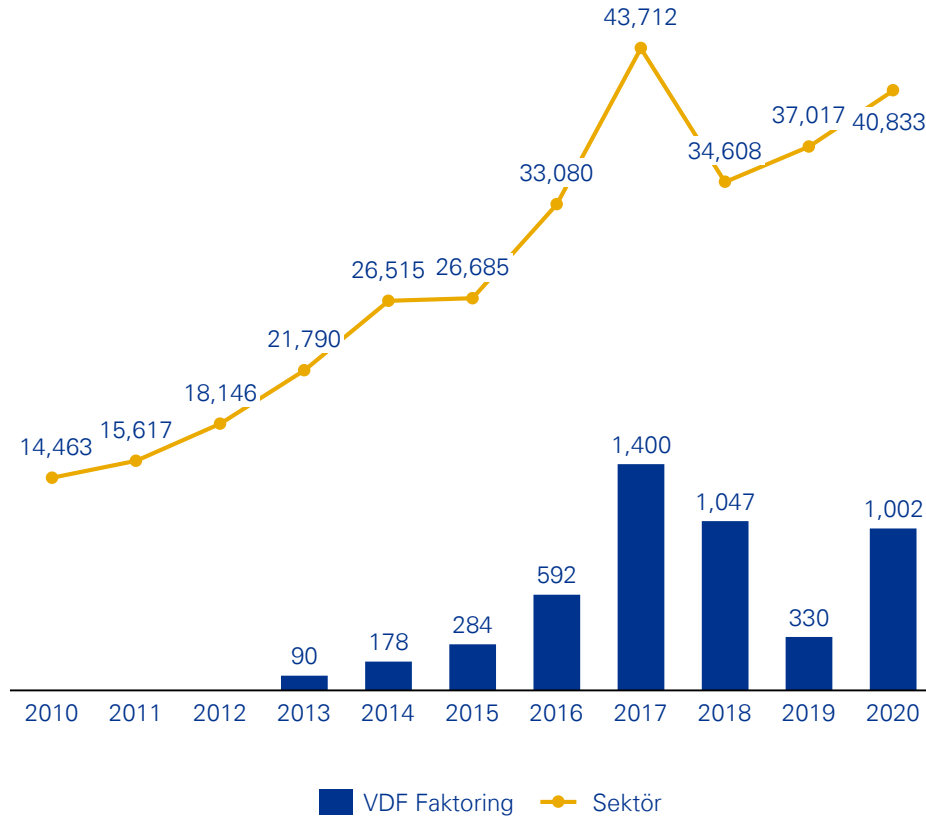


VDF Faktoring Değerleme Analizi ve Varsayımları

Aktif Büyüklükler Sektör ve Şirket Karşılaştırması - Faktoring

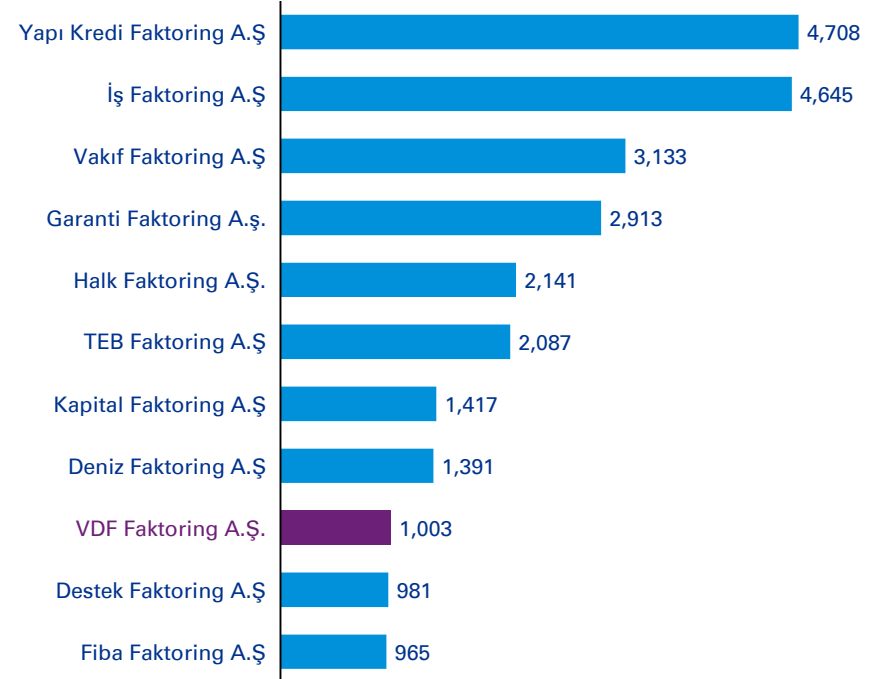
Aktif Büyüklükler

Milyon TL



Faktoring Şirketleri Aktif Büyüklüğü Sıralaması

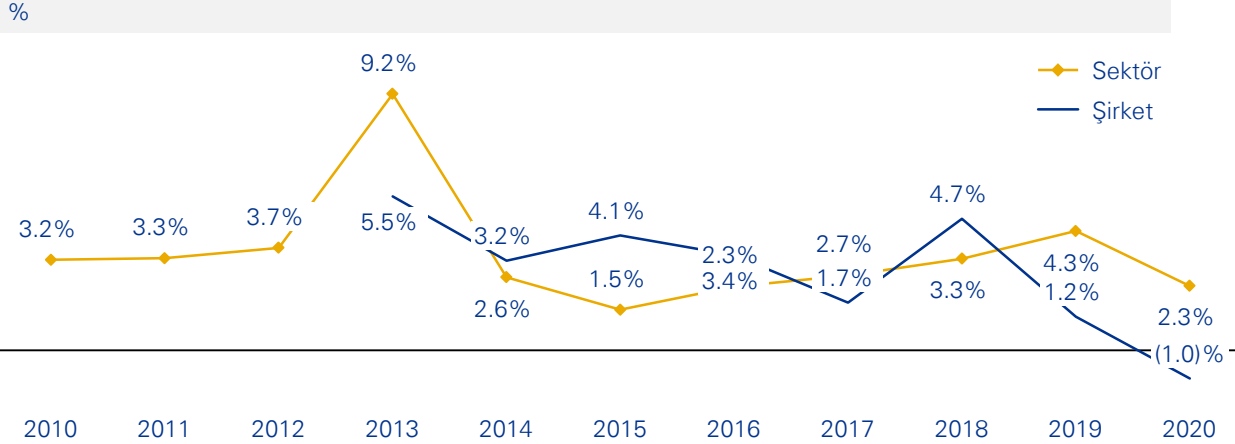
Milyon TL, 2020



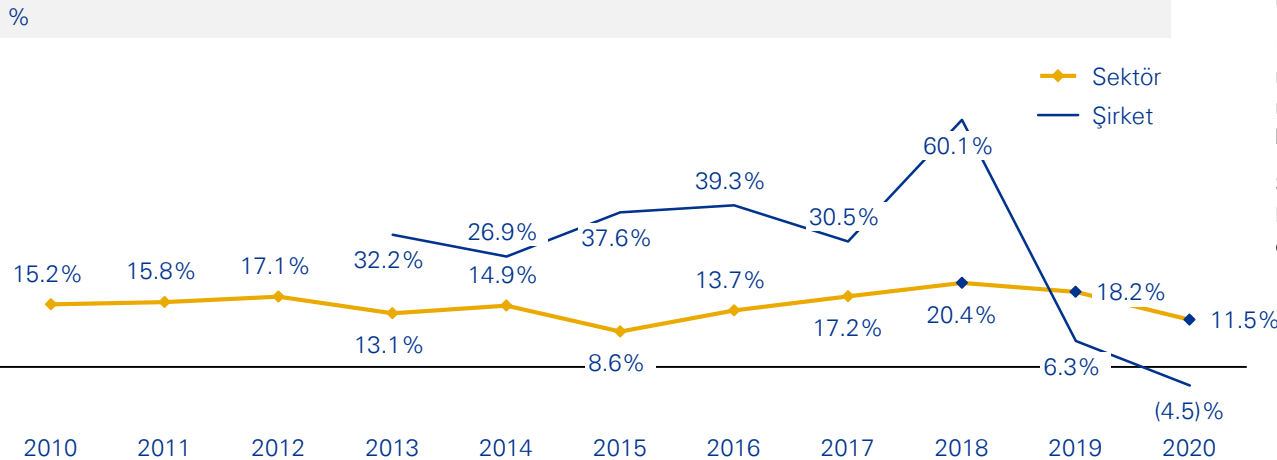
Kaynak: BDDK

Karlılık Oranları Sektör ve Şirket Karşılaştırması - Faktoring

Aktif Karlılık Oranı



Özsermaye Karlılık Oranı



Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi, BDDK

Faktoring sektöründe banka iştiraki olarak faaliyet gösteren firmaların büyüklük sıralamasında üstlerde olduğu gözlenmektedir. VDF Faktoring özellikle otomotiv sektöründe Doğu Oto, MAN Kamyon ve Yüce Auto gibi belli başlı müşterilere faktoring hizmeti sunmaktadır. Bu anlamda diğer büyük faktoring şirketlerinden farklılaşmaktadır.

VDF Faktoring özelinde 2019 ve 2020 yıllarında karlılığın düşmesindeki en önemli etken şirketin önemli müşterilerinden olan ve 2020 Kasım ayı sonu itibarıyla 15.9 milyon EUR faktoring alacağı bulunan Şensan bayisinden kaynaklanmaktadır.

VDF Faktoring'in 2015 yılında çalışmaya başladığı Şensan Bayisi, yakın zamana kadar MAN'ın Türkiye'deki en büyük bayisi olduğu bilgisi tarafımıza iletilmiştir. 2019 yılının Mart ayında konkordatoya başvuran Şensan'ın, VDF Faktoring'de rehinli araçları bulunmaktadır.

Bu bayiden faktoring alacakları için Haziran 2019'da 34.2 milyon TL, Aralık 2019'da 40.0 milyon TL, Haziran 2020'de 40 milyon TL ve Aralık 2020'de 45.7 milyon TL karşılık ayrıldığı bilgisi VDF Faktoring yönetimi tarafından iletilmiştir.

Şensan bayisinin karlılık üzerindeki etkisinin 2021 yıl sonuna kadar devam edeceği öngörüldükçe, sonrasında kademeli olarak düzelmesi beklenmektedir.

Genel Bakış

VDF Faktoring A.Ş. 2010 yılında faktoring hizmetleri sağlamak için kurulmuştur. %51 Volkswagen Financial Services A.G. ve %49 Doğu Grubu'nun ortaklığı ile kurulan şirket VDF Servis bünyesinde hizmet vermektedir.

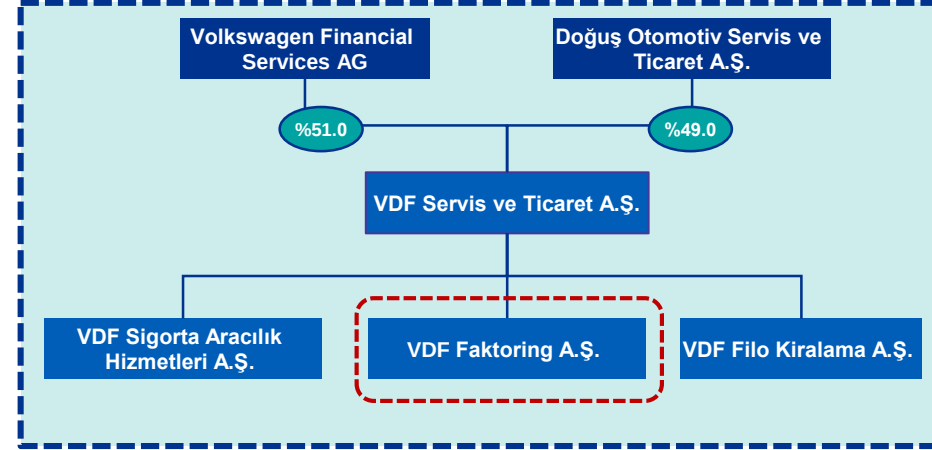
Şirket merkezi İstanbul Kağıthane'de olup, değerlendirme tarihi itibarıyla şirketin personel sayısı 19'dur.

Ana müşterileri olan Doğu Otomotiv A.Ş., Yüce Auto A.Ş., MAN Kamyon ve diğer müşterilerine finansman, garanti ve tahsilat hizmetleri sunmaktadır. Şirket, diğer VDF grubu şirketleri gibi; VW Grubu araçların Türkiye'deki satışına destek olmak ve arttırmak amacıyla otomotiv değer zincirinin bir parçası olarak faaliyet göstermektedir.

Performans Metrikleri

	2017	2018	2019	2020
 Faktoring Alacakları (m TL)	1,296	918	309	988
 NPL Oranı	%0	%2	%47	%38
 Net Dönem Karı (m TL)	16.5	57.9	4.2	3.0
 Özsermaye Karlılık Oranı	%31	%60	%3	%2
 Aktif Karlılık Oranı	%2	%5	%1	%0

Ortaklık Yapısı *



Vdf Faktoring A.Ş. Ortaklık Yapısı, 31 Aralık 2020

TL	Hisse Adedi	Nominal Değer
VDF Servis ve Ticaret A.Ş.	49,999,980	49,999,980
Garanti Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş.	5	5
Doğu Holding A.Ş.	5	5
Körfez Havacılık Turizm ve Ticaret A.Ş.	5	5
Doğu Tarımsal Projeler Araştırma Geliştirme Hizmetleri A.Ş.	5	5
Toplam	50,000,000	50,000,000

* Kısmi bölünme öncesi ortaklık yapısı

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

Değerleme Yöntemleri ve Varsayımlar

Uygulanan Değerleme Yöntemleri:

Uygulanan değerlendirme yöntemleri Gelir Bazlı Yaklaşım çerçevesinde (i) Artık Değer Yöntemi (sayfa 52), (ii) Garantili Özsermaye Yöntemi (sayfa 53), (iii) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi (sayfa 54) ve Pazar Yaklaşımı çerçevesinde Benzer Şirketler Yöntemidir (sayfa 56)

Takipteki Krediler Oranı (NPL %)

VDF Faktoring'in geçmiş yıllar takipteki kredi oranları incelendiğinde 2018 yılı ve öncesinde 0%- %2 aralığında olduğu gözlemlenmiştir. Bu oran 2019 yılı itibarı ile Şansan Bayı'den kaynaklanan tahsilat sıkıntısından dolayı 2019 ve 2020 yıllarında sırası ile %47 ve %38 oranına yükselmiştir. Bu alacakların 2021 yılı sonu itibarı ile tamamen zarar olarak yazılıp takipten çıkarılması ile beraber 2022 yılı itibarıyla takipteki kredi oranlarının geçmiş yıllardaki seviyesine gerileyeceği öngörülmektedir (sayfa 50).

Ticari Alacaklar

VDF Faktoring yönetimi tahmini dönemde Ticari Alacak tutarlarını 450 – 550 milyon TL aralığında sınırlamayı planlamaktadır. 2017-2018 yıllarında Ticari Alacak tutarlarının 1.3 milyar TL ve 918 milyon TL olduğu görülmektedir. Şirket yönetimi tahmini dönemde daha düşük işlem hacmi ile karlı ve düşük riskli müşterileri hedeflemektedir (sayfa 50).

Özsermaye Karlılığı

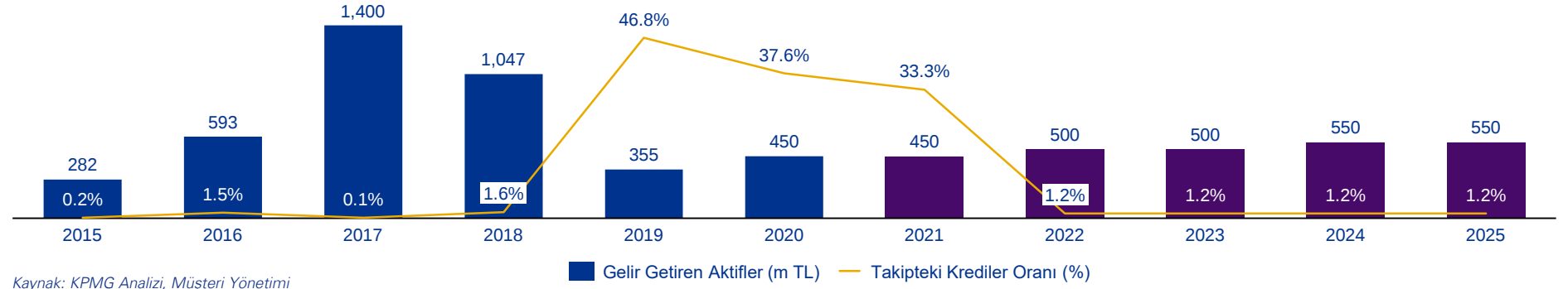
2019 ve 2020 yıllarında yukarıda bahsedilen tahsilat kabiliyeti düşük alacaklardan dolayı VDF Faktoring'in özsermaye karlılığında önemli oranda düşüş gerçekleşmiştir. Bu alacakların temizlenmesi ile beraber şirketin özsermaye karlılığının tahmini dönemde geçmiş yıllar paralel olarak %20 - %25 aralığında gerçekleşeceği öngörülmüştür (sayfa 50).

Piyasa Çarpanları Yöntemi

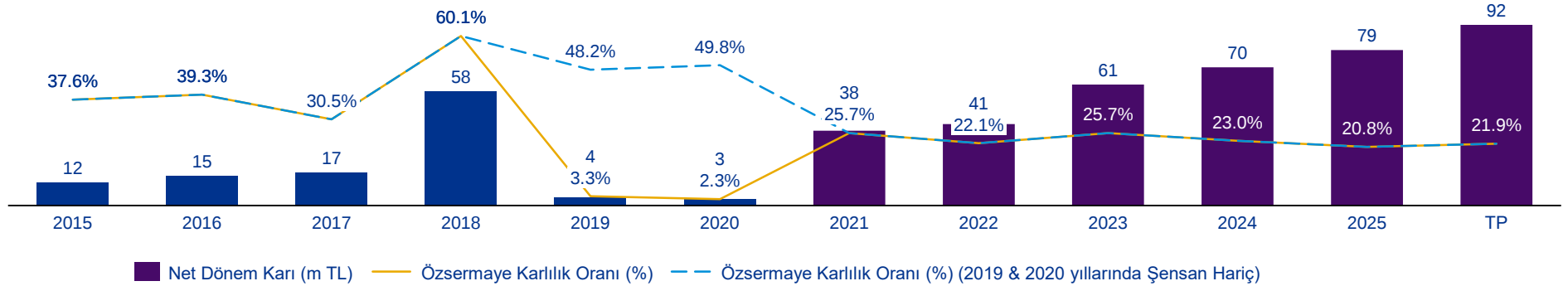
Piyasa Çarpanları yöntemi çerçevesinde Benzer Şirketler Analizi uygulanmıştır. Türkiye pazarında yakın tarihli ve bilgileri kamu ile paylaşılmış bir birleşme ve satın alma işlemine ulaşılamaması nedeni ile Benzer İşlemler yöntemi uygulanamamıştır.

Benzer Şirketler Analizinde sektörde en çok takip edilen çarpan olan Fiyat/Defter Değeri ("F/DD") çarpanı dikkate alınmış olup, çarpan analizi için VDF Faktoring'in değerlendirme tarihli defter değeri hesaplamalarda dikkate alınmıştır. Fiyat/Kazanç çarpanı ise VDF Faktoring'in net dönem karının hem Değerleme Tarihi hem de bir önceki mali yıl olan 2019 yılında takipteki krediler nedeni ile normalden düşük gerçekleşmesi sebebi ile dikkate alınmamıştır.

Yıllar İtibarıyla Gelir Getiren Aktifler ve Takipteki Krediler Oranı



Yıllar İtibarıyla Net Dönem Karı ve Özsermaye Karlılık Oranı





VDF Faktoring

Gelir Yaklaşımı

VDF Faktoring - Artık Gelir Yöntemi									
bin TL	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	Nihai Dönem
Dönem Başı Defter Değeri (a)	62,423	130,310	125,434	128,373	166,299	207,597	268,911	338,866	417,569
Dönem Sonu Defter Değeri	130,310	125,434	128,373	166,299	207,597	268,911	338,866	417,569	
Net Dönem Karı / Zararı	57,882	4,199	2,966	37,926	41,298	61,313	69,955	78,703	91,508
Özsermaye Getiri Oranı % (d)	60.1%	3.3%	2.3%	25.7%	22.1%	25.7%	23.0%	20.8%	21.9%
Özsermaye Maliyeti % (b)				19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
Özsermaye Yüğü (-) (c) = (a) x (b)				(25,429)	(32,942)	(41,122)	(53,268)	(67,125)	(82,715)
Artık Gelir (d - c)				12,497	8,356	20,191	16,687	11,578	8,793
Nihai Dönem Düzeltme Çarpanı				1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	9.80
Bugünkü Değer Katsayısı				0.83	0.70	0.58	0.49	0.41	0.41
Artık Gelirlerin Cari Değeri				10,431	5,822	11,741	8,099	4,690	34,892
Toplam: Artık Gelirlerin Cari Değeri			75,674						
Defter Değeri (31.12.2020)			128,373						
Hisse Değeri (31.12.2020)			204,047						
Defter Değeri Çarpanı			1.59x						

VDF Faktoring - Artık Gelir Yöntemi				
bin TL		Özkaynak Karlılığı		
31 Ara 20		(1.0)%	-	1.0%
	(1.0)%	209,624	235,887	262,150
Özsermaye Maliyeti % +/-		180,553	204,047	227,542
	1.0%	157,052	178,278	199,503

Artık Gelir Yönteminde 2021 – 2025 yılları tahmini dönem ve sonrası nihai dönemde ilgili yıla ilişkin Özsermaye tutarı tahmini ile Özsermaye maliyetinin çarpılması sonucunda hesaplanan Özsermaye Yüğü, Dönem Net Karından düşülerek ilgili yıllara ilişkin artık gelirler hesaplanmıştır. Değerleme tarihine indirgenen artık gelirler, 31.12.2020 tarihli Defter Değeri'ne eklenerek, VDF Faktoring'e ilişkin Hisse Değeri hesaplanmıştır.

Bu yöntemde amaçlanan, VDF Faktoring'in elinde tutacağı özsermayesinden fayda maliyetinin ne kadar üzerinde bir getiri elde edeceğini hesaplamaktır.

VDF Faktoring'e ilişkin hesaplanan hisse değerinin iskonto oranı (Özsermaye Maliyeti) ve Özkaynak Karlılığına duyarlılığı yandaki tabloda sunulmuştur.

Hesaplanan hisse değeri 31.12.2020 tarihi itibarı ile 1.59x'lik F/DD çarpanına denk gelmektedir.

Garantili Özsermaye Yöntemi

VDF Faktoring - Garantili Özsermaye Yöntemi									
bin TL	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	Nihai Dönem
Dönem Başı Defter Değeri	62,423	130,310	125,434	128,373	166,299	207,597	268,911	338,866	417,569
Dönem Sonu Defter Değeri	130,310	125,434	128,373	166,299	207,597	268,911	338,866	417,569	
Net Dönem Karı / Zaranı	57,882	4,199	2,966	37,926	41,298	61,313	69,955	78,703	91,508
<i>Özsermaye Getiri Oranı %</i>	<i>60.1%</i>	<i>3.3%</i>	<i>2.3%</i>	<i>25.7%</i>	<i>22.1%</i>	<i>25.7%</i>	<i>23.0%</i>	<i>20.8%</i>	<i>21.9%</i>
Ortalama Özsermaye Getiri Oranı (FY24-25)			21.9%	(a)					
Ortalama Özsermaye Maliyeti (FY21-25)			19.8%	(c)					
Sürdürülebilir Büyüme Oranı %			9.6%	(b)					
Hesaplanan F/DD Çarpanı			1.21x	(a-b)/(c-b)					
Defter Değeri (31.12.2020)			128,373						
Hisse Değeri (31.12.2020)			154,853						

Garantili Özsermaye Yönteminde, Defter Değeri, 31.12.2020 tarihi itibarı ile hesaplanan Fiyat/Defter Değeri çarpanı ile çarpılarak VDF Faktoring'e ilişkin Hisse Değeri hesaplanmıştır.

Hesaplanan Fiyat/Defter Değeri çarpanı şirketin gelecek yıllar için tahmin edilen sürdürülebilir özsermaye getiri oranının, özsermaye maliyetinden büyüklüğünü dikkate alarak bir defter değer çarpanı vermektedir. VDF Faktoring için hesaplanan F/DD çarpanı 1.21x'dir.

VDF Faktoring'e ilişkin hesaplanan hisse değerinin iskonto oranı (Özsermaye Maliyeti) ve Özkaynak Karlılığına duyarlılığı yandaki tabloda sunulmuştur.

VDF Faktoring - Garantili Özsermaye Yöntemi				
bin TL		Özkaynak Karlılığı		
31 Ara 20		(1.0)%	-	1.0%
Özsermaye Maliyeti % +/-	(1.0)%	157,728	171,669	185,609
		142,278	154,853	167,427
	1.0%	129,584	141,037	152,490

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi

VDF Faktoring - İndirgenmiş Temettü Akımları									
bin TL	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	Nihai Dönem
Dönem Başı Defter Değeri	62,423	130,310	125,434	128,373	166,299	207,597	268,911	338,866	417,569
Dönem Sonu Defter Değeri	130,310	125,434	128,373	166,299	207,597	268,911	338,866	417,569	(a)
Net Dönem Karı / Zararı	57,882	4,199	2,966	37,926	41,298	61,313	69,955	78,703	91,508
Özsermaye Getiri Oranı %	60.1%	3.3%	2.3%	25.7%	22.1%	25.7%	23.0%	20.8%	21.9%
Özsermaye Getiri Oranı			21.9%	(b)					(b)
Nihai Büyüme			9.6%	(c)					
Kar Dağıtmama Oranı			43.8%	(c)/(b)					
Kar Dağıtma Oranı			56.2%	(d)=1-(c)/(b)					
Dağıtılacak Temettü				(a)x(d)					51,421
Nihai Dönem Düzeltme Çarpanı									9.80
Bugünkü Değer Çarpanı									0.41
Hisse Değeri (31.12.2020)			204,047						
Defter Değeri Çarpanı			1.59x						

İndirgenmiş Temettü Akımlarında, VDF Faktoring'in Nihai Dönemde dağıtılabileceği temettü tutarı, hesaplanan Özsermaye Maliyeti ile bugüne indirgenerek VDF Faktoring için hisse değeri hesaplanmıştır.

Nihai Dönem'de dağıtılabilecek temettü miktarı belirlenirken, VDF Faktoring'in uzun dönemde operasyonlarını benzer karlılık performansı seviyesinde ve enflasyonist olarak devam ettireceği varsayılmıştır.

VDF Faktoring'e ilişkin hesaplanan hisse değerinin iskonto oranı (Özsermaye Maliyeti) ve Özkaynak Karlılığına duyarlılığı yandaki tabloda sunulmuştur.

Hesaplanan hisse değeri 31.12.2020 tarihi itibarı ile 1.59x'luk F/DD çarpanına denk gelmektedir.

VDF Faktoring - İndirgenmiş Temettü Akımları				
bin TL		Özkaynak Karlılığı		
31 Ara 20		(1.0)%	-	1.0%
	(1.0)%	235,887	235,887	235,887
Özsermaye Maliyeti % +/-		204,047	204,047	204,047
	1.0%	178,278	178,278	178,278

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi



VDF Faktoring

Piyasa Yaklaşımı

VDF Faktoring - Piyasa Çarpanları Analizi								
31 Ara 2020								
Şirket İsmi	Ülke	Fiyat/ Kazanç		Fiyat/ Defter Değeri				
		SMY	S12A	SMY-3	SMY-2	SMY-1	SMY	S12A
Creditwest Faktoring Anonim Sirketi	Türkiye	20.2x	36.7x	0.7x	0.6x	1.8x	3.0x	2.9x
Lider Faktoring A.S.	Türkiye	16.8x	24.0x	1.2x	0.8x	1.1x	1.8x	1.7x
Garanti Faktoring A.S.	Türkiye	44.2x	37.3x	1.4x	0.7x	2.0x	5.4x	4.4x
Ortalama		27.1x	32.7x	1.1x	0.7x	1.6x	3.4x	3.0x
Medyan		20.2x	36.7x	1.2x	0.7x	1.8x	3.0x	2.9x

VDF Faktoring - Piyasa Çarpanları Analizi		
bin TL	Fiyat/ Defter Değeri	
31.12.2020	Medyan	Ortalama
Seçilen Çarpan: S12A	1.7x	2.9x
Parameter - 2020	128,373	
Hisse Değeri	223,033	371,803

Türkiye’de faaliyet gösteren halka açık faktoring firmaları sınırlı sayıdadır. Garanti Faktoring bir banka kuruluşu, Creditwest’in çoğunluk hissesi Altınbaş Holding ve ailesinde iken, Lider Faktoring de tahsilat yönetimi ve nakit finansmanı alanlarında vadeli ticaret yapan tüm ölçekte firmalara hizmet vermektedir. Borsa fiyatlarına göre piyasa değerleri sırasıyla 885, 470 ve 307 milyon TL’dir. Otomotiv sektörüne hizmet veren VDF Faktoring, müşteri portföyü açısından söz konusu bu üç firmadan farklıdır. Creditwest’in F/DD çarpanı 3x seviyesindeyken, Lider Faktoring’in çarpanı %40 altında 1.8x seviyesinde, Garanti Faktoring çarpanı ise 5.4x seviyesindedir. Geçmiş yıllarda 1.0x-1.5x aralığında hareket eden F/DD çarpanları 2019 ve sonrasında 1.7X - 5.4x gibi geniş bir aralığa çıkmıştır.

Borsa İstanbul’da payları işlem gören yeterli sayıda karşılaştırılabilir şirkete ulaşamaması ve belirlenen benzer şirketlerin çarpanlarının çok geniş bir aralıkta olması nedeni ile VDF Faktoring sonuç değer aralığı belirlenirken Benzer Şirketler analizi hesaplama dahil edilmemiştir.

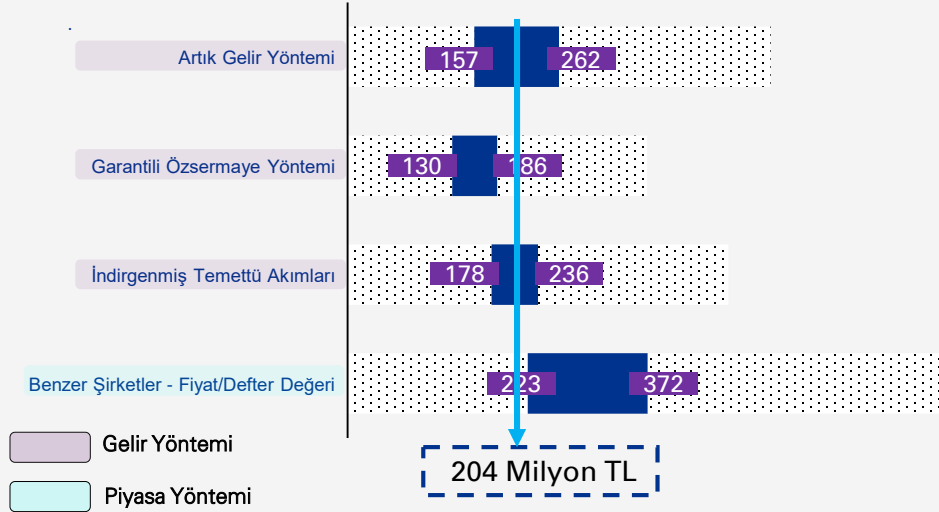
Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



VDF Faktoring

Değerleme Sonucu

VDF Faktoring Hisse Değeri Aralığı (Milyon TL) – 31 Aralık 2020



Yapılan analizler sonucunda VDF Faktoring'in hisse değeri, orta noktası **204.047.454 TL** olmak üzere 160 – 260 milyon TL aralığında hesaplanmıştır.

VDF Faktoring'in değerlemesinde sol grafikte yer alan yöntemler incelenmiştir. hisse değeri belirlenirken Artık Gelir ve İTA yöntemleri dikkate alınmıştır.

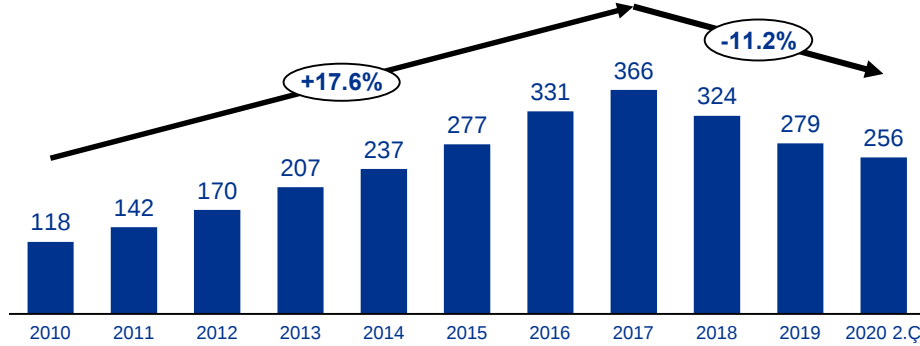
Kaynak: KPMG Analizi



VDF Filo Kiralama Değerleme Analizi ve Varsayımları

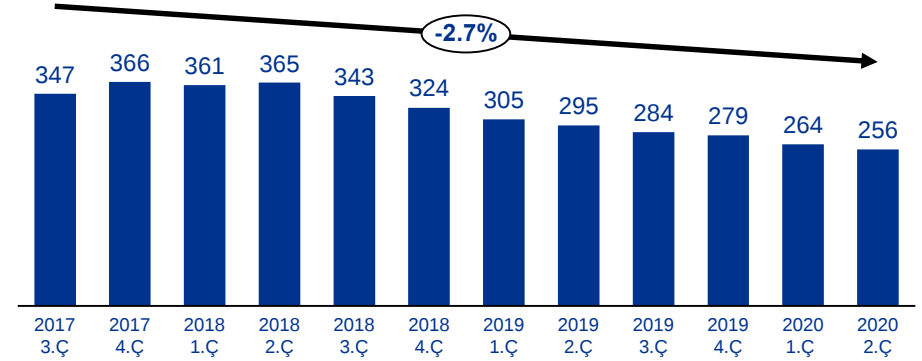
Operasyonel kiralama sektörü - Filo Kiralama

Araç Parkı ('000 Adet)



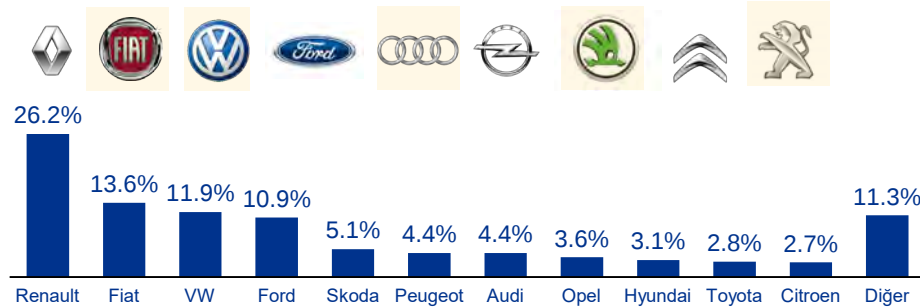
Kaynak: TOKKDER

Çeyrek Bazında Araç Parkı ('000 Adet)



Kaynak: TOKKDER

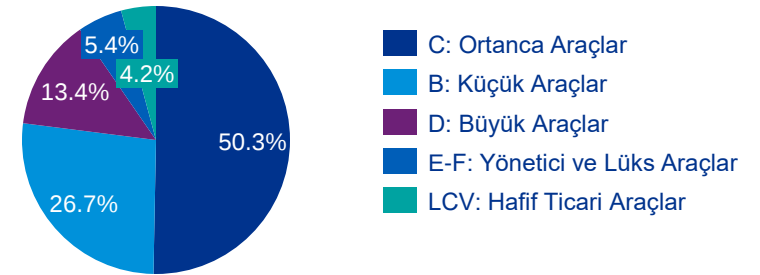
Marka Bazlı Araç Parkı Dağılımı (% , 2020 2.Ç)



VDF Filo'nun portföyünde bulunan markalar, turuncu renk ile işaretlenmiştir. Marka bazlı araç parkı dağılımı dikkate alındığında, VDF Filo bünyesinde bulunan araçların piyasa özelinde tercih edilen araçlar olduğunu görmekteyiz.

Kaynak: TOKKDER

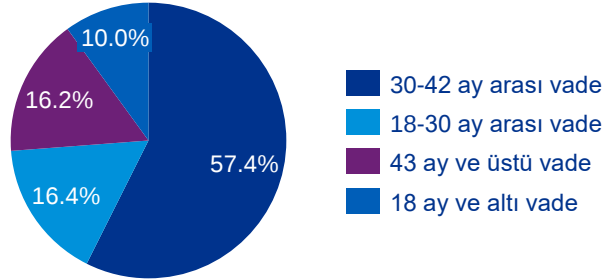
Segment Bazında Araç Parkı (% , 2020 2.Ç)



B,C ve D sınıfı araçlar, VDF Filo portföyünün yaklaşık olarak %96'sını oluşturmaktadır. Segment bazında araç parkı göz önünde bulundurulduğunda, VDF Filo portföyünün piyasanın ihtiyaçlarına göre şekillenmiş olduğunu görmekteyiz.

Kaynak: TOKKDER

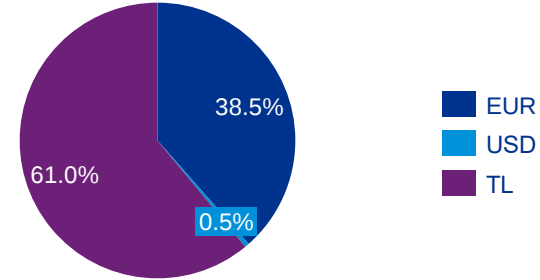
Kontrat Vade Yapısı (% , 2020 2.Ç)



VDF Filo'nun ticari alacak yapısını incelediğimizde, alacakların önemli bir kısmının vadesinin 12 ile 24 ay arasında olduğunu görmekteyiz.

Kaynak: TOKKDER

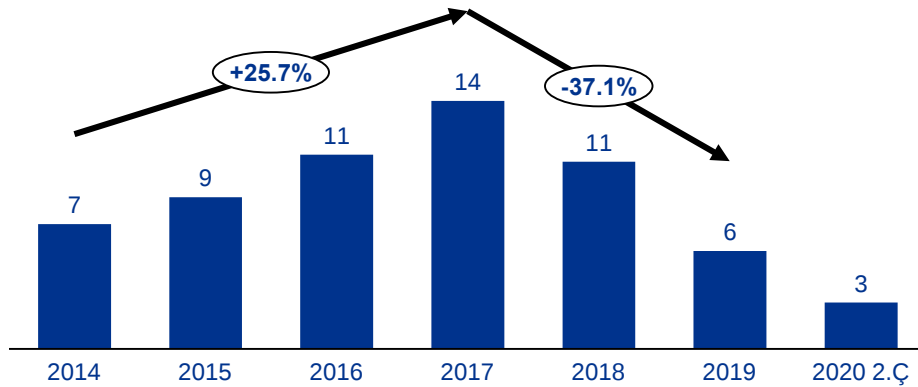
Tercih Edilen Para Birimi (% , 2020 2.Ç)



VDF Filo'nun ticari alacak yapısını incelediğimizde, TL bazlı alacakların yoğunlukta iken, EUR ve USD bazlı alacaklarının mevcut olduğunu görmekteyiz.

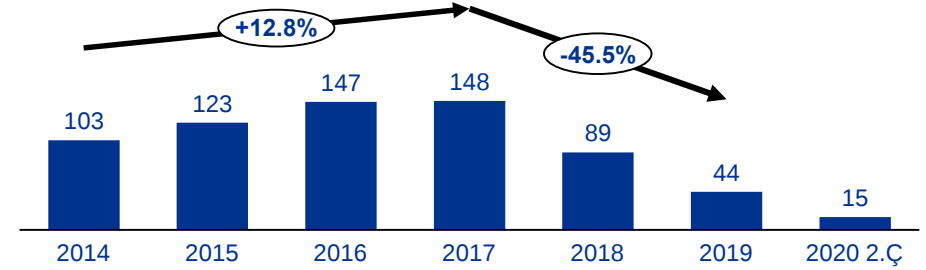
Kaynak: TOKKDER

Toplam Araç Alım Tutarı (Milyar TRY)



Kaynak: TOKKDER

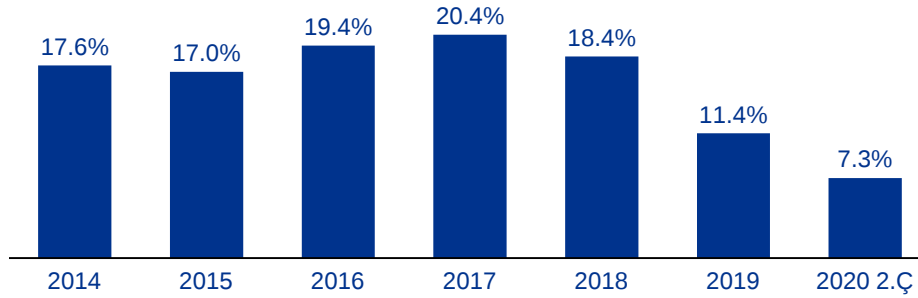
Araç Alım Adedi (Ünite '000)



2016 yılında kurulan VDF Filo, 2017-2019 yılları arası büyüme dönemi olduğu için, sektörün daraldığı yıllarda büyüme faaliyetleri göstermiştir.

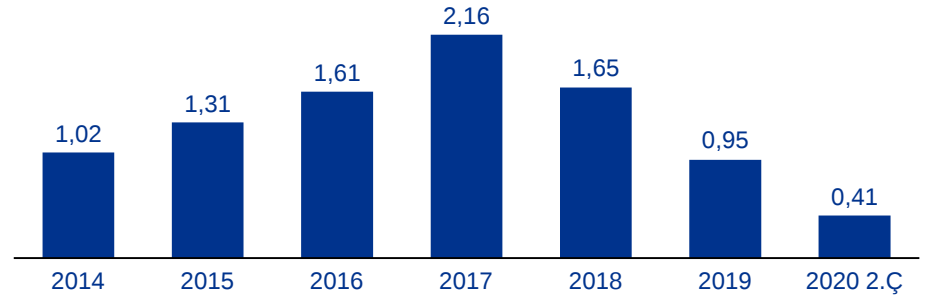
Kaynak: TOKKDER

Operasyonel Kiralamanın Binek Otomobil Alımı İçindeki Payları (%)



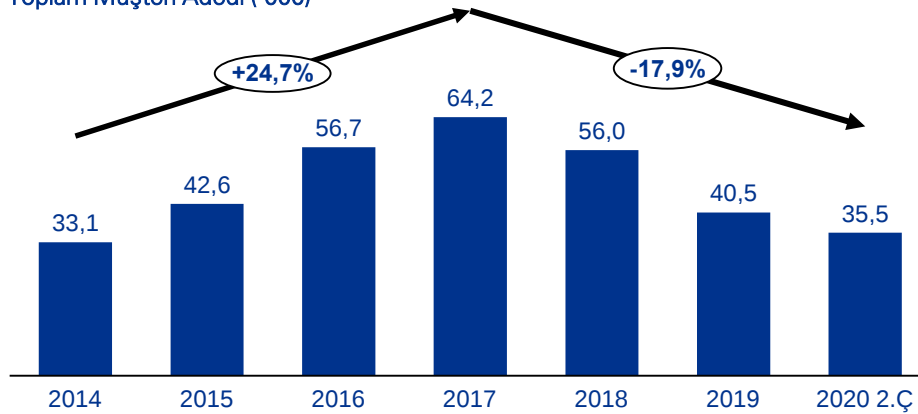
Kaynak: TOKKDER

Sektör Vergi Trendi – KDV (Milyar TRY)



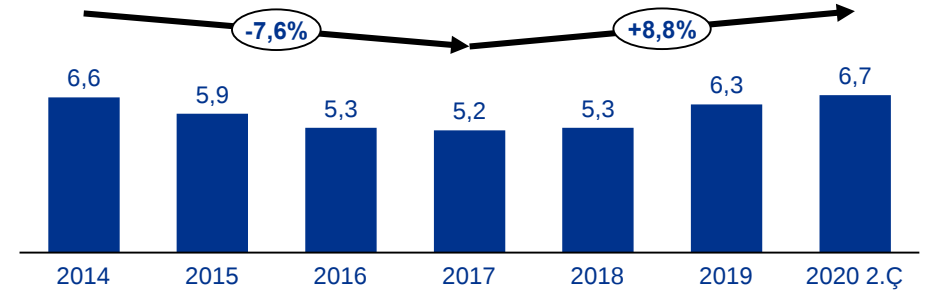
Kaynak: TOKKDER

Toplam Müşteri Adedi ('000)



Kaynak: TOKKDER

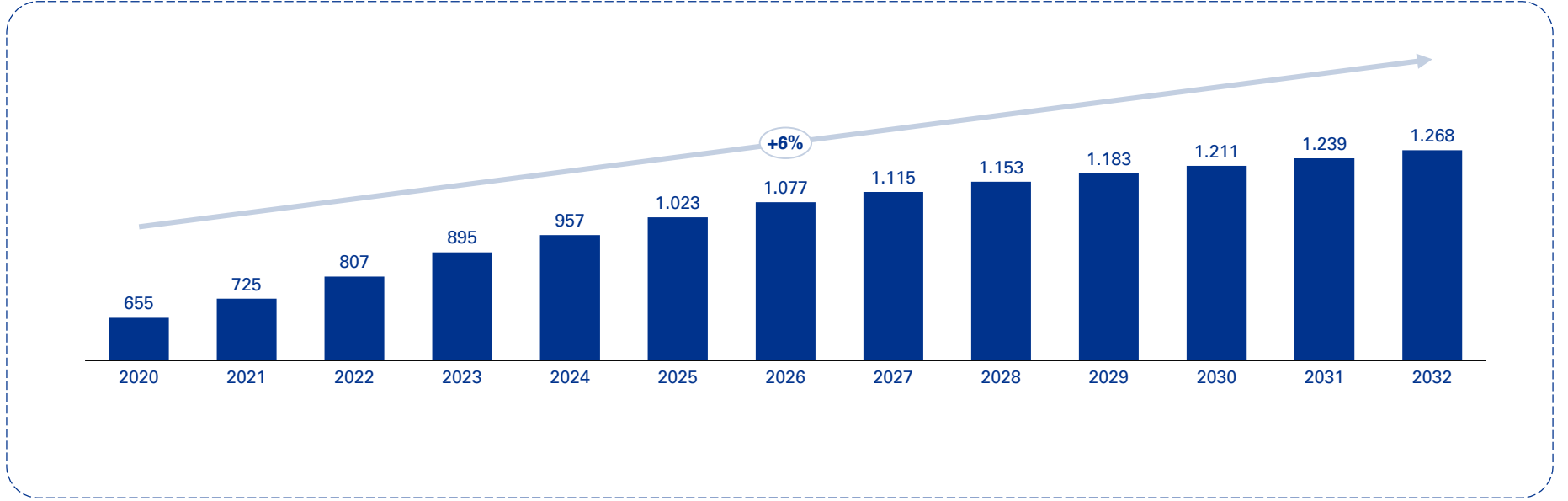
Müşteri Başına Düşen Araç Sayısı



VDF Filo, 2017 yılında 2,860, 2018 yılında 4,906 ve 2019 yılında 3,143 adet kontrata sahipken, kontrat başına düşen araç sayısının yıllar itibarıyla 1'den 2.5 seviyelerine çıktığını görmekteyiz.

Kaynak: TOKKDER

Trafığe Kaydı Yapılacak Olan Araç Sayısı Projeksiyonu ('000)



Kaynak: LMC Automotive

Genel Bakış

VDF Filo 25 Mart 2016 tarihinde İstanbul'da kurulmuştur. Şirket ana faaliyeti, gerek sahibi olduğu gerekse üçüncü kişi ve kurumlardan temin etmiş olduğu, her türlü motorlu ve motorsuz kara, deniz ve hava taşıtını kiraya vermekte veya işletmektedir.

VDF Filo, Doğuş Grubu'nun ve VW Financial Services AG'nin sahibi olduğu, VDF Servis'in alt kuruluşu olarak faaliyet göstermektedir. VDF Servis çatı şirketi olarak VDF Filo'nun %100 sahibidir. 31 Aralık 2020 itibarı ile VDF Filo bünyesinde 57 çalışan bulunmaktadır.

Değerleme Tarihi itibarı ile VDF Filo araç parkında yer alan araçların sayısı 12,500'dir. Araç parkında Volkswagen, Audi, Nissan, Peugeot, Seat ve Fiat markaları yer almaktadır. Müşteri portföyü Doğuş Grubu başta olmak üzere, bir çok kurumsal firmadan oluşmaktadır.

Performans Metrikleri

	2017	2018	2019	2020
Araç Sayısı	2,808	6,203	8,000	12,500
 Net Satışlar (m TL)	23.7	156.8	277.3	614.3
Net Satışlar / Araç Sayısı	8,450	25,286	34,659	49,146
 Brüt Kar (m TL)	10.9	81.1	147.0	370.1
 Net Dönem Karı (m TL)	(7.8)	(25.5)	22.8	62.1

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

VDF Filo Araç Parkı (31.12.2020)

Model Yıllarına Göre Araçların Güncel Değerleri (31.12.2020)		
TL	Güncel Aktif Değer (KDV Hariç)	Adet
2016	26,846,003	115
2017	462,248,462	2,387
2018	539,716,301	2,671
2019	513,741,560	2,722
2020	1,342,556,295	5,817
Toplam	2,885,108,620	13,712

Segmente Göre Araçların Güncel Değerleri (31.12.2020)		
TL	Güncel Aktif Değer (KDV Hariç)	Adet
B	417,222,098	2,766
C	975,115,595	5,666
C1	613,080,073	2,326
D	652,486,914	2,378
D1	130,680,071	322
E	58,216,333	82
E1	1,890,480	1
E2	8,980,595	6
SUW	11,117,293	12
Ticari	16,319,167	153
Toplam	2,885,108,620	13,712

Kaynak: Şirket Yönetimi, Indicata

Uygulanan Değerleme Yöntemleri:

Uygulanan değerleme yöntemleri Gelir Bazlı Yaklaşım çerçevesinde (i) Artık Değer Yöntemi (sayfa 68), (ii) Garantili Özsermaye Yöntemi (sayfa 69), (iii) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi (sayfa 70), Pazar Yaklaşımı çerçevesinde Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler Yöntemleri (sayfa 72) ve Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde Net Aktif Değer Yöntemidir. (sayfa 74).

Araç Sayısı Tahmini

Şirket yönetimi Değerleme Tarihi itibarı ile 12.500 adet araçtan oluşan filo büyüklüğünü 2025 yılsonuna kadar 22.000 adete yükseltmeyi öngörmektedir. Bu büyüme planlarının arkasında Şirket'in gelecek 5 yıllık dönem için Türkiye araç pazarı büyüme tahminleri, uzun dönem araç kiralama sektörü büyüme tahminleri ve VDF Filo özelinde pazar payı tahminleri yer almaktadır.

İkinci El Araç Satış Karlılığı

2020 yılında pandeminin de etkisi ile beraber sıfır km araçlarda gerçekleşen arz sıkıntısı, pandemi döneminde toplu taşımadan kaçınmak için otomobil satın almaya yönelmesi ve döviz kurlarındaki artış hem sıfır hem de 2. el araçların fiyatlarında önemli artışa sebep olmuştur.

VDF Filo da 2020 yılında araç fiyatlarında gerçekleşen bu artışı mevcut araç parkı büyüklüğü, segmenti, yaşı ve kontrat sürelerinin bitimini dikkate alarak 2021 ve 2022 yıllarına geçmiş yıllar performanslarının üzerinde bir ikinci el satış karı yansıtmıştır (sayfa 66).

Özkaynak Karlılığı

2021 ve 2022 yıllarında ikinci el araç satışından dolayı sırasıyla %74 ve %55 seviyelerine kadar yükselmesi beklenen özsermaye karlılık oranının, 2023 yılından sonra normalleşerek geçmiş yıllara paralel olarak %26 ile %28 arasında gerçekleşeceği öngörülmüştür. Nihai Dönem özsermaye karlılığı hesaplanırken 2024 ve 2025 yıllarına ilişkin karlılıkların ortalaması olan %27.1 baz alınmıştır. (sayfa 66)

Düzeltilmiş Defter Değeri

VDF Filo bilançosunda yer alan kiralık araçlar (Kiralık Kullanılan Operasyonel Varlıklar) kayıtlı defter değerinden tutulmaktadır ve yukarıda bahsedilen 2020 yılındaki ikinci el araçlardaki fiyat artışını yansıtmamaktadır. Bu da VDF Filo'nun 31.12.2020 tarihli defter değeri olan 195.9 milyon TL'nin uygulanan bazı değerleme yöntemlerinde doğru bir baz oluşturmasını engellemektedir. Bu nedenle değerleme analizlerinde kullanmak üzere VDF Filo'nun Düzeltilmiş Defter Değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Şirket yönetimi 2020 yılına özgü araç fiyat artışlarının 2021-2023 yılları arası ikinci el satış karlarına etkisini sırası ile 195 milyon TL, 175 milyon TL ve 42 milyon TL olarak tahmin etmektedir. Belirtilen ikinci el satış karı tahminleri, olası vergi giderinden arındırılıp, değerlendirme çalışmasında kullanılan Özsermaye Maliyeti ile değerlendirme tarihine indirgenmiştir. İndirgenen bu tutarların toplamı (167.5 milyon TL), 31.12.2020 tarihli VDF Filo Defter Değerine (195.9 milyon TL) eklenerek Şirket'in Düzeltilmiş Defter Değeri (335.1 milyon TL) hesaplanmıştır.

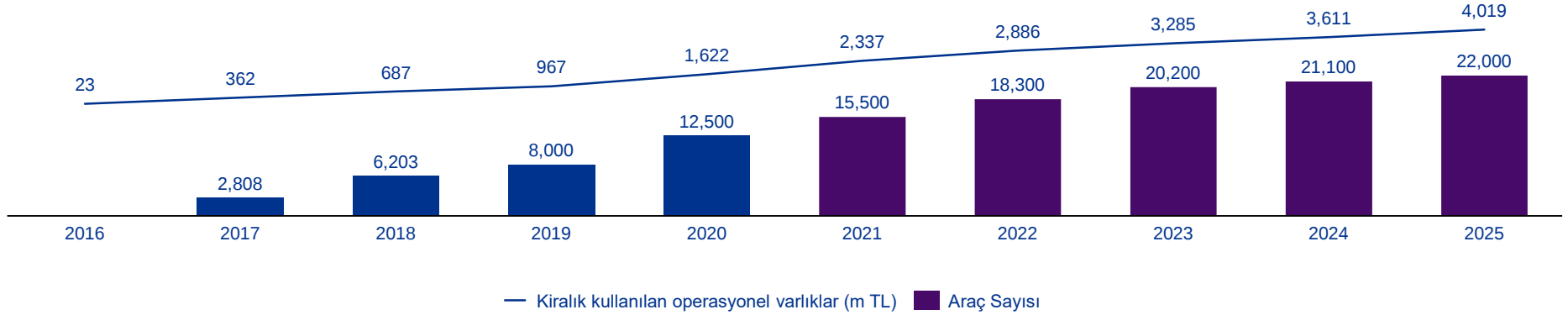
Piyasa Çarpanları Yöntemi

Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler Analizinde Fiyat/Kazanç ("F/K") ve Fiyat/Defter Değeri ("F/DD") çarpanları dikkate alınmış olup F/K çarpanında Şirket'in 2020 yılı için öngörülen dönem net karı, F/DD çarpan analizi için de Şirket'in değerlendirme tarihi itibarıyla hesaplanan Düzeltilmiş Defter Değeri Hisse Değeri hesaplamasına dahil edilmiştir.

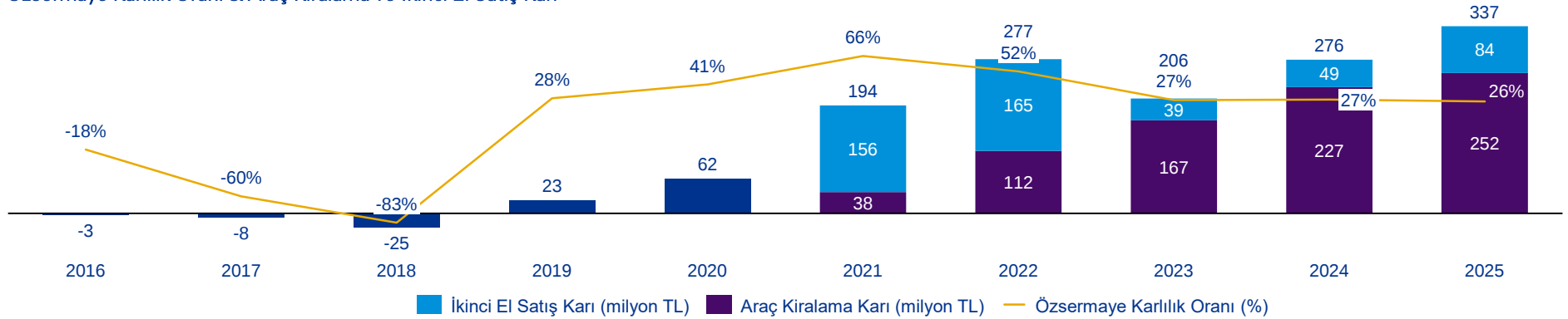
Net Aktif Değer Analizi

Şirket Yönetimi tarafından iletilen operasyonel kiralamaya konu araçların güncel piyasa değerleri, 31.12.2020 tarihli bilançoya %10'luk bir acil satış iskontosu dikkate alınarak yansıtılmıştır. Değer artışından kaynaklanan kar üzerinden %22 kurumlar vergisi oranı dikkate alınarak hesaplanan Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü bilançonun pasif tarafına kaydedilmiştir. Şirket yönetimi araçların güncel piyasa değerlerini Indicata sitesinden temin etmiştir (sayfa 64). Yansıtılan değer artışının 2020 yılında pazarda gözlenen araç fiyat artışlarına paralel olduğu gözlemlenmiştir.

Yıllar İtibarıyla Portföydeki Araç Adedi & Kiralık Kullanılan Operasyonel Varlıklar



Özsermaye Karlılık Oranı & Araç Kiralama ve İkinci El Satış Karı



İkinci el satış karları tahminleri sayfa 104'da sunulmuştur. Yukarıdaki tabloda kurumlar vergisi düşüldükten sonraki rakamlar yansıtılmıştır.

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi



VDF Filo Kiralama

Gelir Yaklaşımı

VDF Filo - Artık Gelir Yöntemi										
bin TL	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	Nihai Dönem	
Dönem Başı Defter Değeri (a)	9,160	51,853	108,806	195,929	390,029	666,907	872,940	1,148,674	1,485,195	
Dönem Sonu Defter Değeri	51,853	108,806	195,929	390,029	666,907	872,940	1,148,674	1,485,195		
Net Dönem Karı / Zaranı	(25,452)	22,779	62,222	194,100	276,878	206,033	275,734	336,521	379,517	
Özsermaye Getiri Oranı % (d)	(83.4)%	28.4%	40.8%	66.3%	52.4%	26.8%	27.3%	25.6%	25.6%	
Özsermaye Maliyeti % (b)				23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	
Özsermaye Yükü (-) (c) = (a) x (b)				(46,274)	(92,117)	(157,510)	(206,170)	(271,293)	(350,772)	
Artık Gelir (d - c)				147,826	184,762	48,523	69,564	65,228	28,745	
Nihai Dönem Düzeltme Çarpanı				1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	7.13	
Bugünkü Değer Katsayısı				0.81	0.65	0.53	0.43	0.35	0.35	
Artık Gelirlerin Cari Değeri				119,583	120,906	25,686	29,789	22,596	71,036	
Toplam: Artık Gelirlerin Cari Değeri			389,597							
Defter Değeri (31.12.2020)			195,929							
Hisse Değeri (31.12.2020)		1.36x	585,525							

Artık Gelir Yönteminde 2021 – 2025 yılları tahmini dönem ve sonrası nihai dönemde ilgili yıla ilişkin Özsermaye tutarı tahmini ile Özsermaye maliyetinin çarpılması sonucunda hesaplanan Özsermaye Yükü, Dönem Net Karından düşülerek ilgili yıllara ilişkin artık gelirler hesaplanmıştır. Değerleme tarihine indirgenen artık gelirler, 31.12.2020 Defter Değeri'ne eklenerek, VDF Filo'ya ilişkin Hisse Değeri hesaplanmıştır.

Bu yöntemde amaçlanan, VDF Filo'nun elinde tutacağı özsermayesinden fayda maliyetinin ne kadar üzerinde bir getiri elde edeceğini hesaplamaaktır.

VDF Filo'ya ilişkin hesaplanan hisse değerinin iskonto oranı (Özsermaye Maliyeti) ve Özkaynak Karlılığına duyarlılığı yandaki tabloda sunulmuştur.

Hesaplanan hisse değeri 31.12.2020 tarihi itibarı ile Düzeltilmiş Defter Değeri üzerinden 1.36x'lik F/DD çarpanına denk gelmektedir.

VDF Filo - Artık Gelir Yöntemi					
bin TL		Özkaynak Karlılığı			
31 Ara 20		(0.5)%	-	0.5%	
Özsermaye Maliyeti % +/-	(0.5)%	590,670	619,612	648,555	
		557,777	585,525	613,274	
	0.5%	527,425	554,063	580,702	

Garantili Özsermaye Yöntemi

VDF Filo - Garantili Özsermaye Yöntemi									
bin TL	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	Nihai Dönem
Dönem Başı Defter Değeri	9,160	51,853	108,806	195,929	390,029	666,907	872,940	1,148,674	1,485,195
Dönem Sonu Defter Değeri	51,853	108,806	195,929	390,029	666,907	872,940	1,148,674	1,485,195	
Net Dönem Karı / Zaranı	(25,452)	22,779	62,222	194,100	276,878	206,033	275,734	336,521	379,517
Özsermaye Getiri Oranı %	(83.4)%	28.4%	40.8%	66.3%	52.4%	26.8%	27.3%	25.6%	25.6%
Ortalama Özsermaye Getiri Oranı (FY25)			25.6%	(a)					
Ortalama Özsermaye Maliyeti (FY21-25)			23.6%	(c)					
Sürdürülebilir Büyüme Oranı %			9.60%	(b)					
Hesaplanan F/DD Çarpanı			1.14x	(a-b)/(c-b)					
Defter Değeri (31.12.2020)			431,352						
Hisse Değeri (31.12.2020)			490,909						
Araçlardan Gelen Değer Artışı			235,424						

Garantili Özsermaye Yönteminde, Düzeltilmiş Defter Değeri, 31.12.2020 tarihi itibarı ile hesaplanan Fiyat/Defter Değeri çarpanı ile çarpılarak VDF Filo'ya ilişkin Hisse Değeri hesaplanmıştır.

Hesaplanan Fiyat/Defter Değeri çarpanı şirketin gelecek yıllar için tahmin edilen sürdürülebilir özsermaye getiri oranının, özsermaye maliyetinden büyüklüğünü dikkate alarak bir defter değer çarpanı vermektedir. VDF Filo için hesaplanan F/DD çarpanı 1.14x'dır.

VDF Filo'ya ilişkin hesaplanan hisse değerinin iskonto oranı (Özsermaye Maliyeti) ve Özkaynak Karlılığına duyarlılığı yandaki tabloda sunulmuştur.

VDF Filo - Garantili Özsermaye Yöntemi				
bin TL		Özkaynak Karlılığı		
31 Ara 20		(0.5)%	-	0.5%
Özsermaye Maliyeti % +/-	(0.5)%	493,112	509,067	525,022
		475,523	490,909	506,295
	0.5%	459,146	474,002	488,858

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi

VDF Filo - İndirgenmiş Temettü Akımları									
bin TL	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	Nihai Dönem
Dönem Başı Defter Değeri	9,160	51,853	108,806	195,929	390,029	666,907	872,940	1,148,674	1,485,195
Dönem Sonu Defter Değeri	51,853	108,806	195,929	390,029	666,907	872,940	1,148,674	1,485,195	(a)
Net Dönem Karı / Zaranı	(25,452)	22,779	62,222	194,100	276,878	206,033	275,734	336,521	379,517
Özsermaye Getiri Oranı %	(83.4)%	28.4%	40.8%	66.3%	52.4%	26.8%	27.3%	25.6%	25.6%
Özsermaye Getiri Oranı			25.6%	(b)					(b)
Nihai Büyüme			9.6%	(c)					
Kar Dağıtmama Oranı			37.6%	(c)/(b)					
Kar Dağıtma Oranı			62.4%	(d)=1-(c)/(b)					
Dağıtılacak Temettü				(a)x(d)					236,939
Nihai Dönem Düzeltme Çarpanı									7.13
Bugünkü Değer Çarpanı									0.35
Hisse Değeri (31.12.2020)			585,525						
Düzeltilmiş Defter Değeri Çarpanı			1.36x						

İndirgenmiş Temettü Akımları yönteminde, VDF Filo'nun Nihai Dönemde dağıtılabileceği maksimum temettü tutarı, hesaplanan Özsermaye Maliyeti ile bugüne indirgenerek VDF Filo için hisse değeri hesaplanmıştır.

Nihai Dönem'de dağıtılabilecek temettü miktarı belirlenirken, VDF Filo'nun uzun dönemde operasyonlarını benzer karlılık performansı seviyesinde ve enflasyonist olarak devam ettireceği varsayılmıştır.

Hesaplanan hisse değeri 31.12.2020 tarihi itibarı ile 1.36x'lük F/DD çarpanına denk gelmektedir.

VDF Filo'ya ilişkin hesaplanan hisse değerinin iskonto oranı (Özsermaye Maliyeti) ve Özkaynak Karlılığına duyarlılığı yandaki tabloda sunulmuştur.

VDF Filo - İndirgenmiş Temettü Akımları				
bin TL		Özkaynak Karlılığı		
31 Ara 20		(0.5)%	-	0.5%
	(0.5)%	597,512	597,512	597,512
Özsermaye Maliyeti % +/-		585,525	585,525	585,525
	0.5%	573,826	573,826	573,826

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi



VDF Filo Kiralama

Piyasa Yaklaşımı

Benzer Şirketler Analizi

VDF Filo - Benzer Şirketler Analizi					
31 Ara 2020					
Şirket Adı	Fiyat / Kazanç		Fiyat / Defter Değeri		
	SMY	S12A	SMY	S12A	
Hertz Global Holdings, Inc.	n/a	n/a	0.1x	0.6x	
United International Transportation Company	15.1x	17.3x	2.3x	2.3x	
Avis Budget Group, Inc.	8.6x	n/a	4.0x	n/a	
Europcar Mobility Group S.A.	4.0x	n/a	0.1x	0.2x	
CAR Inc.	217.2x	n/a	0.8x	1.8x	
ADA Soci���� Anonyme	5.8x	8.8x	0.9x	0.8x	
Krunghai Car Rent and Lease Public Company Limited	10.2x	9.9x	1.1x	1.1x	
Sixt SE	16.8x	n/a	2.7x	2.8x	
Alquiber Quality, S.A.	9.9x	9.9x	1.2x	1.2x	
Beyaz Filo Oto Kiralama A.S.	70.1x	74.2x	8.4x	7.9x	
Ortalama	10.1x	11.5x	1.5x	1.3x	
Medyan	9.9x	9.9x	1.1x	1.1x	

Benzer İşlemler Analizi

VDF Filo - Benzer İşlemler Analizi				
m USD	Hedef Şirket	Satın Alan Şirket	Fiyat / Kazanç	Fiyat / Defter Değeri
21.02.2020	Sixt Leasing AG	Hyundai Capital Bank Europe	17,3x	
18.04.2019	Prime Car Management S.A.	PKO Leasing S.A.		
20.02.2019	Prime Car Management S.A.	Pollen Street Capital		
28.12.2018	Prime Car Management S.A.	Hitachi Capital Polska Sp z o.��	7,1x	4,1x
7.11.2018	Prime Car Management S.A.	PKO Leasing S.A.	3,7x	4,1x
1.07.2016	Athlon Car Lease International BV	Mercedes-Benz FS Nd BV	11,3x	8,3x
31.03.2016	Parcours S.A	ALD SA		
17.11.2015	nlc Pty Ltd	SG Fleet Group Limited	11,9x	
20.01.2015	Eversholt Rail Group	CK Infrastructure Holdings Ltd.		
27.11.2013	Leasedrive Group Limited (100%)	HgCapital 6 Fund		
23.05.2013	Orbis Transport Sp. z o.o. (96%)	NFM Services sp. z o.o.	0,5x	
27.08.2012	Dollar Thrifty Automotive Group Inc.	Herc Holdings Inc	15,9x	
Ortalama			9,7x	5,5x
Medyan			11,3x	4,1x

VDF Filo - Benzer Şirketler Analizi				
bin TL	Fiyat / Kazanç		Fiyat/ Defter Değeri	
30.09.2020	Medyan	Ortalama	Medyan	Ortalama
Seçilen �arpan: S12A	9.90x	11.45x	1.13x	1.34x
Parameter - 2020	62,222		431,352	
Hisse Değeri	615,711	712,584	489,129	576,230

Türkiye'de faaliyet gösteren tek halka açık filo kiralama firması Beyaz Filo'dur ve 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihli  arpanları yurtdışı piyasalardan ulaşılan benzer firmalar ile karşılaştırıldığında çok farklı olduğu ve kar ıla tırılabilir olmadığı görülmektedir. Ayrıca, Beyaz Filo'nun faaliyet alanlarına baktığımız zaman Opel Ankara Bayiliėi, Peugeot Balıkesir Yetkili Satıcılığı, Citroen Balıkesir Yetkili Satıcılığı ve Ankara Beyaz Sistem Müzayede 2.el araç satışı yaptığını görmekteyiz. VDF Filo'nun esas faaliyetleri göz önünde bulundu ulduğunda, Beyaz Filo ile birebir kar ıla tırılabilir olmadığını görmekteyiz.

Geçmişte Türkiye'de de filo sektöründe satın almalar araç sayısı bazında yüksek fiyatlamaları g rd ğ   söylense de halka açık veriler ve kaynaklardan herhangi bir çarpana ula ılamamı tır. Ayrıca son 5 yıldır, sektörde finansal detayları açıklanan herhangi bir satın alma ger ekle memi tir. Yurtdışında bu sektördeki satın almalarda oldukça farklı strateji ve dinamiklerin etkili olduğu ve F/DD çarpanının 4x hatta 8x seviyelerine çıktığı gözlenmiştir. Tek bir referans örnek üzerinden, özellikle de yurtdışı işlem referansıyla,  irket değeri hesaplanması doğru olmayacaktır.

Ulaşılan benzer şirketler ve benzer işlemlere konu şirketler farklı ülke pazarlarında ve farklı rekabet koşullarında faaliyet göstermektedirler. Dolayısıyla söz konusu çarpanlarla hesaplanan değerler nihai hisse değer aralığı belirlenirken dikkate alınmamıştır.

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



VDF Filo Kiralama

Net Aktif Değer Yaklaşımı

VDF Filo - Net Aktif Değer		
bin TL	31.12.2020	Düzeltilmiş 31.12.2020
Dönen varlıklar		
Nakit ve nakit benzerleri	49,910	49,910
Ticari alacaklar	25,701	25,701
Diğer çeşitli dönen varlıklar (hedge)	21,725	21,725
Diğer dönen varlıklar	429,005	429,005
Toplam dönen varlıklar	526,339	526,339
Duran varlıklar		
Maddi duran varlıklar	1,916,701	2,602,477
<i>Kiralık kullanılan operasyonel varlıklar</i>	1,910,821	2,596,538
<i>Diğer maddi varlıklar</i>	5,880	5,880
Maddi olmayan varlıklar	8,954	8,954
Kullanma hakkı olan varlıklar	284	284
Diğer çeşitli duran varlıklar (hedge)	513	513
Peşin ödenmiş giderler	1,667	1,667
Diğer duran varlıklar	12,670	12,670
Toplam duran varlıklar	1,940,789	2,626,282
Toplam varlıklar	2,467,129	3,152,621
Kısa vadeli yükümlülükler		
Kısa vadeli finansal borçlar	532,735	532,735
Uzun vadeli borçların cari dönem ile ilgili kısmı	657,392	657,392
Ticari borçlar	399,916	399,916
Diğer yükümlülükler	6,355	6,355
Kısa vadeli karşılıklar	2,102	2,102
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	217	217
Dönem karı vergi yükümlülüğü	1,400	1,400
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	8,593	159,464
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	1,608,710	1,759,581
Uzun vadeli yükümlülükler		
Uzun vadeli finansal borçlar	661,860	661,860
Uzun vadeli provizyonlar	437	437
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	662,297	662,297
Toplam yükümlülükler	2,271,007	2,421,877
Net Aktif Değer	196,122	730,744

Net Aktif Değer ("NAD") yönteminde varlıkların defter değerinden borçların düşülmesiyle bir işletmenin net aktif değerine ulaşılır. Başka bir deyişle, bütün varlıkların satılıp borçların tümü ödendikten sonra elde kalan tutarın hesaplanmasında kullanılan yöntemdir. Net Aktif Değer metoduna göre bilançoda hiç gösterilmeyen ya da rayiç piyasa değerinden yansıtılmadığı düşünülen varlıklar yeniden değerlendirilerek bilanço değerleri güncellenerek gösterilmiştir.

Şirket Yönetimi tarafından iletilen operasyonel kiralamaya konu araçların güncel piyasa değerleri, değerlendirme tarihli bilanço'ya %10'luk bir acil satış iskontosu dikkate alınarak yansıtılmıştır. Finansal tablolarda 1.9 milyar TL olarak tutulmuş operasyonel varlıkların değeri bu şekilde 2.6 milyar TL'ye düzeltilmiştir. Değer artışından kaynaklanan kar üzerinden %22 kurumlar vergisi oranı dikkate alınarak hesaplanan Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü bilançonun pasif tarafına kaydedilmiştir. Bu ikisi dışında herhangi bir kalemden herhangi bir düzeltme yapılmamıştır. Şirket yönetimi araçların güncel piyasa değerlerini Indicata sitesinden temin etmiştir. Yansıtılan değer artışının 2020 yılında pazarda gözlenen araç fiyat artışlarına paralel olduğu gözlemlenmiştir.

VDF Filo'ya ilişkin hesaplanan Net Aktif Değer'in acil satış iskontosuna duyarlılığı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

NAD alternatif yöntem olarak analiz edilmiştir ancak filo operasyonları itibarıyla gerçeğe yakın değer tespitinde gelir kaynaklı yaklaşımlar daha doğru olacaktır.

VDF Filo - Net Aktif Değer		
bin TL	Acil Satış İskontosu	
31 Ara 20	(10.0)%	-
Net Aktif Değer	730,550	955,589

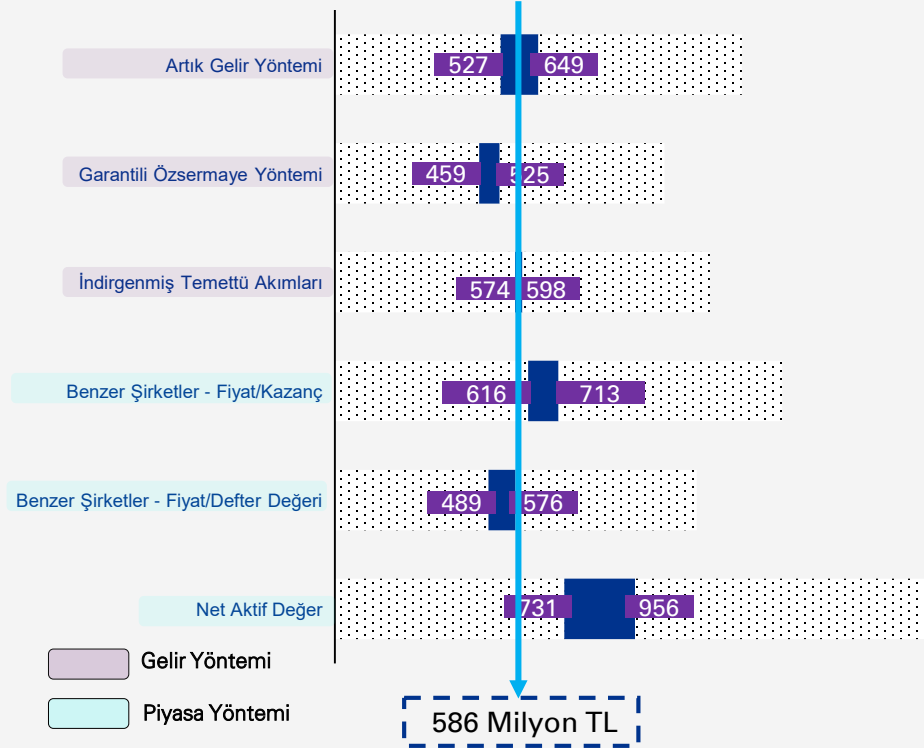
Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi



VDF Filo Kiralama

Değerleme Sonucu

VDF Filo Kiralama Hisse Değeri Aralığı (Milyon TL) – 31 Aralık 2020



Yapılan analizler sonucunda **VDF Filo'nun hisse değeri, orta noktası 586.525.224 TL** olmak üzere 530 – 650 milyon TL aralığında hesaplanmıştır.

VDF Filo Kiralama'nın değerlemesinde sol grafikte yer alan yöntemler incelenmiştir. Hisse değeri belirlenirken Artık Gelir ve İTA yöntemleri dikkate alınmıştır.

Kaynak: KPMG Analizi



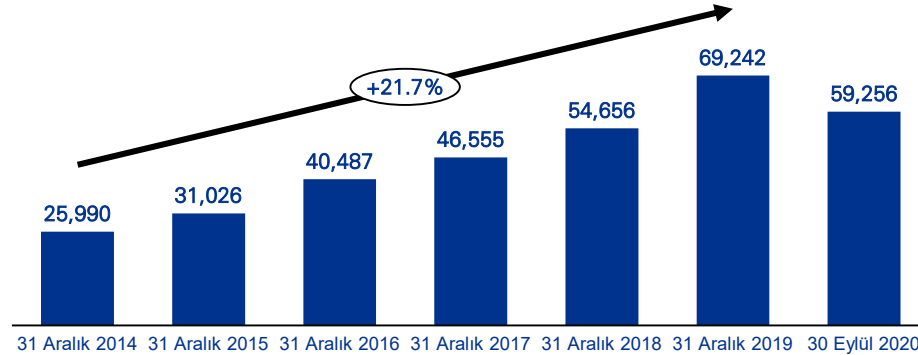
VDF Sigorta Değerleme Analizi ve Varsayımları

Türkiye'de Sigorta Sektörü - Sigorta

Değerleme tarihi itibarıyla Türkiye'de faaliyet gösteren 60'ın üzerinde sigorta ve reasürans şirketi, 200'ün üzerinde brokerlik hizmeti veren şirket bulunmaktadır.

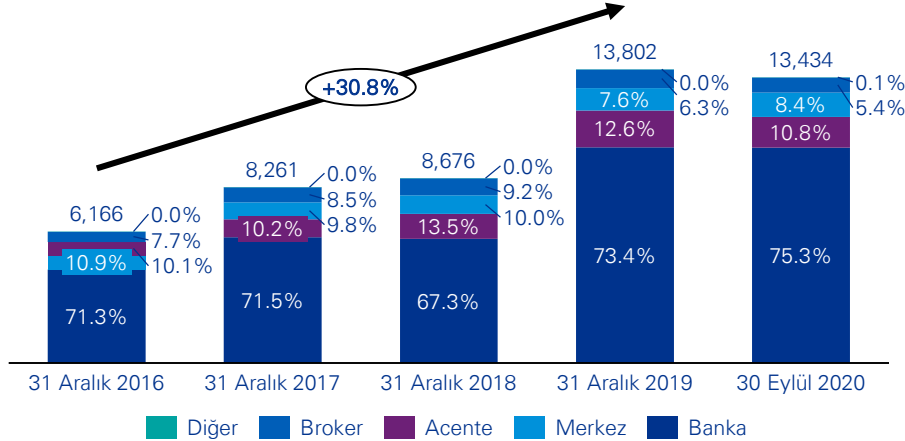
Brüt Prim Üretimleri (Hayat ve Hayat Dışı)

Milyon TL



Satış Kanalı Bazında Primler (Hayat ve Hayat Dışı)

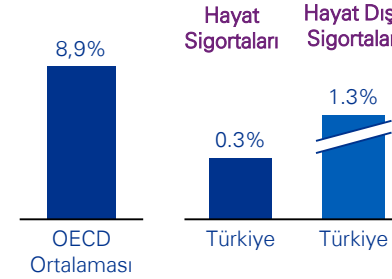
%, Milyon TL



Kaynak: TSB

Sektör Penetrasyon Oranları (Hayat ve Hayat Dışı)

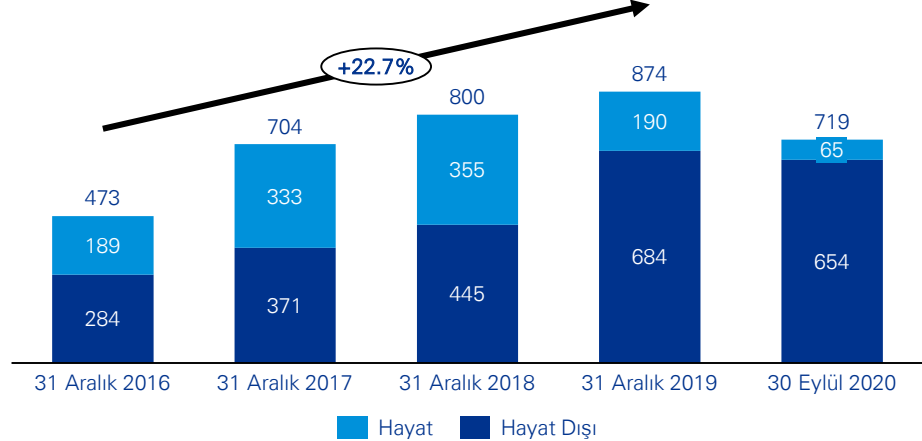
%, 2019



Toplam 12 sigorta şirketinin acentesi olarak faaliyet gösteren VDF Sigorta, markalı kasko, trafik, uzatılmış garanti ve kredi koruma sigortaları gibi birçok branşta bireysel ve grup müşterilerine hizmet vermektedir.

Broker Satış Primler

Milyon TL



Kaynak: TSB

VDF Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.

Genel Bakış

VDF Sigorta 2004 yılında VW grup markalarının Yetkili Satıcıları bünyesinde sigorta hizmeti vermek için %51 Volkswagen Financial Services A.G. ve %49 Doğu Grubunun ortaklığı ile kurulmuştur.

Şirket merkezi İstanbul Kağıthane’de olup, değerlendirme tarihi itibarıyla şirketin personel sayısı 139’dur.

Toplam 12 sigorta şirketinin acentesi olarak faaliyet gösteren VDF Sigorta, markalı kasko, trafik, uzatılmış garanti ve kredi koruma sigortaları gibi birçok branşta bireysel ve grup müşterilerine hizmet vermektedir.

VW grup markalarının Yetkili Satıcıları bünyesinde faaliyet gösteren VDF Sigorta, 2016 yılında 56 adet olan şube sayısı 2017 yılında 61 şubeye ulaşmıştır. 2018 yılı itibarıyla 64 şube ile faaliyetlerine devam etmektedir.

VDF Sigorta Hizmetleri, Volkswagen Kasko ile başlayan ve SEAT, Škoda, Audi, DOD ve Scania Kasko ile devam eden markalı kasko ürünleriyle, markalara özel teminatlar sunmaktadır.

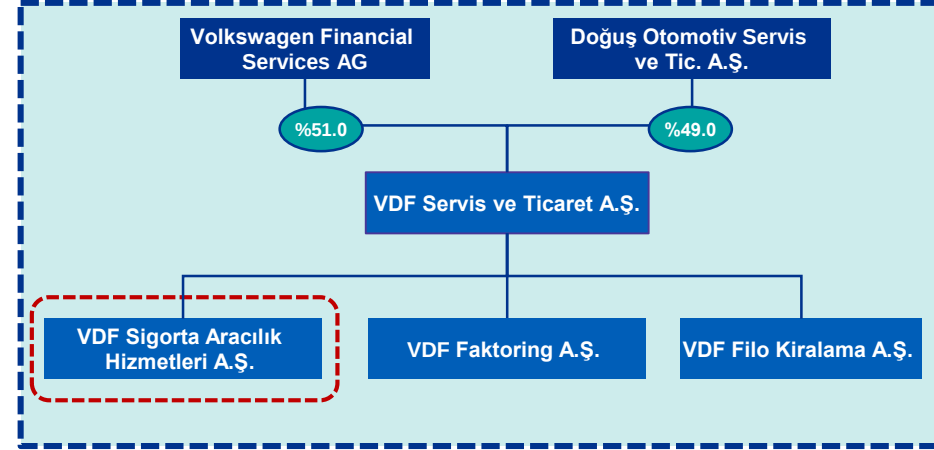
arabamasigorta.com web sitesi üzerinden kasko ve trafik sigortalarını direkt satışa sunmuştur. Dijital satışların artırılması ve müşterilerin ilgili sigorta ürünlerini kolayca satın alabilmesi amacıyla VW Grubu marka yönetimleri, sigorta şirketleri ve diğer kilit ortaklarla çalışmalarına devam etmektedir.

Performans Metrikleri

	2017	2018	2019	2020
 Net Satışlar (m TL)	79.2	89.1	76.0	88.2
 Brüt Kar (m TL)	41.6	50.6	43.9	46.9
Brüt Kar Marjı %	%52	%57	%58	%53
 EBITDA (m TL)	21.5	30.3	20.5	19.5
EBITDA Marjı %	%27	%34	%27	%22

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

Ortaklık Yapısı *



VDF Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş. (31.12.2020)		
	Pay Adedi	İtibari Değer (TL)
VDF Servis ve Ticaret A.Ş.	1,999,840	1,999,840
Doğuş Holding A.Ş.	80	80
Doğuş Oto Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	40	40
Doğuş Otomotiv Servis A.Ş.	40	40
Toplam	2,000,000	2,000,000

* Kısmi bölünme öncesi ortaklık yapısı

Değerleme Yöntemleri ve Varsayımlar

Uygulanan Değerleme Yöntemleri:

Uygulanan değerlendirme yöntemleri Gelir Bazlı Yaklaşım çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") ve Pazar Yaklaşımı çerçevesinde Benzer Şirketler Yöntemidir.

VDF Sigorta'nın operasyonları, faaliyet gösterdiği sektör dinamikleri ile tahmini dönem performans beklentileri göz önüne alınarak, Şirket'in değerlemesinde öncelikli yöntem olarak gelir yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") analizi uygulanmıştır.

Benzer Şirketler Analizi

Benzer Şirketler Analizinde Fiyat/Kazanç ("F/K") ve Fiyat/Defter Değeri ("F/DD") çarpanları dikkate alınmış olup F/K çarpanında Şirket'in Değerleme Tarihinden itibaren son mali yıla ait gerçekleşen net dönem karları, F/DD çarpan analizi için de Şirket'in değerlendirme tarihi itibarıyla gerçekleşen defter değerleri Hisse Değeri hesaplamasına dahil edilmiştir.

Türkiye'de sigorta brokerliği alanında yakın tarihli ve bilgileri kamu ile paylaşılmış bir birleşme ve satın alma işlemine ulaşılamaması nedeni ile Benzer İşlemler yöntemi uygulanamamıştır.

Yurt içi piyasalarda VDF Sigorta ile faaliyetleri açısından benzer halka açık şirkete ulaşılamamış, yurtdışı halka açık şirketler analiz edilmiştir. Yurtdışı borsalardan ulaşılan benzer firmaların bulundukları borsaların derinlikleri, firmaların operasyonel durumları, ilgili yasal düzenlemeler ve performansları açısından VDF Sigorta ile birebir karşılaştırılabilir olmadıkları görülmüştür. Bu nedenle sonuç değer aralığı belirlenirken dikkate alınmamıştır.

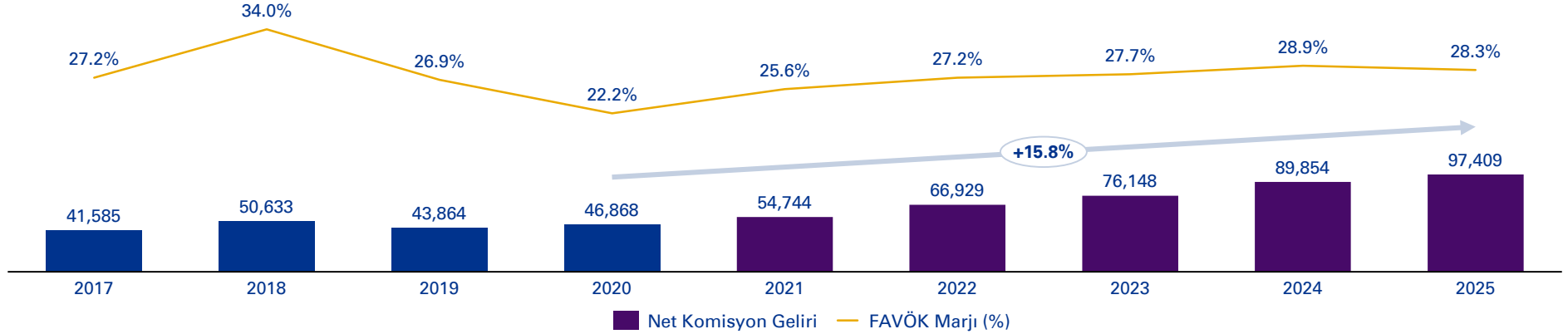
Gelir Tablosu Varsayımları

VDF Sigorta, VW grup markalarının Yetkili Satıcıları bünyesinde sigorta hizmeti sunmaktadır. Yetkili satıcılarda bulunan şubeler aracılığı ile toplam 12 sigorta şirketinin acentesi olarak faaliyet göstermektedir.

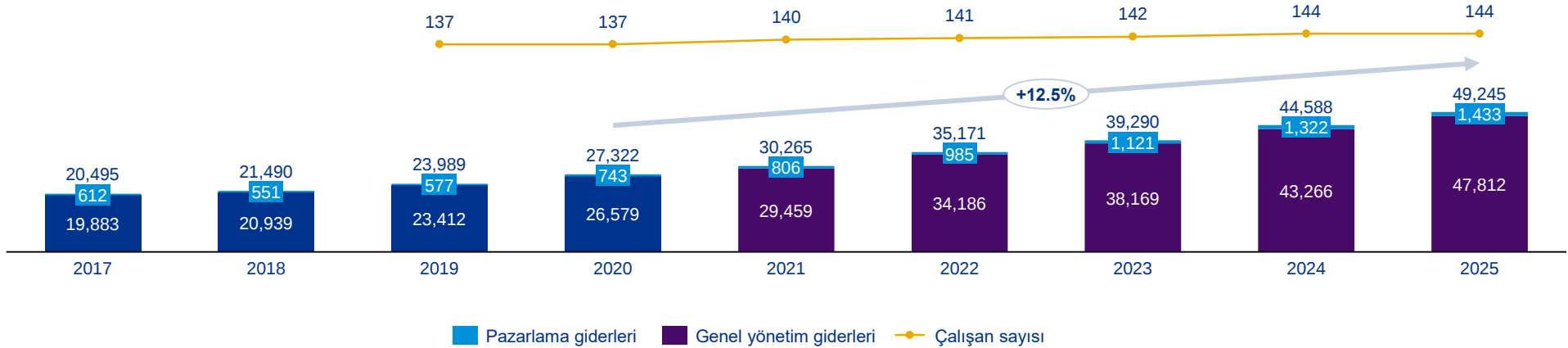
Gelirlerinin tamamını, poliçelerden elde edilen komisyon gelirinin ilgili sigorta şirketi ile paylaşım vasıtası ile oluşturmaktadır. Şirket tarafından VDF Sigorta için, VW Yetkili Satıcıları bünyesinde gerçekleştirilmesi beklenen araç satışlarına ve taşıt kredileri miktarlarına paralel olarak 5 yıllık poliçe penetrasyonu öngörüsü tarafımıza iletilmiştir. Penetrasyon öngörüsü satılan araç üzerinden yapılan poliçe sayısını ifade etmektedir.

Net Komisyon Geliri VDF Sigorta'nın UFRS gelir tablosunda bulunan brüt kar kalemini ifade etmekte olup Komisyon gelirinden Komisyon giderinin düşülmesiyle elde edilmektedir.

Yıllar İtibarıyla Net Komisyon Geliri (Bin TL) ve FAVÖK Marjı (%)



Yıllar İtibarıyla Operasyonel Gider Kırılımları (Bin TL) ve Çalışan Sayısı



Kaynak: KPMG Analizi, Şirket Yönetimi



VDF Sigorta

Gelir Yaklaşımı

VDF Sigorta - Net İşletme Sermayesi						
bin TL	01 Oca 21	01 Oca 22	01 Oca 23	01 Oca 24	01 Oca 25	Nihai
31 Ara 21	31 Ara 22	31 Ara 23	31 Ara 24	31 Ara 25	Dönem	
gün	365	365	365	366	365	
Ticari Alacaklar	7,855	9,603	10,926	12,858	13,977	
Ticari Borçlar	(6,711)	(8,205)	(9,335)	(10,985)	(11,941)	
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar, Yükümlülükler	(2,310)	(2,825)	(3,214)	(3,792)	(4,111)	
/ Net satışlar %	(2.4)%	(2.4)%	(2.4)%	(2.4)%	(2.4)%	
Dönem vergi karı yükümlülüğü						
Net İşletme Sermayesi	(1,167)	(1,426)	(1,623)	(1,920)	(2,076)	(2,275)
NİS/Satışlar	(1.2)%	(1.2)%	(1.2)%	(1.2)%	(1.2)%	(1.2)%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	40,811	(260)	(196)	(297)	(156)	(199)
Net Satışlar	95,569	116,842	132,935	156,862	170,052	186,377
SMM	(40,825)	(49,913)	(56,787)	(67,009)	(72,643)	
(# Gün)						
Ticari Alacaklar Devir Hızı	30	30	30	30	30	
Ticari Borçlar Devir Hızı	60	60	60	60	60	

VDF Sigorta - Net Nakit/ (Borç)					
bin TL	31 Ara 16	31 Ara 17	31 Ara 18	31 Ara 19	31 Ara 20
Nakit ve nakit benzerleri	80,114	117,383	109,670	71,682	94,123
Diğer dönen varlıklar	34	33	32	356	4
Ertelenen vergi varlığı	545	687	743	-	630
Kısa vadeli finansal borçlar	(1,887)	(2,101)	(3,976)	(10,273)	(14,258)
Kısa vadeli provizyonlar	(8,640)	(7,406)	(7,851)	(4,092)	(6,783)
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	-	(2,497)	(2,801)	(2,307)	(2,883)
Uzun vadeli finansal borçlar	-	-	-	(673)	(937)
Uzun vadeli provizyonlar	(224)	(266)	(537)	(934)	(1,040)
Ertelenen vergi yükümlülüğü	-	-	-	(123)	-
Toplam Net Nakit/ (Borç)	69,942	105,832	95,279	53,637	68,856

Net İşletme Sermayesi Analizi

Şirket yönetimiyle yapılan görüşmelerde, ticari alacaklar ve ticari borçların mali yıl içerisinde birbirlerini dengelediği, bilanço tarihi olan yılın son gününde ticari borçların kısa süreli olarak birikmesi sebebiyle borçlar alacaklardan fazla gözüktüğü belirtilmiştir.

VDF Sigorta, sigorta komisyonu alacaklarını ortalama 30 günde tahsil etmekte ve ödemelerini ise ortalama 60 gün vadede gerçekleştirmektedir. VDF Sigorta'nın faaliyetleri gereği işletme sermayesi ihtiyacı bulunmamaktadır.

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

VDF Sigorta - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi						
bin TL	01 Oca 21	01 Oca 22	01 Oca 23	01 Oca 24	01 Oca 25	Nihai
31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22	31 Ara 23	31 Ara 24	31 Ara 25	Dönem
Net Satışlar	95,569	116,842	132,935	156,862	170,052	186,377
Büyüme %	8.4%	22.3%	13.8%	18.0%	8.4%	9.6%
FAVÖK	24,461	31,735	36,832	45,235	48,130	52,750
Favök marjı %	25.6%	27.2%	27.7%	28.8%	28.3%	28.3%
Amortisman (-)	(2,836)	(2,836)	(2,836)	(2,836)	(2,836)	(2,836)
FVÖK	21,624	28,899	33,996	42,398	45,293	49,914
Kurumlar Vergisi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Gideri (-)	(4,325)	(5,780)	(6,799)	(8,480)	(9,059)	(9,983)
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	17,300	23,119	27,196	33,919	36,235	39,931
Artı: Amortisman	2,836	2,836	2,836	2,836	2,836	2,836
Artı/(Eksi):Borçtan arındırılmış NİS değişimi	(40,811)	260	196	297	156	199
Eksi: Yatırım Harcaması	(2,836)	(2,836)	(2,836)	(2,836)	(2,836)	(2,836)
Nakit Akım Düzeltmeler	(40,811)	260	196	297	156	199
Serbest Nakit Akımlar	(23,511)	23,378	27,393	34,216	36,391	40,130
İndirgeme Oranı	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%
Nihai Dönem Düzeltme Çarpanı	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	8.6
Bugünkü Değer Katsayısı	0.91	0.75	0.62	0.51	0.42	0.42
İndirgenmiş Nakit Akımlar	(21,348)	17,501	16,907	17,411	15,267	143,995
İndirgenmiş Nakit Akımların Toplamı	189,732					
Şirket Değeri	189,732					
Net Nakit/(Borç)	68,856					
Hisse Değeri	258,588					

İNA metodolojisine göre VDF Sigorta'nın Şirket Değeri 160 – 225 milyon TL arasında, değerleme tarihi itibarıyla aşağıdaki tablodakiler dikkate alınarak hesaplanan net borç sonrası Hisse Değeri 230 – 300 milyon TL arasında hesaplanmıştır.

Hesaplanan hisse değeri 31.12.2020 tarihi itibarı ile 9.48x'lik Ş.D/Favök çarpanına denk gelmektedir.

VDF Sigorta Net Nakit/ Borç

VDF Sigorta - Net Nakit/ (Borç)	
bin TL	31 Ara 20
Nakit ve nakit benzerleri	94,123
Diğer dönen varlıklar	4
Ertelenen vergi varlığı	630
Kısa vadeli finansal borçlar	(14,258)
Kısa vadeli provizyonlar	(6,783)
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	(2,883)
Uzun vadeli finansal borçlar	(937)
Uzun vadeli provizyonlar	(1,040)
Ertelenen vergi yükümlülüğü	-
Toplam Net Nakit/ (Borç)	68,856

VDF Sigorta'ya ilişkin Net Nakit/Borç tablosunu yanda görebilirsiniz.

VDF Sigorta - Şirket Değeri Duyarlılık Analizi				
bin TL		Nihai Dönem Büyümesi %+/-		
31 Ara 20		(1.0)%	-	1.0%
AOSM % +/-	(1.0)%	195,262	210,752	229,439
		177,046	189,732	204,792
	1.0%	161,523	172,058	184,395

VDF Sigorta - Hisse Değeri Duyarlılık Analizi				
bin TL		Nihai Dönem Büyümesi %+/-		
31 Ara 20		(1.0)%	-	1.0%
AOSM % +/-	(1.0)%	264,118	279,608	298,295
		245,902	258,588	273,648
	1.0%	230,379	240,914	253,251

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi



VDF Sigorta

Piyasa Yaklaşımı

VDF Sigorta - Piyasa Çarpanları Analizi				
31 Ara 2020				
Şirket Adı	Fiyat / Kazanç		Fiyat / Defter Değeri	
	SMY	S12A	SMY	S12A
Willis Towers Watson Public Limited Company	26.0x	25.5x	2.6x	2.6x
Arthur J. Gallagher & Co.	35.6x	30.7x	4.6x	4.1x
Aon Plc	31.2x	26.3x	14.2x	13.5x
Steadfast Group Limited	n/a	n/a	3.1x	3.1x
Brown & Brown, Inc.	33.8x	29.3x	4.0x	3.6x
Wiz Soluções e Corretagem de Seguros S.A.	6.0x	6.0x	6.9x	3.7x
Marsh & McLennan Companies, Inc.	34.1x	29.2x	7.6x	6.9x
AUB Group Limited	25.5x	25.5x	2.8x	2.8x
Assiteca S.p.A.	16.8x	16.8x	1.7x	1.7x
AFMA S.A.	22.3x	24.2x	28.9x	59.4x
Medyan	26.0x	25.9x	4.0x	3.4x
Ortalama	25.7x	25.9x	5.3x	3.6x

Borsa İstanbul'da yer alan sigorta acentası olarak faaliyet gösteren bir firma bulunmamaktadır ve benzer şirket olarak belirlenen firmaların ise tamamı yurtdışı borsalarda yer alan firmalardır. Borsa İstanbul'da işlem gören 6 adet sigorta şirketi vardır, faaliyet konusu ve finansal yapı itibarıyla benzer değildir ve son 12 aydaki F/DD çarpanları 1.7x – 6.9x civarındadır.

Ulaşılan yurtdışı halka açık şirketlerin farklı ülke pazarlarında, farklı rekabet koşullarında ve regülasyonlarına göre faaliyet gösterdiklerinden dolayı VDF Sigorta değerlendirme analizinde birebir benzer olarak dikkate alınamamıştır.

VDF Sigorta - Piyasa Çarpanları Analizi				
bin TL	Fiyat / Kazanç		Fiyat/ Defter Değeri	
31 Ara 2020	Medyan	Ortalama	Medyan	Ortalama
Seçilen Çarpan: SMY	25.69x	26.01x	4.02x	5.28x
Parameter - 2019	18,546		37,549	
Hisse Değeri	476,389	482,450	150,939	198,362

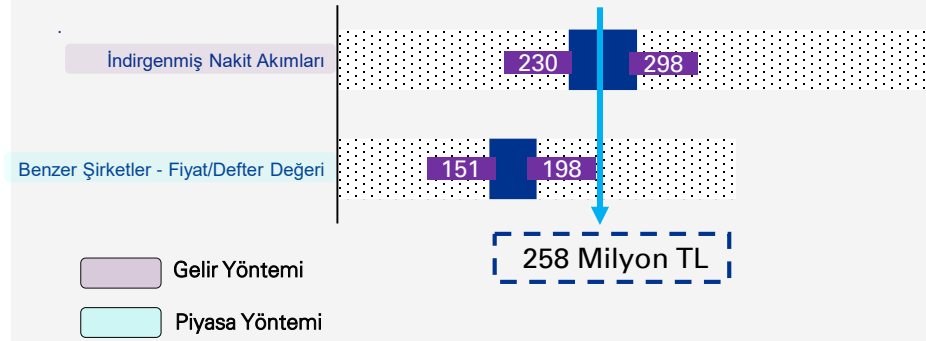
Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



VDF Sigorta

Değerleme Sonucu

VDF Sigorta Hisse Değeri Aralığı (Milyon TL) – 31 Aralık 2020



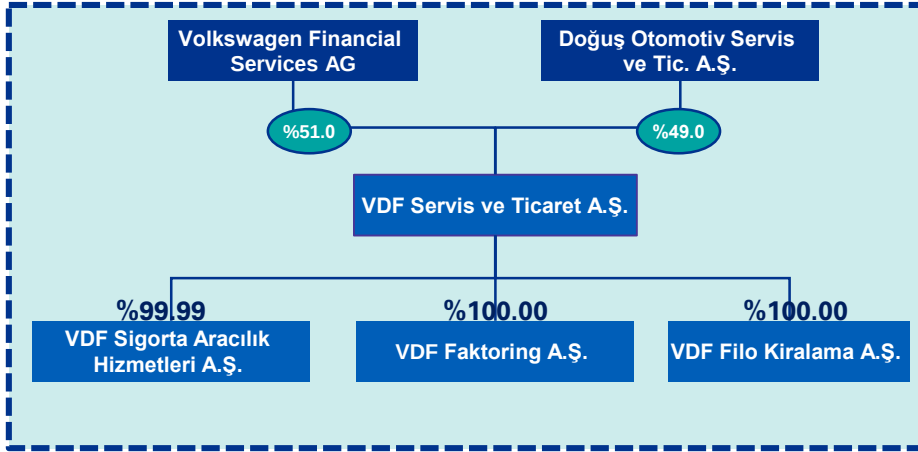
Yapılan analizler sonucunda VDF Sigorta'nın hisse değeri, orta noktası 259 milyon TL olmak üzere 230 – 300 milyon TL aralığında hesaplanmıştır.

Kaynak: KPMG Analizi



VDF Servis Değerleme Analizi ve Varsayımları

Ortaklık Yapısı *



VDF Servis 1999 yılında farklı alanlarda hizmetler vermek için. %51 Volkswagen Financial Services A.G. ve %49 Doğuş Grubu'nun ortaklığı ile kurulmuştur. Şirket merkezi İstanbul Kağıthane'de olup, değerlendirme tarihi itibarıyla şirketin personel sayısı 4'dür.

VDF Filo, VDF Sigorta ve VDF Faktoring, VDF Servis bünyesinde faaliyet göstermektedirler.

Değerleme tarihi itibarı ile VDF Servis'in bağlı ortaklıklarına çatı firması hizmeti vermek dışında önemli bir faaliyeti bulunmamakta olup, bağlı ortaklıkları hariç bilançosunda önemli bir tutar yer almamaktadır (sayfa 91).

VDF Servis Toplam Hisse Değeri

VDF Servis'in toplam hisse değerine ulaşılırken Şirket'in bağlı ortakları olan VDF Faktoring, VDF Filo ve VDF Sigorta'nın hisse değerleri önceki sayfalarda sunulduğu üzere ayrı ayrı hesaplanmış ve bu değerlerin üzerine Değerleme Tarihi itibarı ile VDF Servis'in konsolide olmayan bilançosunda yer alan bağlı ortaklıklar hariç diğer kalemler eklenmiştir.

VDF Servis ve Ticaret A.Ş. (31 Aralık 2020)		
	Pay Adedi	İtibari Değer (TL)
Volkswagen Financial Services AG	2.601.000	2.601.000
Doğuş Otomotiv Servis ve Tic. A.Ş.	2.499.000	2.499.000
Toplam	5.100.000	5.100.000

* Kısmi bölünme öncesi ortaklık yapısı

Kaynak: KPMG Analizi, Müşteri Yönetimi

VDF Servis - Net Aktif Değer		
bin TL	31.12.2020	31.12.2020
Dönen varlıklar		
Nakit ve nakit benzerleri	195	195
Ticari alacaklar	172	172
Diğer dönen varlıklar	81	81
Toplam dönen varlıklar	449	449
Duran varlıklar		
Maddi olmayan duran varlıklar	8	8
İştirak ve bağlı ortaklıklar	156,992	1,048,140
Ertelenmiş vergi varlığı	173	173
Diğer duran varlıklar	419,887	419,887
Toplam duran varlıklar	577,060	1,468,208
Toplam varlıklar	577,509	1,468,657
Kısa vadeli yükümlülükler		
Mali Borçlar	330,000	330,000
Ticari borçlar	322	322
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	19,800	19,800
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	350,122	350,122
Uzun vadeli yükümlülükler		
Alınan fonlar	70,000	70,000
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	50	50
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	70,050	70,050
Toplam yükümlülükler	420,172	420,172
Net Aktif Değer	157,337	1,048,485

İştirak ve Bağlı Ortaklıklar			
31 Ara 2020	Nihai Hisse Değerleri	Ortaklık Oranları	VDF Servis Bilançosuna Yazılacak Değer
VDF Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.	258,588,378	99.99%	258,567,691
VDF Faktoring A.Ş.	204,047,454	100.00%	204,047,372
VDF Filo Kiralama A.Ş.	585,525,225	100.00%	585,525,225
Toplam	1,048,161,057		1,048,140,288.40

- ① Değerleme analizlerine göre VDF Servis'in 31.12.2020 tarihi itibarı ile bağlı ortaklıklarının değeri orta noktası 1.048 milyon TL olmak üzere 920 milyon TL – 1.210 milyon TL aralığında hesaplanmıştır.

VDF Servis'in toplam hisse değerine ulaşılırken Şirket'in bağlı ortaklıklarının hesaplanan değerine Değerleme Tarihi itibarı ile VDF Servis'in konsolide olmayan bilançosunda yer alan diğer kalemler eklenmiştir.

Değerleme tarihi itibarı ile VDF Servis'in bağlı ortaklıklarına çatı firması hizmeti vermek dışında önemli bir faaliyeti bulunmamaktadır ve bağlı ortaklıkları hariç net aktif değeri 340 bin TL civarındadır.

- ② Yapılan düzeltmeler sonucu VDF Servis'in hesaplanan Hisse Değeri orta noktası 1.048 milyon TL'dir.



Ekler

VDF Servis

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")

İndirgeme oranını belirlemek için, aşağıda gösterilen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") metodu kullanılmıştır:

$$AOSM = K_e * (E/(D+E)) + K_d * (1-T) * (D/(D+E))$$

K_e =özsermaye maliyeti; E =özsermayenin piyasa değeri; K_d =finansal borç maliyeti; D =finansal borcun piyasa değeri; T =kurumlar vergisi oranı

Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti, Sabit Kıymetler Fiyatlandırma Modeli kullanılarak, aşağıdaki gibi elde edilir:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \alpha$$

R_f = risksiz getiri oranı

R_m = beklenen ortalama piyasa getirisi

$(R_m - R_f)$ = bir piyasa aktif portföyünün kazandığı, risksiz faiz oranı üzerindeki ortalama risk primi - Özsermaye Piyasa Risk Primi

β = bir aktifin, tamamı riskli aktifler portföyüne kıyasla, sistematik riskinin ölçümü olan beta çarpanı

α = şirkete özgü risk primi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin belirlenebilmesi için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, ABD Merkez Bankası (FED) 31 Aralık 2020 itibarıyla 30 yıllık borçlanma senetlerine ait getiri oranı referans olarak alınmıştır. Değerleme tarihi itibarıyla risksiz faiz oranı %1.65'tir.

Türkiye'ye özgü risk priminin %5.6 olarak belirlenmesinde, KPMG global ofislerin kurumsal finansman araştırmaları ve analizleri kullanılmıştır.

Özsermaye piyasa risk priminin Türkiye yatırım ortamı için %6.5 olarak belirlenmesinde, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır.

Kurumlar vergisi projeksiyon dönemi ve Nihai dönemde %20 olarak dikkate alınmıştır.

Şirkete özgü risk priminin olarak belirlenmesinde Şirket'in projeksiyonları, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır. Şirketlere özgü risk primi; faaliyet gösterilen sektör, şirketin personeline, ana tedarikçilerine ve müşterilerine olan bağımlılığı, sektördeki konumu gibi faktörler göz önüne alınarak belirlenmektedir.

Beta çarpanını belirlemek için yurtiçi ve yurtdışı borsalarda işlem gören, faaliyetleri açısından Şirket'e benzerlik gösterdiği düşünülen firmalarının aktif beta ortalamaları incelenmiş ve kullanılmıştır.

Yukarıda sıralanan varsayımlara dayanarak, serbest nakit akımları için iş kolu özelinde AOSM indirgeme oranı hesaplanmıştır. İndirgeme oranına ait detaylara bu ileriki sayfalarında yer verilmiştir.

Özsermaye Maliyeti - VDF Faktoring

VDF Faktöring - Özsermaye Maliyeti Hesaplaması							
31 Ara 2020	TL	TL	TL	TL	TL	TL	
Veriler	2021	2022	2023	2024	2025	ND	Kaynaklar
Risksiz Faiz Oranı	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	ABD Hazine Bakanlığı
Ülke Risk Primi	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	KPMG Veritabanı
Enflasyon Farkı	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	KPMG Veritabanı
Şirkete Özgü Risk Primi	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	KPMG Kurumsal Finansman
Kaldıraçlı Beta	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	Capital IQ
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	KPMG Veritabanı
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli							
Risksiz Faiz Oranı	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	ABD Hazine Bakanlığı
Ülke Risk Primi	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	KPMG Veritabanı
Enflasyon Farkı	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	KPMG Veritabanı
Şirkete Özgü Risk Primi	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	KPMG Kurumsal Finansman
Kaldıraçlı Beta	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	Capital IQ
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	KPMG Veritabanı
Özsermaye Maliyeti	19.81%	19.81%	19.81%	19.81%	19.81%	19.81%	KPMG Analizi

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi

Özsermaye Maliyeti - VDF Filo Kiralama

VDF Filo Kiralama - Özsermaye Maliyeti Hesaplaması							
31 Ara 2020	TL	TL	TL	TL	TL	TL	
Veriler	2021	2022	2023	2024	2025	ND	Kaynaklar
Risksiz Faiz Oranı	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	ABD Hazine Bakanlığı
Ülke Risk Primi	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	KPMG Veritabanı
Enflasyon Farkı	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	KPMG Veritabanı
Şirkete Özgü Risk Primi	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	KPMG Kurumsal Finansman
Kaldıraçsız Beta	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43	Capital IQ
Borç/Piyasa Değeri	103.40%	103.40%	103.40%	103.40%	103.40%	103.40%	Capital IQ
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	50.84%	50.84%	50.84%	50.84%	50.84%	50.84%	Capital IQ
Kurumlar Vergisi Oranı	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	TC Maliye Bakanlığı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	KPMG Veritabanı
Kaldıraçlı Beta							
Kaldıraçsız Beta	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43	Capital IQ
Borç/Piyasa Değeri	103.40%	103.40%	103.40%	103.40%	103.40%	103.40%	Capital IQ
Kurumlar Vergisi Oranı	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	TC Maliye Bakanlığı
Kaldıraçlı Beta	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	KPMG Analizi
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli							
Risksiz Faiz Oranı	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	ABD Hazine Bakanlığı
Ülke Risk Primi	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	KPMG Veritabanı
Enflasyon Farkı	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	KPMG Veritabanı
Şirkete Özgü Risk Primi	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	KPMG Kurumsal Finansman
Kaldıraçlı Beta	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	Capital IQ
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	KPMG Veritabanı
Özsermaye Maliyeti	23.62%	23.62%	23.62%	23.62%	23.62%	23.62%	KPMG Analizi

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi

AOSM - VDF Sigorta

VDF Sigorta - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması							
31 Ara 2020	TL	TL	TL	TL	TL	TL	
Veriler	2021	2022	2023	2024	2025	ND	Kaynaklar
Risksiz Faiz Oranı	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	ABD Hazine Bakanlığı
Ülke Risk Primi	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	KPMG Veritabanı
Enflasyon Farkı	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	KPMG Veritabanı
Şirkete Özgü Risk Primi	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	KPMG Kurumsal Finansman
Kaldıraçsız Beta	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	Capital IQ
Borç/Piyasa Değeri	15.97%	15.97%	15.97%	15.97%	15.97%	15.97%	Capital IQ
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	13.77%	13.77%	13.77%	13.77%	13.77%	13.77%	Capital IQ
Kurumlar Vergisi Oranı	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	TC Maliye Bakanlığı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	KPMG Veritabanı
Kaldıraçlı Beta							
Kaldıraçsız Beta	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	Capital IQ
Borç/Piyasa Değeri	15.97%	15.97%	15.97%	15.97%	15.97%	15.97%	Capital IQ
Kurumlar Vergisi Oranı	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	TC Maliye Bakanlığı
Kaldıraçlı Beta	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94	KPMG Analizi
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli							
Risksiz Faiz Oranı	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	ABD Hazine Bakanlığı
Ülke Risk Primi	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	KPMG Veritabanı
Enflasyon Farkı	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	KPMG Veritabanı
Şirkete Özgü Risk Primi	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	KPMG Kurumsal Finansman
Kaldıraçlı Beta	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94	Capital IQ
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	KPMG Veritabanı
Özsermaye Maliyeti	22.65%	22.65%	22.65%	22.65%	22.65%	22.65%	KPMG Analizi
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti							
Özsermaye Maliyeti	22.65%	22.65%	22.65%	22.65%	22.65%	22.65%	KPMG Analizi
Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	EIU
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	13.77%	13.77%	13.77%	13.77%	13.77%	13.77%	Capital IQ
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	86.23%	86.23%	86.23%	86.23%	86.23%	86.23%	Capital IQ
Kurumlar Vergisi Oranı	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	TC Maliye Bakanlığı
AOSM	21.29%	21.29%	21.29%	21.29%	21.29%	21.29%	KPMG Analizi

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi

VDF Faktoring Geçmiş Dönem Finansallar - Denetlenmiş UFRS

VDF Faktoring - Gelir Tablosu						
bin TL	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	MY20
Faktoring faiz gelirleri	19,090	39,116	58,735	190,403	97,199	61,089
Faktoring komisyon gelirleri	3,595	4,407	4,655	3,706	4,890	5,756
Faktoring gelirleri	22,685	43,523	63,390	194,109	102,089	66,845
<i>Büyüme %</i>	<i>n.a.</i>	<i>91.9%</i>	<i>45.6%</i>	<i>206.2%</i>	<i>-47.4%</i>	<i>-34.5%</i>
Borç faizi giderleri	(6,062)	(25,151)	(43,187)	(149,446)	(66,241)	(28,816)
Faktoring değer kazancı / (kayıbı)	622	(3,512)	(12,772)	(28)	(35,674)	(7,963)
Faiz ve provizyon sonrası gelir / (gider)	17,245	14,860	7,431	44,635	174	30,066
Faktoring dışı faiz gelirleri	956	606	1,140	1,119	2,160	789
Diğer operasyonel gelirler / (giderler)	17	296	524	(17)	2,246	(11,209)
Diğer operasyonel olmayan gelirler / (giderler)	225	8,562	23,042	43,998	12,920	566
Operasyonel gelirler / (giderler)	-	-	-	-	-	-
Operasyonel kar / (zarar)	18,443	24,324	32,137	89,735	17,500	20,212
<i>Operasyonel Kar Marjı %</i>	<i>81.3%</i>	<i>55.9%</i>	<i>50.7%</i>	<i>46.2%</i>	<i>17.1%</i>	<i>30.2%</i>
Genel yönetim giderleri	(3,977)	(5,515)	(11,660)	(15,594)	(10,816)	(13,055)
Vergi öncesi kar / (zarar)	14,466	18,809	20,477	74,141	6,684	7,157
<i>VÖK Marjı %</i>	<i>63.8%</i>	<i>43.2%</i>	<i>32.3%</i>	<i>38.2%</i>	<i>6.5%</i>	<i>10.7%</i>
Gelir vergisi gelirleri / (giderleri)	(2,890)	(3,734)	(3,939)	(16,259)	(2,485)	(4,191)
Dönem net karı / (zararı)	11,576	15,075	16,538	57,882	4,199	2,966
<i>Net Kar Marjı %</i>	<i>51.0%</i>	<i>34.6%</i>	<i>26.1%</i>	<i>29.8%</i>	<i>4.1%</i>	<i>4.4%</i>
Diğer kapsamlı gelirler / (giderler)	(2)	(13)	1	(2)	(75)	(27)
Toplam kapsamlı gelirler / (giderler)	11,574	15,062	16,539	57,880	4,124	2,939

VDF Faktoring - Bilanço						
bin TL	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Aktif						
Nakit ve nakit benzerleri	18,268	28,625	91,317	109,196	3,834	4,154
Faktoring alacakları	259,393	558,197	1,296,365	917,664	308,630	988,168
Maddi duran varlıklar	706	543	387	238	521	1,233
Maddi olmayan varlıklar	928	1,580	3,533	4,604	7,247	7,389
Ertelenen vergi varlığı, net	802	1,863	4,019	-	4,853	669
Türev finansal varlıklar	-	-	4,541	12,901	-	-
Cari gelir vergisi varlıkları	657	1,252	-	-	-	-
Diğer varlıklar	778	718	286	2,451	1,011	866
Aktif Toplamı	281,532	592,778	1,400,448	1,047,054	326,096	1,002,479
Yükümlülükler						
Finansal borçlar	146,268	407,260	711,241	777,314	154,161	803,614
Faktoring ticari borçlar	101,768	133,224	618,152	127,279	45,451	64,883
Cari gelir vergisi borçlar	-	-	1,313	2,898	415	-
Ertelenen vergi borçları	-	-	-	429	-	-
İşten çıkarma ihtiyat karşılığı	29	30	45	79	109	189
Finansal türev yükümlülükleri	-	2,029	-	-	-	-
Vergi yükümlülükleri	-	-	-	-	-	-
Diğer yükümlülükler	2,645	4,351	7,274	8,745	526	5,420
Yükümlülükler Toplamı	250,710	546,894	1,338,025	916,744	200,662	874,106
Özkaynaklar						
Ödenmiş Sermaye	20,000	20,000	20,000	20,000	30,000	50,000
Yeniden ölçüm kazançları / kayıpları	2	(11)	(10)	(12)	(87)	(114)
Dönem net karı / (zararı)	11,576	15,075	16,538	57,882	4,199	2,966
Birikmiş kar / (zarar)	(756)	10,820	25,895	52,440	91,322	75,521
Toplam özkaynak	30,822	45,884	62,423	130,310	125,434	128,373
Pasif Toplamı	281,532	592,778	1,400,448	1,047,054	326,096	1,002,479

Kaynak: Müşteri Yönetimi

VDF Faktoring Geçmiş Dönem Finansallar - BDDK

VDF Faktoring - Gelir Tablosu			
bin TL	MY 2018	MY 2019	MY 2020
Esas Faaliyet Gelirleri	195,507	100,556	66,845
Faktoring Gelirleri	195,507	100,556	66,845
Faktoring Alacaklarından Alınan Faizler	191,801	97,012	61,089
Diğer	191,801	97,012	61,089
Faktoring Alacaklarından Alınan Ücret ve Komisyonlar	3,706	3,544	5,756
Diğer	3,706	3,544	5,756
Finansman Giderleri (-)	(148,043)	(65,609)	(28,807)
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	(148,043)	(65,504)	(28,616)
Kiralama İşlemlerine İlişkin Faiz Giderleri	-	(105)	(191)
Brüt Kar / Zarar	47,464	34,947	38,038
Esas Faaliyet Giderleri (-)	(16,946)	(11,372)	(22,986)
Personel Giderleri	(2,909)	(3,424)	(3,762)
Kıdem Tazminatı Karşılığı Gideri	(31)	(34)	(51)
Genel İşletme Giderleri	(13,962)	(7,914)	(19,173)
Diğer	(44)	-	-
Brüt Faaliyet Karı/ Zararı	30,518	23,575	15,052
Diğer Faaliyet Gelirleri	656,827	1,052,414	144,981
Bankalardan Alınan Faizler	1,119	2,214	789
Sermaye Piyasası İşlemleri Kârı	-	-	-
Türev Finansal İşlemler Kârı	57,088	579,002	-
Kambiyo İşlemleri Kârı	590,294	470,421	143,745
Diğer	8,326	777	447
Karşılık Giderleri	(6,756)	(15,821)	(31,709)
Özel Karşılıklar	(6,756)	(15,821)	(31,709)
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(603,863)	(1,034,713)	(143,410)
Türev Finansal İşlemlerden Zarar	(81,020)	(588,954)	-
Kambiyo İşlemleri Zararı	(522,843)	(445,759)	(143,410)
Net Faaliyet Karı / Zararı	76,726	25,455	(15,086)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/ Zararı	76,726	25,455	(15,086)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı (±)	(15,066)	(7,111)	1,291
Cari Vergi Karşılığı	(14,633)	(8,114)	-
Ertelenmiş Vergi Gelir Etkisi (+)	1,503	128	2,324
Ertelenmiş Vergi Gider Etkisi (-)	(1,936)	(277)	(1,033)
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Net Karı/ Zararı	61,660	18,344	(13,795)
Net Dönem Kar / Zararı	61,660	18,344	(13,795)

VDF Faktoring - Bilanço			
bin TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Varlıklar			
Nakit, Nakit Benzerleri Ve Merkez Bankası	112,198	3,834	4,154
Türev Finansal Varlıklar	10,558	-	-
İtfa Edilmiş Maliyeti İle Ölçülen Finansal Varlıklar (Net)	854,541	323,359	982,983
Faktoring Alacakları	848,678	185,709	915,591
Diğer Faktoring Alacakları	848,678	185,709	915,591
Takipteki Alacaklar	14,557	162,165	123,062
Beklenen Zarar Karşılıkları/Özel Karşılıklar (-)	(8,694)	(24,515)	(55,670)
Maddi Duran Varlıklar (Net)	239	521	1,233
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	4,604	6,556	7,389
Cari Dönem Vergi Varlığı	-	158	264
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	409	1,706
Diğer Aktifler	13,740	1,829	603
Ara Toplam	995,880	336,666	998,332
Toplam Aktifler	995,880	336,666	998,332
Yükümlülükler			
Alınan Krediler	777,314	153,750	803,613
Faktoring Borçları	80,185	42,169	64,883
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	411	973
Karşılıklar	11,315	818	1,058
Çalışan Hakları Yükümlülüğü Karşılığı	161	205	320
Genel Karşılıklar	9,000	-	-
Diğer Karşılıklar	2,154	613	738
Cari Vergi Borcu	1,424	-	-
Ertelenmiş Vergi Borcu	593	-	-
Diğer Yükümlülükler	5,232	1,354	3,459
Ara Toplam	876,063	198,502	873,986
Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	20,000	30,000	50,000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş	(90)	(87)	(110)
Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler			
Kâr Yedekleri	2,475	2,475	2,475
Yasal Yedekler	2,475	2,475	2,475
Kâr veya Zarar	97,432	105,776	71,981
Geçmiş Yıllar Kâr veya Zararı	35,772	87,432	85,776
Dönem Net Kâr veya Zararı	61,660	18,344	(13,795)
Toplam Yükümlülükler	995,880	336,666	998,332

Kaynak: Müşteri Yönetimi

VDF Faktoring Geçmiş Dönem Finansallar - BDDK

VDF Faktoring - Gelir Tablosu			
bin TL	MY 2015	MY 2016	MY 2017
Esas Faaliyet Gelirleri	22,685	43,091	63,274
Faktoring Gelirleri	22,685	43,091	63,274
Faktoring Alacaklarından Alınan Faizler	19,136	38,695	58,619
Diğer	19,136	38,695	58,619
Faktoring Alacaklarından Alınan Ücret ve Diğer	3,549	4,396	4,655
Finansman Giderleri (-)	(6,063)	(25,151)	(43,186)
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	(6,063)	(25,151)	(43,186)
Kiralama İşlemlerine İlişkin Faiz Giderleri	-	-	-
Brüt Kar / Zarar	16,622	17,940	20,088
Esas Faaliyet Giderleri (-)	(3,971)	(9,242)	(25,476)
Personel Giderleri	(1,312)	(1,642)	(2,087)
Kıdem Tazminatı Karşılığı Gideri	(8)	16	(16)
Genel İşletme Giderleri	(2,651)	(4,104)	(10,412)
Diğer	-	(3,512)	(12,961)
Brüt Faaliyet Karı/ Zararı	12,651	8,698	(5,388)
Diğer Faaliyet Gelirleri	6,374	169,009	674,849
Bankalardan Alınan Faizler	956	606	1,140
Sermaye Piyasası İşlemleri Kârı	-	4,440	80,078
Türev Finansal İşlemler Kârı	-	4,440	80,078
Kambiyo İşlemleri Kârı	4,748	163,477	592,508
Diğer	670	486	1,123
Karşılık Giderleri	-	(1,026)	(912)
Özel Karşılıklar	-	-	-
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(4,523)	(159,355)	(649,546)
Türev Finansal İşlemlerden Zarar	-	(8,131)	(62,292)
Kambiyo İşlemleri Zararı	(4,523)	(151,224)	(587,254)
Net Faaliyet Karı / Zararı	14,502	17,326	19,003
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/ Zararı	14,502	17,326	19,003
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı (±)	(2,776)	(4,152)	(6,891)
Cari Vergi Karşılığı	(2,823)	(4,650)	(6,096)
Ertelenmiş Vergi Gelir Etkisi (+)	47	498	-
Ertelenmiş Vergi Gider Etkisi (-)	-	-	(795)
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Net Karı/ Zararı	11,726	13,174	12,112
Net Dönem Kar / Zararı	11,726	13,174	12,112

VDF Faktoring - Bilanço			
bin TL	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Varlıklar			
Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar/Zarar'a Yansıtılan FV (Net)	-	-	3,327
Alım satım amaçlı türev finansal varlıklar	-	-	3,327
Bankalar	18,268	28,626	91,273
Faktoring Alacakları	263,261	556,622	1,314,075
Diğer Alacaklar	9	40	44
Takipteki Alacaklar	496	7,145	-
Takipteki Faktoring Alacakları	496	8,171	1,938
Özel Karşılıklar (-)	-	(1,026)	(1,938)
Maddi Duran Varlıklar (Net)	695	543	388
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	928	1,580	3,533
Peşin Ödenmiş Giderler	4	2	11
Ertelenmiş Vergi Varlığı	114	615	-
Diğer Aktifler	459	410	1,260
Ara Toplam	284,234	595,583	1,413,911
Toplam Aktifler	284,234	595,583	1,413,911
Yükümlülükler			
Alım Satım Amaçlı Türev Finansal Yükümlülükler	-	2,029	562
Alınan Krediler	146,268	407,260	711,242
Faktoring Borçları	102,372	127,348	613,113
Diğer Borçlar	96	5,767	9,814
Ödenecek Vergi Ve Yükümlülükler	210	650	886
Borç Ve Gider Karşılıkları	1,184	4,883	18,525
Ertelenmiş Gelirler	281	141	179
Cari Dönem Vergi Borcu	860	1,381	1,193
Ertelenmiş Vergi Borcu	-	-	176
Sermaye Benzeri Krediler	-	-	-
Ara Toplam	251,271	549,459	1,355,690
Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	20,000	20,000	20,000
Sermaye Yedekleri	-	-	-
Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	2	(11)	(26)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılarak Birikmiş Kâr Yedekleri	563	1,149	1,809
Yasal Yedekler	563	1,149	1,809
Kâr veya Zarar	12,398	24,986	36,438
Geçmiş Yıllar Kâr veya Zararı	672	11,812	24,326
Dönem Net Kâr veya Zararı	11,726	13,174	12,112
Toplam Yükümlülükler	284,234	595,583	1,413,911

Kaynak: Müşteri Yönetimi

VDF Filo Geçmiş Dönem Finansallar - Denetlenmiş UFRS

VDF Filo - Gelir Tablosu					
bin TL	MY16	MY17	MY18	MY19	MY20
Satış gelirleri	70	23,729	156,846	277,274	614,327
Satışların maliyeti	(82)	(12,781)	(75,753)	(130,313)	(244,185)
Brüt kar	(12)	10,948	81,093	146,960	370,143
Genel yönetim giderleri	(3,785)	(7,033)	(12,439)	(16,021)	(20,426)
Pazarlama giderleri	(109)	(1,762)	(2,169)	(303)	(1,083)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	-	-	34,165	50,643	63,240
Esas faaliyetlerden diğer giderler	(265)	(284)	(214)	(151)	(2,821)
Esas faaliyet kar	(4,171)	1,870	100,435	181,127	409,053
Finansman gelirleri	403	-	71,319	5,733	61,129
Finansman giderleri	-	(11,962)	(204,593)	(156,571)	(395,123)
Vergi öncesi kar / (zarar)	(3,769)	(10,092)	(32,838)	30,289	75,058
Ertelenmiş vergi gelirleri / (giderleri)	-	-	7,386	(7,509)	(11,435)
Vergi gelirleri / (giderleri)	752	2,291	-	-	(1,400)
Dönem net kar / (zararı)	(3,017)	(7,801)	(25,452)	22,779	62,222
Diğer kapsamlı gelirler / (giderler)	(2)	(21)	(35)	(26)	(99)
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları kayıpları	(2)	(26)	9	7	(124)
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları kayıpları vergisi	0	5	(44)	(33)	25
Toplam kapsamlı gelirler / (giderler)	(3,018)	(7,822)	(25,487)	22,753	62,123

VDF Filo - Bilanço					
bin TL	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Dönen varlıklar					
Nakit ve nakit benzerleri	3,495	2,885	1,227	2,148	49,910
Ticari alacaklar	11	4,417	12,231	11,363	25,701
Diğer çeşitli dönen varlıklar (hedge)	-	5,125	34,811	41,520	21,725
Diğer dönen varlıklar	5,195	20,048	66,746	115,619	429,005
Toplam dönen varlıklar	8,702	32,476	115,016	170,651	526,339
Duran varlıklar					
Maddi duran varlıklar	659	1,127	688,407	970,511	1,916,701
Maddi olmayan varlıklar	2,844	4,799	4,856	6,760	8,954
Kullanma hakkı olan varlıklar	-	-	-	372	284
Diğer çeşitli duran varlıklar (hedge)	-	5,303	37,574	8,605	513
Ertelenen vergi varlığı	752	3,048	10,320	2,818	-
Peşin ödenmiş giderler	-	-	-	-	1,667
Diğer duran varlıklar	-	49,835	45,423	19,528	12,670
Toplam duran varlıklar	27,507	425,638	786,580	1,008,594	1,940,789
Toplam varlıklar	36,209	458,114	901,595	1,179,245	2,467,129
Kısa vadeli yükümlülükler					
Kısa vadeli finansal borçlar	-	31,808	15,533	53,439	532,735
Uzun vadeli borçların cari dönem ile ilgili kısmı	-	67,932	236,677	349,450	657,392
Ticari borçlar	18,188	144,064	41,908	104,573	399,916
Diğer yükümlülükler	-	-	-	1,327	6,549
Kısa vadeli karşılıklar	-	-	1,568	817	2,102
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,036	1,640	247	350	217
Dönem Karı Vergi yükümlülüğü	-	-	-	-	1,400
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	-	8,593
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	19,225	245,444	295,932	509,956	1,608,904
Uzun vadeli yükümlülükler					
Uzun vadeli finansal borçlar	-	203,476	553,708	560,188	661,860
Uzun vadeli provizyonlar	2	35	103	296	437
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	2	203,510	553,811	560,484	662,297
Toplam yükümlülükler	19,227	448,954	849,743	1,070,439	2,271,200
Özkaynaklar					
Ödenmiş sermaye	20,000	20,000	87,742	121,942	146,942
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları / kayıpları	-	-	(58)	(84)	(183)
Aktüeryel zararlar	(2)	(23)	-	-	-
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	-	-	103	249	249
Birikmiş kar / (zarar)	-	(3,017)	(10,483)	(36,081)	(13,301)
Dönem karı / (zararı)	(3,017)	(7,801)	(25,452)	22,779	62,222
Toplam özkaynaklar	16,982	9,160	51,853	108,806	195,929
Toplam yükümlülük ve özkaynaklar	36,209	458,114	901,595	1,179,245	2,467,129

Kaynak: Müşteri Yönetimi

VDF Sigorta Geçmiş Dönem Finansallar - Denetlenmiş UFRS

VDF Sigorta - Gelir Tablosu					
bin TL	MY16	MY17	MY18	MY19	MY20
Satış gelirleri	81,158	79,246	89,115	75,960	88,174
Satışların maliyeti	(37,975)	(37,661)	(38,483)	(32,096)	(41,307)
Brüt kar	43,183	41,585	50,633	43,864	46,868
Genel yönetim giderleri	(20,359)	(22,461)	(23,551)	(25,260)	(29,433)
Personel gideri	(13,643)	(15,343)	(16,326)	(16,248)	(18,519)
Diğer giderler	(6,716)	(7,117)	(7,224)	(9,013)	(10,914)
Pazarlama giderleri	(804)	(612)	(551)	(577)	(743)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	-	616	2,123	655	634
Esas faaliyetlerden diğer giderler	-	(175)	(1,010)	(73)	(35)
Esas faaliyet karı	22,020	18,953	27,644	18,609	17,292
Yatırım aktivitelerinden gelirler	-	12,434	17,776	12,569	6,555
Yatırım aktivitelerinden giderler	-	-	-	(219)	(502)
Faiz gelirleri	9,063	-	-	-	-
Kur farkı karları/(zararları)	15	-	-	-	-
Diğer gelirler ve giderler	1,786	-	-	-	-
Sürdürülen faaliyetlerin vergi öncesi karı / (zararı)	32,884	31,387	45,420	30,959	23,345
Vergi gelirleri / (giderleri)	(5,999)	(6,456)	(9,803)	(5,742)	(5,423)
Ertelenmiş vergi gelirleri / (giderleri)	(270)	152	33	(842)	727
Dönem net karı / (zararı)	26,614	25,082	35,649	24,375	18,649
Aktüeryal karlar/(zararlar)	(135)	40	(92)	169	(102)
Kıdem tazminatı karşılığı (-)	-	-	-	-	-
Toplam kapsamlı gelirler / (giderler)	26,479	25,123	35,557	24,543	18,546

VDF Sigorta - Bilanço					
bin TL	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Dönen varlıklar					
Nakit ve nakit benzerleri	80,114	117,383	109,670	71,682	94,123
Ticari alacaklar	16,167	14,082	12,204	16,126	25,002
Diğer dönen varlıklar	34	33	32	356	4
Toplam dönen varlıklar	96,316	131,498	121,905	88,163	119,129
Duran varlıklar					
Maddi duran varlıklar	977	709	564	478	1,172
Maddi olmayan duran varlıklar	3,377	4,092	3,769	5,468	8,186
Kullanma hakkı olan varlıklar	-	-	-	958	1,313
Ertelenen vergi varlığı	545	687	743	-	630
Toplam duran varlıklar	4,900	5,487	5,076	6,905	11,300
Toplam varlıklar	101,215	136,985	126,981	95,068	130,429
Kısa vadeli yükümlülükler					
Kısa vadeli finansal borçlar	1,887	2,101	3,976	10,273	14,258
Ticari borçlar	27,960	36,646	53,670	30,473	63,439
Dönem vergi karı yükümlülüğü	1,489	1,932	4,199	1,836	3,540
Kısa vadeli provizyonlar	8,640	7,406	7,851	4,092	6,783
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	-	2,497	2,801	2,307	2,883
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	39,977	50,582	72,496	48,981	90,903
Uzun vadeli yükümlülükler					
Uzun vadeli finansal borçlar	-	-	-	673	937
Uzun vadeli provizyonlar	224	266	537	934	1,040
Ertelenen vergi yükümlülüğü	0	-	-	123	-
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	224	266	537	1,729	1,977
Toplam yükümlülükler	40,201	50,848	73,034	50,710	92,880
Özkaynaklar					
Ödenmiş sermaye	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Sermaye düzeltmesi	3	3	3	3	3
Kar veya zarar olarak sınıflanmayan kalemler	-	(282)	(374)	(205)	(307)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	-	1,515	1,515	1,515	1,515
Birikmiş kar/(zarar)	32,719	57,818	15,153	16,670	15,690
Dönem karı/(zararı)	26,614	25,082	35,649	24,375	18,649
Aktüeryal kar/(zarar)	(322)	-	-	-	-
Toplam özkaynaklar	61,015	86,137	53,947	44,358	37,549
Toplam yükümlülük ve özkaynaklar	101,215	136,985	126,981	95,068	130,429

Kaynak: Müşteri Yönetimi

VDF Sigorta Piyasa arpanları Analizi

VDF Sigorta Piyasa arpanları Analizi				
31 Ara 2020				
Şirket İsmi	Fiyat/ Kazanç		Fiyat/ Defter Değeri	
	SMY	S12A	SMY	S12A
Aksigorta A.Ş.	7.8x	6.3x	3.2x	2.9x
Anadolu Anonim Türk Şirketi	8.4x	7.3x	2.1x	1.8x
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.	10.3x	7.3x	2.9x	2.7x
AvivaSa Emeklilik ve Hayat A.Ş.	15.4x	11.8x	6.4x	6.0x
Ray Sigorta A.Ş.	50.3x	29.6x	9.6x	7.5x
Türkiye Sigorta A.Ş.	62.0x	12.8x	5.9x	2.4x
Ortalama	25.7x	12.5x	5.0x	3.9x
Medyan	12.9x	9.5x	4.6x	2.8x

Kaynak: Müşteri Yönetimi

VDF Servis Geçmiş Dönem Finansallar - Denetlenmiş Solo UFRS

VDF Servis - Gelir Tablosu (Solo)					
bin TL	MY16	MY17	MY18	MY19	MY 20
Satış gelirleri	2,392	1,244	1,408	3,292	671
Satışların maliyeti	(2,219)	(900)	(943)	(3,015)	(304)
Brüt kar	173	345	465	277	367
Genel yönetim giderleri	(472)	(374)	(480)	(809)	(911)
Operasyonel kar	(300)	(30)	(15)	(532)	(544)
Finansal gelir	61	55	68	50	19,893
Finansal gider (-)	2	0	-	(3)	(19,657)
Diğer gelirler ve giderler	20,119	(54)	67,743	34,285	25,544
Vergi öncesi kar	19,883	(29)	67,796	33,799	25,237
Vergi gelirleri / (giderleri)	26	11	(12)	96	10
Dönem net karı / (zararı)	19,909	(18)	67,785	33,895	25,247
Diğer kapsamlı gelir/(gider)	16	(2)	7	5	8
Toplam kapsamlı gelirler / (giderler)	19,925	(20)	67,792	33,900	25,254

VDF Servis - Bilanço (Solo)					
bin TL	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Dönen varlıklar					
Nakit ve nakit benzerleri	589	348	313	33	195
Ticari alacaklar	16	209	210	109	172
Diğer dönen varlıklar	111	8	7	12	81
Toplam dönen varlıklar	716	565	530	155	449
Duran varlıklar					
Sabit kıymetler	18	9	1	13	8
İştirak ve bağlı ortaklıklar	30,050	30,050	97,792	131,992	156,992
Ertelenmiş vergi varlığı	73	84	71	165	173
Diğer duran varlıklar	-	-	-	-	419,887
Toplam duran varlıklar	30,141	30,143	97,864	132,170	577,060
Toplam varlıklar	30,857	30,708	98,394	132,325	577,509
Kısa vadeli yükümlülükler					
Borçlar	-	-	-	-	330,000
Ticari borçlar	35	121	16	68	322
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	395	175	163	127	19,800
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	-	-	-	-	-
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	430	296	180	195	350,122
Uzun vadeli yükümlülükler					
Borçlar	-	-	-	-	70,000
Kıdem tazminatı karşılıkları	12	20	19	16	12
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	4	2	13	31	38
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	16	22	32	47	70,050
Toplam yükümlülükler	447	317	212	242	420,172
Özkaynaklar					
Ödenmiş sermaye	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100
Birikmiş kar / (zarar)	5,399	25,308	25,290	93,074	126,969
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	3	1	8	13	21
Dönem net kar / (zarar)	19,909	(18)	67,785	33,895	25,247
Toplam özkaynaklar	30,411	30,391	98,182	132,082	157,337
Toplam yükümlülükler ve özkaynaklar	30,857	30,708	98,394	132,325	577,509

Kaynak: Müşteri Yönetimi

Yıllara Göre İkinci El Satış Karlılıkları

Tahmini İkinci El Satış Karlılığı						
bin TL	4Ç2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Tahmini İkinci El Satış Karlılığı	-	-	31.497	7.482	61.108	105.060

2020 Fiyatlarından Kaynaklı İkinci El Satış Karı						
bin TL	4Ç2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
2020 Fiyatlarından Kaynaklı İkinci El Satış Karı	-	195.028	174.985	41.566	-	-

Kaynak: Müşteri Yönetimi



Amir, Ashraf, and Ali

Pay Edinimi İzin Başvurusu



12.03.2021

T.C. BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU UYGULAMA IV DAİRE BAŞKANLIĞI'NA

İlgi : a) 05.02.2021 tarih ve 1916 evrak kayıt numaralı yazımız
b) 24.02.2021 tarihli yazımız

Konu : Pay edinimi ve devrine ilişkin izin başvurusu hakkında

Şirketimiz Vdf Servis ve Ticaret A.Ş. ("Vdf Servis") tarafından pay edinim ve devrine ilişkin olarak Kurumunuz nezdinde İlgi (a) ve (b) tarihli yazılarımız ile izin başvurusunda bulunulmuştur.

Söz konusu izin başvurusu kapsamında, İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğü'nün 431213 sicil numarası ile kayıtlı Volkswagen Doğuş Finansman Anonim Şirketi ("Vdf Finans") nezdindeki şirket sermayesinin yüzde onundan daha fazlasını temsil eden payların Şirketimiz Vdf Servis tarafından devralınmasının amaçlandığı bildirilmiştir.

İlgi (b) tarihli yazımızda, 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanununun ("Kanun") 5'inci maddesinin 1'inci fıkrasının (a) bendi uyarınca kurulan finansman şirketlerinin pay sahibi sayısının beşten az olmaması kuralının korunabilmesi için Vdf Finans'ın pay sahipliğine, Vdf Servis ve diğer Doğuş Grubu şirketlerine ilave olarak Garanti Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş.'nin sahip olduğu 6 adet paydan 2'ser adedinin devredilmesi suretiyle Doğuş Oto Pazarlama ve Ticaret A.Ş. ile Körfez Havacılık Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi'nin dahil edilmesinin hedeflendiği belirtilmiştir.

Bununla birlikte, 07.03.2021 tarih ve 31416 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 7292 Sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile Kanun'un 5'inci maddesinde yapılan değişiklik doğrultusunda finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri için kurucu ortak sayısının beşten az olmaması şartı kaldırılmıştır.

Bahse konu Kanun değişikliği dikkate alınarak Şirketimiz pay sahipleri tarafından yapılan değerlendirme neticesinde, İlgi (a) ve (b) tarihli yazılarımızda açıklanan ve izin başvurusuna konu pay devri işlemleri sonucunda gerçekleşmesi planlanan pay sahipliği yapısının, Vdf Servis'in (Şirketimiz) Vdf Finans'ın tek pay sahibi olacak şekilde revize edildiği hususunda Kurumunuza bilgi verilmesi gereği hasıl olmuştur.

Bu kapsamda, İlgi (a) ve (b) tarihli yazılarımızda açıklanan kısmi bölünme ve pay devri işlemlerini takiben, Vdf Finans nezdinde pay sahibi olan Doğuş Tarımsal Projeler Araştırma Geliştirme Hizmetleri A.Ş. ve Garanti Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş.'ne ait payların da Vdf Servis tarafından devralınması suretiyle, Şirketimiz Vdf Servis'in tek pay sahibi haline gelmesi sağlanmış olacaktır.

Yukarıda açıklanan hususlar doğrultusunda, Vdf Finans ve Vdf Servis'in güncel ortaklık yapısı ile izin başvurusuna konu işlemleri takiben dağılımı hedeflenen pay sahipliği oranlarını gösteren tablolar işbu yazımız ekinde (Ek-4) bilgi ve değerlendirmelerinize sunulmaktadır.

Diğer yandan; Şirketimize ait izin başvurusunun incelenmesi sürecinde talep edilen ve Vdf Finans nezdindeki payların kısmi bölünme suretiyle Vdf Servis'e devredilecek olan Doğuş Otomotiv Servis ve

Vdf Servis ve Ticaret A.Ş.
Merkezi Mah. Bağlar Cad. No: 14 Kat:1 Otopark Kağıthane / İstanbul
T: 0212 335 24 30 F: 0212 365 64 04 www.vdfservis.com.tr
Müşteri İlişkileri: 444 1 833
Kağıthane V.D. 624 043 71 44 V.N.
Ticaret Sicil ve Nis: İstanbul, 225404
Mersis No: 0924043714400019

Kaynak: Müşteri Yönetimi

Sektör Analizi ve Temel Varsayımlar - Faktoring

Faktoring Sektörü – Genel Bakış

2006 yılından itibaren BDDK gözetiminde faaliyetlerini devam ettiren faktoring sektörünün faaliyet ortamı ve çalışma koşulları 13 Aralık 2012 tarih ve 28496 sayılı Remi Gazete'de yayımlanan Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu ("Kanun") ve BDDK'nın 24 Nisan 2013 tarihinde yayımlanan Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik'i ("Yönetmelik") çerçevesinde düzenlenmiştir.

Faktoring Hizmetleri

Faktoring şirketleri garanti, tahsilat ve finansman olarak üç temel hizmet sunmaktadır.

Tahsilat: Satıcı firmaların devrettikleri alacaklar, faktoring şirketinin alacağı haline gelir. Satıcı firmanın vadeli satışlarından doğan, onayladığı limit dahilindeki alacaklarının %100'ünü garanti altına alır, işletmelerin ticari riskini azaltır.

Alacak Garantisi: Faktoring Şirketi, alıcı firmaların finansal nedenlerden dolayı ödeyememe riskini üstlenir.

Finansman: Vadeli alacakların faktoring şirketlerine devreden satıcı firmalar, vadelerinden önce bu alacakların belli bir yüzdesini ön ödeme olarak kabul edebilirler.

Faktoring Gelirleri

Komisyon: Faktoring şirketinin sunduğu hizmetler karşılığında aldığı ücrettir.

Faiz Ücreti: Faktoring şirketinin kullandığı ön ödemeye karşılık aldığı faiz tutarıdır.

Masraf: Faktoring faiz ücreti ve komisyon dışındaki havale, EFT vb. bedellerdir.

BSMV: Döviz kazandırıcı işlemlerden doğan faktoring ücret, komisyon ve masrafları dışında yurtiçi faktoring hizmetleri karşılığında alınan komisyon, ücret ve masraf gibi gelirler %5 BSMV'ye tabidir.

Yasal Düzenlemeler

Kanun ve ilgili Yönetmelik'e göre faktoring şirketlerinde bulunması gereken belli başlı özellikler ve yenilikler aşağıdaki gibi sıralanmıştır.

- Anonim Şirket olarak en az beş ortak ile kurulması,
- Bilgi sistemleri, risk ölçümü ve iç kontrol sistemlerini tesis etmek
- Faaliyet izni aldıktan itibaren bir ay içerisinde ilgili sektör birliğine üye olmak
- Yöneticilerde asgari mesleki deneyim ve asgari eğitim seviyeleri zorunluluğu
- Özkaynakların toplam aktiflere oranının %3'ten az olmaması
- BDDK asgari ödenmiş sermaye sınırını her yıl Türkiye İstatistik Kurumu'nun yıllık üretici enflasyonundan fazla olmayacak şekilde artırılabilecektir.
- Faktoring sözleşmeleri Kanun'la birlikte noter yerine yazılı olarak da düzenlenmesi izin verilmiştir.
- BDDK Kanun'da belirtilen hükümlere uyulmaması halinde çeşitli idari para cezaları uygulama yetkisine sahiptir.
- Şirketlerin şube dışında teşkilatlanması ve acente vermesi Kanun çerçevesinde yasaklanmıştır.
- 25.02.2020 tarihinde 6361 sayılı "Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri" Kanunu'nun kuruluş şartlarına ilişkin 5. maddesinde; sadece faktoring şirketleri için asgari ödenmiş sermaye şartı 20 milyon TL'den 50 milyon TL'ye çıkartılmıştır.
- BDDK'nın faktoring firmalarına göndermiş olduğu 14.11.2018 tarihli yazısı ile kar dağıtım talepleri BDDK'nın iznine bağlanmıştır.



Ekler

VDF Finansman

Özsermaye Maliyeti

Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti, Sabit Kıymetler Fiyatlandırma Modeli kullanılarak, aşağıdaki gibi elde edilir:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \alpha$$

R_f	=	risksiz getiri oranı
R_m	=	beklenen ortalama piyasa getirisi
$(R_m - R_f)$	=	bir piyasa aktif portföyünün kazandığı, risksiz faiz oranı üzerindeki ortalama risk primi - Özsermaye Piyasa Risk Primi
β	=	bir aktifin, tamamı riskli aktifler portföyüne kıyasla, sistematik riskinin ölçümü olan beta çarpanı
α	=	şirkete özgü risk primi

Özsermaye Maliyeti'nin belirlenebilmesi için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, ABD Merkez Bankası (FED) 31 Aralık 2020 itibarıyla 30 yıllık borçlanma senetlerine ait getiri oranı referans olarak alınmıştır. Değerleme tarihi itibarıyla risksiz faiz oranı %1.65'dir.

Türkiye'ye özgü risk priminin %5.6 olarak belirlenmesinde, KPMG global ofislerin kurumsal finansman araştırmaları ve analizleri kullanılmıştır.

Özsermaye piyasa risk priminin Türkiye yatırım ortamı için %6.5 olarak belirlenmesinde, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır.

Kurumlar vergisi projeksiyon dönemi ve Nihai dönemde %20 olarak dikkate alınmıştır.

Şirkete özgü risk priminin olarak belirlenmesinde Şirket'in projeksiyonları, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır. Şirketlere özgü risk primi; faaliyet gösterilen sektör, şirketin personeline, ana tedarikçilerine ve müşterilerine olan bağımlılığı, sektördeki konumu gibi faktörler göz önüne alınarak belirlenmektedir.

Beta çarpanını belirlemek için yurtiçi ve yurtdışı borsalarda işlem gören, faaliyetleri açısından Şirket'e benzerlik gösterdiği düşünülen firmalarının aktif beta ortalamaları incelenmiş ve kullanılmıştır.

Yukarıda sıralanan varsayımlara dayanarak, özsermaye maliyeti indirgeme oranı hesaplanmıştır. İndirgeme oranına ait detaylara bu ileriki sayfalarında yer verilmiştir.

Özsermaye Maliyeti

Volkswagen Doğuş Finansman - Özsermaye Maliyeti Hesaplaması							
31 Ara 2020	TL	TL	TL	TL	TL	TL	
Veriler	2021	2022	2023	2024	2025	ND	Kaynaklar
Risksiz Faiz Oranı	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	ABD Hazine Bakanlığı
Ülke Risk Primi	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	KPMG Veritabanı
Enflasyon Farkı	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	KPMG Veritabanı
Şirkete Özgü Risk Primi	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	KPMG Kurumsal Finansman
Kaldıraçsız Beta	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	Capital IQ
Borç/Piyasa Değeri	300.9%	300.9%	300.9%	300.9%	300.9%	300.9%	Capital IQ
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	75.1%	75.1%	75.1%	75.1%	75.1%	75.1%	Capital IQ
Kurumlar Vergisi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	TC Maliye Bakanlığı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	KPMG Veritabanı
Kaldıraçlı Beta							
Kaldıraçsız Beta	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	Capital IQ
Borç/Piyasa Değeri	300.9%	300.9%	300.9%	300.9%	300.9%	300.9%	Capital IQ
Kurumlar Vergisi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	TC Maliye Bakanlığı
Kaldıraçlı Beta	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	KPMG Analizi
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli							
Risksiz Faiz Oranı	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	ABD Hazine Bakanlığı
Ülke Risk Primi	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	KPMG Veritabanı
Enflasyon Farkı	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	KPMG Veritabanı
Şirkete Özgü Risk Primi	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	KPMG Kurumsal Finansman
Kaldıraçlı Beta	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	Capital IQ
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	KPMG Veritabanı
Özsermaye Maliyeti	20.48%	20.48%	20.48%	20.48%	20.48%	20.48%	KPMG Analizi

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi

VDF Finansman Geçmiş Dönem Finansallar - Denetlenmiş UFRS

Volkswagen Doğuş Finansman - Bilanço							
bin TL	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020	31.12.2020
Varlıklar							
Nakit ve Nakit Benzerleri	774,056	1,003,447	1,165,279	820,789	241,727	304,930	107,305
Krediler	5,576,715	6,752,064	7,512,439	7,647,700	5,089,033	5,447,896	7,122,242
<i>Müşteri Kredileri</i>	5,576,715	6,752,064	7,512,439	7,647,700	5,089,033	5,447,896	7,122,242
Maddi Duran Varlıklar	8,169	7,577	5,566	4,470	8,185	6,378	9,249
Bağlı Ortaklıklar	1,371	1,349	-	-	-	-	-
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	65,401	55,772	48,598	46,308	55,291	61,157	66,060
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	61,168	45,468	43,919	70,937	70,958	51,084	54,500
Diğer Varlıklar	64,844	36,446	34,796	113,110	16,507	13,811	49,048
Toplam Varlıklar	6,551,724	7,902,123	8,810,597	8,703,314	5,481,701	5,885,256	7,409,644
Yükümlülükler							
Banka Kredileri	6,250,051	7,533,049	8,383,733	8,191,315	5,148,480	5,530,650	7,010,312
Kıdem Tazminatı Karşılığı	805	1,068	1,170	2,041	2,814	3,291	3,345
Diğer Yükümlülükler	120,003	127,210	115,129	234,367	107,226	76,044	122,224
Toplam Yükümlülükler	6,370,859	7,661,327	8,500,032	8,427,723	5,258,520	5,609,985	7,135,881
Özkaynak							
Sermaye	181,351	181,351	181,351	181,351	181,351	181,351	181,351
Yasal Yedekler	6,600	10,203	12,612	15,953	15,953		15,953
Aktüaryal Kazançlar						(1,069)	
Geçmiş Yıl Karları	(6,537)	49,895	117,127	79,329	26,717	42,670	77,453
Dönem Net Karı						52,320	
Kıdem Tazminatı Karşılığı	(549)	(653)	(525)	(1,042)	(840)		(994)
Toplam Özkaynak	180,865	240,796	310,565	275,591	223,181	275,271	273,763
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynak	6,551,724	7,902,123	8,810,597	8,703,314	5,481,701	5,885,256	7,409,644

Kaynak: Müşteri Yönetimi

VDF Finansman Geçmiş Dönem Finansallar - Denetlenmiş UFRS

Volkswagen Doğuş Finansman - Gelir Tablosu							
bin TL	MY 2015	MY 2016	MY 2017	MY 2018	MY 2019	MY 9A 2020	MY 2020
Faiz ve Faiz Benzeri Gelirler							
Faiz Gelirleri	538,600	772,118	843,436	1,024,488	967,027	507,084	746,878
Kredi Faiz Gelirleri	483,971	697,556	753,301	922,652	763,345	464,649	682,619
Kampanya Gelirleri	30,011	46,071	59,521	68,504	177,347	42,435	49,477
Kontrat Başına Alınan Ücret ve Komisyonlar	23,444	23,069	23,269	21,598	20,168		14,418
Bankalardan Alınan Faizler	1,174	5,422	7,345	11,734	6,167		364
Faiz ve Faiz Benzeri Giderler							
Faiz Giderleri (-)	(416,168)	(592,772)	(663,424)	(923,337)	(905,866)	(372,622)	(579,422)
Kredilere ve İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Verilen Faizler (-)	(396,173)	(568,706)	(640,558)	(902,322)	(888,583)	(370,483)	(568,232)
Verilen Komisyon ve Ücretler (-)	(19,995)				(884)	(852)	(1,142)
Diğer Komisyon ve Ücretler (-)		(24,066)	(22,866)	(21,015)	(16,399)	(1,286)	(10,048)
Net Faiz Gelirleri	122,432	179,346	180,012	101,151	61,161	134,462	167,456
Takipteki Kredi Karşılıkları (-)	(63,002)	(53,296)	(46,576)	(95,612)	(40,173)		(57,621)
Net Faiz Gelirleri	59,430	126,050	133,436	5,539	20,988		109,835
Kambiyo Karları	(5,879)	1,870	20,470	36,935	16,879		38,433
Personel Giderleri (-)	(22,927)	(23,052)	(25,053)	(27,307)	(28,191)		(31,783)
Vergi, Resim, Harçlar ve Fonlar (-)	(1,979)	(4,669)	(9,568)	(17,292)	(19,922)		(20,812)
Amortisman Gideri (-)	(7,996)	(15,687)	(15,454)	(13,446)	(6,818)		(7,231)
Diğer Operasyonel Giderler (-)	(24,714)	(24,591)	(39,240)	(41,144)	(71,406)		20,544
Diğer Gelirler	9,510	17,329	17,393	17,189	25,899		20,539
Gayrimenkul Satışından Elde Edilen Gelir							
Vergi Öncesi Kar / Zarar	5,445	77,250	81,984	(39,526)	(62,571)	72,251	67,233
Gelir Vergisi	(1,839)	(17,215)	(12,343)	8,726	9,959	(19,931)	(16,497)
Net Kar / Zarar	3,606	60,035	69,641	(30,800)	(52,612)	52,320	50,736

Kaynak: Müşteri Yönetimi

VDF Finansman Geçmiş Dönem Finansallar - BDDK

Volkswagen Doğuş Finansman - Bilanço						
bin TL	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Varlıklar						
Nakit, Nakit Benzerleri ve Merkez Bankası	740,046	945,711	1,129,086	820,789	241,727	107,305
Bankalar	34,010	57,737	36,193	-	-	-
İtfa Edilmiş Maliyeti İle Ölçülen Finansal Varlıklar	-	-	-	7,767,071	5,197,006	7,247,678
Maddi Duran Varlıklar (Net)	9,694	9,051	5,603	4,471	8,104	9,166
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	65,402	55,772	48,598	46,308	55,292	65,989
Peşin Ödenmemiş Gider	19,880	23,168	20,511	-	-	-
Cari Dönem Vergi Varlığı	-	-	-	203	333	227
Ertelenmiş Vergi Varlığı	21,292	19,513	16,182	43,867	46,539	27,750
Diğer Aktifler	76	188	72	116,482	18,036	50,092
Ara Toplam	6,662,652	8,003,290	8,905,701	8,799,191	5,567,037	7,508,207
Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Varlıklar	2,571	2,054	1,802	2,756	1,488	1,240
Varlık Toplamı	6,665,223	8,005,344	8,907,503	8,801,947	5,568,525	7,509,447
Yükümlülükler						
Alınan Krediler	6,250,051	7,415,456	8,260,249	7,376,790	4,780,727	6,957,929
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	-	-	-	5,635	5,449
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	-	117,594	123,484	818,234	369,744	52,568
Karşılıklar	39,478	46,999	41,777	45,592	24,855	40,512
Diğer Borçlar	8,321	4,742	8,242	-	-	-
Diğer Yabancı Kaynaklar	-	584	65	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	79,855	101,814	87,872	-	-	-
Ödenecek Vergi ve Yükümlülükler	8,648	2,130	2,844	-	-	-
Cari Vergi Borcu	10,924	-	-	16,130	8,833	15,455
Diğer Yükümlülükler	-	-	-	199,722	85,710	87,419
Ara Toplam	6,397,277	7,689,319	8,524,533	8,456,468	5,275,504	7,159,332
Özkaynaklar						
Ödenmiş Sermaye	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
Sermaye Yedekleri	-	-	-	428	1,118	1,118
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(549)	(652)	(525)	(1,042)	(840)	(994)
Kar Yedekleri	6,600	9,550	12,612	15,953	15,953	15,953
Kar veya Zarar	81,895	127,127	190,883	150,140	96,790	154,038
Yükümlülük Toplamı	6,665,223	8,005,344	8,907,503	8,801,947	5,568,525	7,509,447

Kaynak: Müşteri Yönetimi

VDF Finansman Geçmiş Dönem Finansallar - BDDK

Volkswagen Doğuş Finansman - Bilanço						
bin TL	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Varlıklar						
Nakit, Nakit Benzerleri ve Merkez Bankası	740,046	945,711	1,129,086	820,789	241,727	107,305
Bankalar	34,010	57,737	36,193	-	-	-
İtfa Edilmiş Maliyeti İle Ölçülen Finansal Varlıklar	-	-	-	7,767,071	5,197,006	7,247,678
Maddi Duran Varlıklar (Net)	9,694	9,051	5,603	4,471	8,104	9,166
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	65,402	55,772	48,598	46,308	55,292	65,989
Peşin Ödenmemiş Gider	19,880	23,168	20,511	-	-	-
Cari Dönem Vergi Varlığı	-	-	-	203	333	227
Ertelenmiş Vergi Varlığı	21,292	19,513	16,182	43,867	46,539	27,750
Diğer Aktifler	76	188	72	116,482	18,036	50,092
Ara Toplam	6,662,652	8,003,290	8,905,701	8,799,191	5,567,037	7,508,207
Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Varlıklar	2,571	2,054	1,802	2,756	1,488	1,240
Varlık Toplamı	6,665,223	8,005,344	8,907,503	8,801,947	5,568,525	7,509,447
Yükümlülükler						
Alınan Krediler	6,250,051	7,415,456	8,260,249	7,376,790	4,780,727	6,957,929
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	-	-	-	5,635	5,449
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	-	117,594	123,484	818,234	369,744	52,568
Karşılıklar	39,478	46,999	41,777	45,592	24,855	40,512
Diğer Borçlar	8,321	4,742	8,242	-	-	-
Diğer Yabancı Kaynaklar	-	584	65	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	79,855	101,814	87,872	-	-	-
Ödenecek Vergi ve Yükümlülükler	8,648	2,130	2,844	-	-	-
Cari Vergi Borcu	10,924	-	-	16,130	8,833	15,455
Diğer Yükümlülükler	-	-	-	199,722	85,710	87,419
Ara Toplam	6,397,277	7,689,319	8,524,533	8,456,468	5,275,504	7,159,332
Özkaynaklar						
Ödenmiş Sermaye	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
Sermaye Yedekleri	-	-	-	428	1,118	1,118
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(549)	(652)	(525)	(1,042)	(840)	(994)
Kar Yedekleri	6,600	9,550	12,612	15,953	15,953	15,953
Kar veya Zarar	81,895	127,127	190,883	150,140	96,790	154,038
Yükümlülük Toplamı	6,665,223	8,005,344	8,907,503	8,801,947	5,568,525	7,509,447

Kaynak: Müşteri Yönetimi



Ekler

Doğuş Otomotiv

Doğuş Otomotiv Geçmiş Dönem Finansallar - Denetlenmiş UFRS

Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. - Bilanço			
bin TL	31.12.2019	30.09.2020	31.12.2020
Varlıklar			
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	648,342	494,176	655,599
Ticari Alacaklar	745,346	1,563,770	1,047,149
Diğer Alacaklar	135,510	110,297	103,672
Stoklar	935,907	2,587,456	2,751,843
Peşin Ödenmiş Giderler	33,844	57,594	29,250
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	9,004	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	6,672	1,515	14,361
Toplam Dönen Varlıklar	2,514,625	4,814,808	4,601,874
Duran Varlıklar			
Finansal Yatırımlar	561,463	561,463	561,545
Diğer Alacaklar	6,771	9,823	10,115
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	452,264	616,986	790,730
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	107,658	105,979	105,419
Maddi Duran Varlıklar	847,759	829,427	900,928
Kullanım Hakkı Varlıkları	111,005	83,023	75,855
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	34,394	40,035	55,410
Peşin Ödenmiş Giderler	2,607	476	9,743
Ertelenmiş Vergi Varlığı	26,398	46,285	5,515
Toplam Duran Varlıklar	2,150,319	2,293,497	2,515,260
Toplam Varlıklar	4,664,944	7,108,305	7,117,134

Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. - Bilanço			
bin TL	31.12.2019	30.09.2020	31.12.2020
Yükümlülükler			
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2,138,073	2,098,845	2,096,708
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	63,860	49,133	55,901
Ticari Borçlar	713,263	2,094,149	1,853,830
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	18,648	35,899	100,027
Diğer Borçlar	-	-	101,594
Ertelenmiş Gelirler	24,098	59,051	43,658
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	6,440	160,497	28,086
Kısa Vadeli Karşılıklar	42,350	37,967	38,740
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	86,438	229,580	148,577
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,093,170	4,765,121	4,467,121
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Uzun Vadeli Borçlanmalar	236,119	241,149	234,307
Ertelenmiş Gelirler	6,087	7,395	14,219
Uzun Vadeli Karşılıklar	77,027	96,046	98,606
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	6,140	7,147
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	319,233	350,730	354,279
Toplam Yükümlülükler	3,412,403	5,115,851	4,821,400
Özkaynaklar			
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	220,000	220,000	220,000
Sermaye Düzeltme Farkları	23,115	23,115	23,115
Geri Alınmış Paylar (-)	(220,310)	(220,321)	(220,325)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	(24,322)	(25,862)	(22,080)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	481,376	481,076	483,515
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	397,068	405,822	405,826
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	292,547	359,570	359,566
Net Dönem Karı veya Zararı	75,777	741,178	1,037,334
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	7,290	7,876	8,783
Toplam Özkaynaklar	1,252,541	1,992,454	2,295,734
Toplam Kaynaklar	4,664,944	7,108,305	7,117,134

Kaynak: Müşteri Yönetimi

* 30.09.2020 tarihli finansallar kısıtlı denetime tabi tutulmuştur.



© 2021 KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş., bir İsviçre kuruluşu olan KPMG International üyesi bir Türk şirkettir. KPMG International, KPMG firmalarının üyesi bulunduğu bir İsviçre kuruluşu olup, müşterilere herhangi bir hizmet sunmamaktadır. Her üye şirket ayrı ve bağımsız bir tüzel kişiliktir ve her biri kendini bu şekilde tanımlamaktadır.

Doğuş Otomotiv Geçmiş Dönem Finansallar - Denetlenmiş UFRS

Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. - Gelir Tablosu			
bin TL	MY 2019	MY 9A 2020	MY 2020
Hasılat	9,844,133	12,069,738	18,900,148
Satışların Maliyeti	(8,574,429)	(10,517,907)	(16,425,050)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar / Zarar	1,269,704	1,551,831	2,475,098
Brüt Kar/Zarar	1,269,704	1,551,831	2,475,098
Genel Yönetim Giderleri	(438,833)	(314,391)	(612,962)
Pazarlama Giderleri	(361,554)	(224,047)	(365,070)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	108,966	92,867	96,605
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(92,180)	(64,427)	(149,204)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	486,103	1,041,833	1,444,467
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	43,385	16,168	14,003
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar	142,570	175,553	247,830
Finansman Geliri/Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	672,058	1,233,554	1,706,300
Finansman Gelirleri	73,385	41,872	49,751
Finansman Giderleri	(688,209)	(356,134)	(468,388)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	57,234	919,292	1,287,663
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	19,525	(174,485)	(245,793)
Dönem Vergi Geliri/(Gideri)	(9,665)	(187,798)	(216,242)
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	29,190	13,313	(29,551)
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Dönem Karı/(Zararı)	76,759	744,807	1,041,870
Dönem Karı/(Zararı)	76,759	744,807	1,041,870

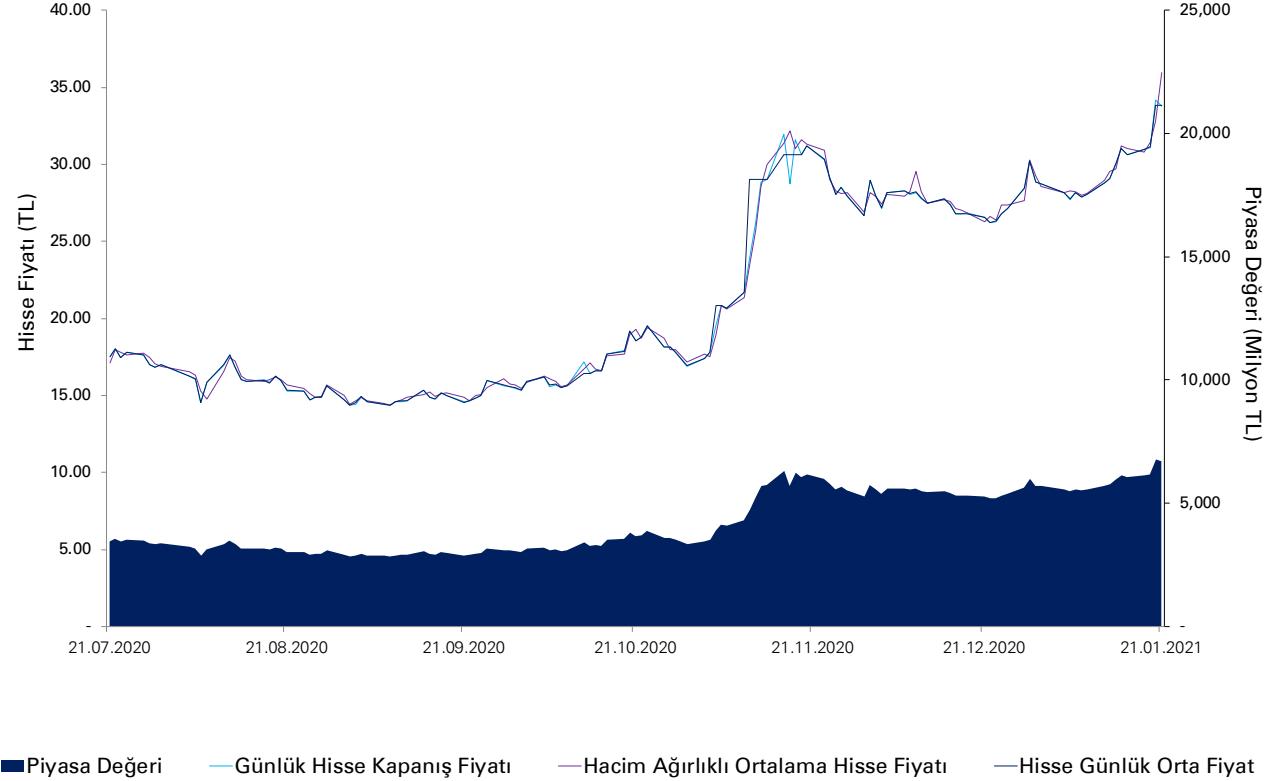
Kaynak: Müşteri Yönetimi

* 30.09.2020 tarihli finansallar kısıtlı denetime tabi tutulmuştur.



© 2021 KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş., bir İsviçre kuruluşu olan KPMG International üyesi bir Türk şirkettir. KPMG International, KPMG firmalarının üyesi bulunduğu bir İsviçre kuruluşu olup, müşterilere herhangi bir hizmet sunmamaktadır. Her üye şirket ayrı ve bağımsız bir tüzel kişiliktir ve her biri kendini bu şekilde tanımlamaktadır.

Doğuş Otomotiv Piyasa Değeri ve Hisse Değeri



Yandaki grafikte Doğuş Otomotiv hissesine ("IBSE:DOAS") ilişkin 21.07.2020 - 21.01.2021 tarihleri arası piyasa değeri, günlük hisse kapanış fiyatı, hacim ağırlıklı ortalama hisse fiyatı ve hissenin günlük orta fiyatı sunulmuştur.

Bölünme işlemine ilişkin Doğuş Otomotiv'in Yönetim Kurulu Kararı Tarihi (21.01.2021) itibarıyla paylarının son 6 aylık (21.07.2020-21.01.2021) düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalaması 21.42 TL ve piyasa değeri 4,712.4 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

Kaynak: Capital IQ



Ekler Müşteriden Temin Edilen Kaynaklar

Müşteriden Temin Edilen Kaynaklar

Müşteriden Temin Edilen Kaynaklar

Bu Rapor Müşteri ile Hedef Şirketler yönetimlerinin bize temin ettiği bilgiler ve kamuya açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında kullanılan geçmiş yıllar finansal bilgiler ve projeksiyonlara baz olan iş planları Müşteri yönetimince tarafımıza temin edilmiştir. Tarafımıza temin edilen projeksiyonlar Hedef Şirketler'in geçmiş yıl performansları, sektör tecrübelerimiz ve kamuya açık veriler çerçevesinde analiz edilmiş, Şirket yönetimi ile tartışılmış ve gerekli görüldüğü yerlerde düzeltilerek değiştirilmiştir.

Müşteriden temin edilen bilgi ve kaynaklar yan tarafta sıralanmıştır:

- Hedef Şirketler'e ait, PwC tarafından hazırlanan-denetim raporları (1 Ocak 2016 – 31 Aralık 2019)
- Hedef Şirketler'e ait, 31 Aralık 2020 tarihli UFRS bazlı denetim raporları
- VDF Faktoring'e ait, PwC tarafından BDDK Muhasebe ve Finansal Raporlama Mevzuatı'na uygun olarak hazırlanan denetim raporu (1 Ocak 2015 – 31 Aralık 2015)
- VDF Faktoring'e ait, Güney Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. ("EY") tarafından BDDK Muhasebe ve Finansal Raporlama Mevzuatı'na uygun olarak hazırlanan denetim raporları (1 Ocak 2016 – 31 Aralık 2020)
- VDF Finansman'a ait 2019 ve öncesi PwC tarafından BDDK Muhasebe ve Finansal Raporlama Mevzuatı'na uygun olarak hazırlanan denetim raporları (1 Ocak 2016 – 31 Aralık 2019)
- VDF Finansman'a ait EY tarafından BDDK Muhasebe ve Finansal Raporlama Mevzuatı'na uygun olarak hazırlanan denetim raporu (1 Ocak 2020 – 31 Aralık 2020)
- Hedef Şirketler'e ait, 31.12.2020 tarihli UFRS bazlı finansallar
- Hedef Şirketler'e ait bütçe ve 2021-2025 yılları arasını kapsayan projeksiyon çalışmaları
- Hedef Şirketler için hazırlanmış kurumlar vergisi beyannameleri (2017-2019)
- Hedef Şirketler'e ait Faaliyet Raporu (1 Ocak 2019 – 31 Aralık 2019)
- Hedef Şirketler'e ilişkin güncel çalışan sayısı, organizasyon yapısı ve ortaklık yapısı
- VDF Filo'da operasyonel kiralamaya konu araçların 31.12.2020 tarihi itibarıyla güncel değeri
- Hedef Şirketler'e ait Yönetim Kurulu Kararı Raporları (21 Ocak 2021 Tarihli)
- VDF Servis Pay Edinimi İzin Başvurusu (12 Mart 2021 Tarihli)
- KPMG YMM Kısmi Bölünme Kararı Raporu (19 Mart 2021 Tarihli)
- VDF Servis Yönetim Kurulu Kararı (19 Mart 2021 Tarihli)
- Bölünen Şirketler Yönetim Kurulu Kararları (02.03.2021 ve 21.01.2021 Tarihli)



kpmg.com/socialmedia



kpmg.com/app



© 2021 KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş., bir İsviçre kuruluşu olan KPMG International üyesi bir Türk şirkettir. KPMG International, KPMG firmalarının üyesi bulunduğu bir İsviçre kuruluşu olup, müşterilere herhangi bir hizmet sunmamaktadır. Her üye şirket ayrı ve bağımsız bir tüzel kişiliktir ve her biri kendini bu şekilde tanımlamaktadır.