

Ulusal Faktoring Anonim Şirketi

Fiyat Tespit Raporu Hakkında
Değerlendirme Raporu

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esaslarının 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;

*Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın obaşıldığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

HALKA ARZ ÖZETİ		
	Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	4 - 5 Kasım 2021
A	Halka Arz Fiyatı	2,49 TL
	Borsa Kodu	ULUFA
	İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
	Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
	Tahsisat Grupları	%40 Yurt İçi Bireysel, %50 Yurt İçi Kurumsal, %10 Yurt Dışı Kurumsal
B	Halka Arz Şekli	33.500.000 TL Nominal Sermaye Artırımı - 7.500.000 TL Nominal Ortak Satışı
C	Ek Satış	7.500.000 TL Ortak Satışı
D	Halka Arz Öncesi Sermaye	100.000.000 TL nominal
E	Halka Arz Sonrası Sermaye	133.500.000 TL nominal
A*B	Halka Arz Büyüklüğü	102.090.000 TL
(A*(B+C))	Ek Satış Olması Halinde Halka Arz Büyüklüğü	120.765.000 TL
(A*D)	Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	249.000.000 TL
(A*E)	Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	332.415.000 TL
(B/E)	Halka Açıklık Oranı	30,71%
((B+C)/E)	Ek Satış Olması halinde Halka Açıklık Oranı	36,33%
	Satmama Taahhüdü	Şirket 6 ay boyunca bedelli sermaye artırımı yapmayacağını, Şirket ortakları ise 1 yıl boyunca Borsa'da pay satışı yapmayacağını taahhüt etmiştir.
	Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	Fiyat istikrarı planlanmamaktadır.

1. Şirket Profili

Ulusal Faktoring A.Ş. ("Ulusal Faktoring" ve/veya "Şirket"); 21 Aralık 1999 tarihinde endüstriyel ve ticari şirketlere faktoring hizmeti sunmak amacıyla, Ulusal Bank A.Ş. iştiraki olarak kurulmuştur. Ulusal Bank'ın 2001 yılında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu ("TMSF")'na devrolmasının ardından fon sahipliğine geçen Şirket aynı yıl şimdiki hakim ortakları tarafından Fon'dan satın alınarak operasyonlarına devam etmiştir. 2011 yılı Aralık ayında PineBridge Eurasia Financial Investments şirketi ile stratejik ortaklığa gidilmiş, bu ortaklık neticesinde Şirket'in %47 hissesi PineBridge sahipliğine geçmiştir.

Şirket'in faaliyetleri, Finansal Kiralama, Faktoring, Finansman ve Tasarruf, Finansman Şirketleri Kanunu kapsamında BDDK'nin denetim ve gözetimine tabidir.

Ulusal Faktoring, Haziran 2021 itibarıyla Türkiye genelinde 14 ilde 18 şubesi ve 246 personeli ile yurt içi faktoring hizmeti vermektedir. İşbu rapor tarihi itibarıyla Şirket Bursa ilinde açılan yeni şubesiyle birlikte 14 ilde 19 şubeye sahiptir.

1.1. Faaliyetler

Şirket, yurtiçinde ağırlıklı olarak imalat, ticaret ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren işletmelerin satışları dolayısıyla doğmuş ve doğacak alacaklarını devralarak bu alacakların tahsilini üstlenmekte, bu alacaklara karşılık peşin ödemelerde bulunarak söz konusu işletmelere finansman ya da garanti ve tahsilat hizmetleri sağlamaktadır.

Finansman hizmetleri, mal ve hizmet satışı faaliyetinde bulunan işletmelerin vadeli ticari alacaklarını faktoring şirketine devretmesi karşılığında, bu işletmelere ilgili alacakların ödeme vadesini beklenmeden ödenmesi sayesinde söz konusu işletmelere finansman sağlanmasını ifade eder. Faktoring firmaları, vadeli satış yapmış şirketlerin faturalı alacaklarını iskontolu olarak devralırlar ve genellikle vadesi geldiğinde alacağı kendileri tahsil ederler.

Tahsilat hizmetleri, müşteri alacaklarının faktoring şirketine temlik edilmesi üzerine alacak hesaplarının kayıtlarının tutulması ve tahsilat işlemlerinin faktoring şirketi aracılığıyla yapılmasıdır. Böylece faktoring şirketi müşterilerinin alacak yönetimini de üstlenmiş olur.

Garanti hizmetleri, müşteriler tarafından devredilen alacakların ödenmeme riskinin faktoring şirketi tarafından üstlenilmesidir. Böylelikle müşteriler, mal satışı veya hizmet arzı sundukları borçlularının borçlarını aciz, iflas vb. nedenlerle ödeyemeyecek duruma gelmesi ihtimaline karşı kendilerini korumaya almış olurlar.

1.2. Ortaklık Yapısı

Ulusal Faktoring'in 27 Ağustos 2021 tarihi itibarıyla Ortaklık Yapısı aşağıdaki gibidir:

2021 Haziran dönemi itibarıyla şirketin ödenmiş sermayesi 100 milyon Türk Lirasıdır.

Şirket'in, 2011 yılından beri PineBridge Eurasia Financial Investments S.à.r.l. ile ortaklığı bulunmaktadır.

	Hisse Grubu	Ödenmiş Sermaye (TL)	Pay Oranı
PineBridge Eurasia Financial Investments S.à.r.l.	B	5.000.000	5,0%
PineBridge Eurasia Financial Investments S.à.r.l.	C	41.990.000	42,0%
Izak Koenka	A	24.740.000	24,7%
Kurt K. Jolker	A	22.360.000	22,4%
Erdal Henri Frayman	A	5.900.000	5,9%
Veysel Domaniç	A	10.000	0,0%
Toplam	A	100.000.000	100,0%

2. Halka Arz Gerekçesi ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket, halka arz ile ilave kaynak yaratarak bilgi işlem ve sistem altyapı yatırımları gerçekleştirmeyi ve iş hacmini artırmayı planlamaktadır. Aynı zamanda Şirket'in bilinirlik ve tanınırlığının pekiştirilmesi ve kurumsal kimliğinin daha da güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Net halka arz gelirinin %3'üne denk gelen kısmı ile bilgi işlem ve sistem altyapı yatırımları yapılarak, hizmet kalitesinin artırılması için ihtiyaç duyulan geliştirmelerin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

Net halka arz gelirinin yaklaşık %97'ine tekabül eden kısmının tüm satış kanallarından gerçekleştirilen faktoring işlemlerinin finansmanında kullanılması hedeflenmektedir.

3. Alacaklar ve Müşteri Portföyü

Ulusal Faktoring'in toplam alacakları farklı sektörlerle dağılmış olup, Haziran 2021 itibarıyla ilk 10 müşteri, Şirket'in toplam alacaklarının sadece %8,7'sini oluşturmaktadır ve kurumsal risk yönetim kuralları uyarınca:

- Tek bir müşteriye, ilgili şirketin özkaynaklarının %15,0'inden fazla limit tahsis edilmemekte
- Herhangi bir sektördeki toplam risk yoğunlaşması Şirket'in toplam alacaklarının %20,0'sini aşmamaktadır.

Şirket'in 30 Haziran 2021 itibarıyla faktoring alacaklarının sektör bazında detayı aşağıda sunulmuştur.

milyon TL	Alacak Tutarı	Oran (%)
Gıda, Meşrubat ve Tütün Sanayi	115,5	9,0
Ticari Faaliyet	112,6	8,8
Tekstil ve Tekstil Ürünleri Sanayi	98	7,6
Müteahhitlik Hizmetleri	77,8	6,1
Makiye ve Teçhizat Sanayi	40,7	3,2
Diğer İmalat	40,5	3,2
Demir Çelik Kömür Petrol	38,4	3,0
Ulaştırma	34,9	2,7
Hizmet	29,6	2,3
Kauçuk ve Plastik Ürünleri Sanayi	28,3	2,2
Diğer Hizmet	28,1	2,2
Kağıt Ham. Ve Kağıt Ürünleri Basım Sanayi	26,8	2,1
Kimya ve Kimya Ür. İle Sent. Lif. San.	26,5	2,1
İmalat Sanayi	25	1,9
Mobilya Sanayi	22	1,7
Elektrik Malzemeleri	19,3	1,5
Dayanıklı Tüketim Malları	19,1	1,5
Kereste ve Diğer Orman Ürünleri	16,8	1,3
Tarım Ürünleri	16,5	1,3
Diğer*	467,7	36,4
Toplam	1284,0	100,0

Diğer: Film, Televizyon ve Reklam, Finansal Aracılık, Sağlık Sanayi, Otomotiv, Turizm, Sağlık ve Temizlik Ürünleri, Çimento, Deri ve Deri Ürünleri, Boya, Bilgisayar, Fotokopi ve Faks, Kırtasiye, Kozmetik Ürünleri, Hazır Giyim, Sarrafiye

Şirket'in Haziran 2021 itibarıyla müşteri portföy büyüklüğüne göre alacak durumu da aşağıda belirtilmiştir:

- Orta – Büyük Müşteriler (Ciro: >25 milyon TL): %17
- KOBİ Müşterileri (Ciro: ≤25 Milyon TL): %83

Şirket'in Aralık 2013-Haziran 2021 dönemleri arasında gösterdiği finansal ve operasyonel performansla ilişkin temel göstergeler aşağıdaki tablolarda paylaşılmıştır.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2021 Global Menkul Değerler A.Ş.

TL 000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021-6
Toplam Aktifler	504.293	671.521	730.077	933.079	1.094.915	715.030	1.004.087	1.136.373	1.338.455
<i>büyüme, %</i>	59,10%	33,20%	8,70%	27,80%	17,30%	-34,70%	40,40%	13,20%	17,80%
<i>aktif karlılığı, %</i>	2,90%	2,80%	2,60%	2,00%	2,70%	2,10%	2,20%	0,20%	1,90%
Factoring Alacakları	486.962	648.695	697.548	893.262	1.040.438	659.051	945.964	1.062.672	1.244.606
<i>büyüme, %</i>	53,20%	33,20%	7,50%	28,10%	16,50%	-36,70%	43,50%	12,30%	17,10%
Takipteki Alacaklar	12.032	18.648	31.098	43.584	52.065	45.875	42.607	40.339	39.404
<i>takipteki alacaklar oranı, %</i>	2,40%	2,80%	4,30%	4,70%	4,80%	6,10%	4,20%	3,50%	3,10%
<i>karşılama oranı, %</i>	99,10%	92,90%	92,40%	94,90%	98,80%	95,20%	95,70%	98,00%	100,00%
Toplam Fonlama	335.521	484.150	494.918	810.275	947.067	556.502	823.937	941.865	1.127.602
<i>Borçlar</i>	217.302	332.025	394.526	721.389	863.659	501.004	797.647	909.641	1.065.132
<i>İhraç Edilen Menkul Kıymetler faktoring alacakları/toplam</i>	118.219	152.125	100.392	88.886	83.408	55.498	26.290	32.224	62.470
<i>fonlama, %</i>	145,10%	134,00%	140,90%	110,20%	109,90%	118,40%	114,80%	112,80%	110,40%
Özsermaye	67.631	82.125	97.130	109.101	131.562	145.007	163.283	166.114	177.693
<i>özsermaye karlılığı, %</i>	19,10%	22,40%	20,30%	16,50%	22,50%	13,80%	12,20%	1,60%	13,50%
<i>kaldıraç oranı, x</i>	6,5x	7,2x	6,5x	7,6x	7,3x	3,9x	5,1x	5,8x	6,5x

TL 000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-6	2020	2021-6
Dönem Net Karı	12.019	16.365	18.361	16.890	27.121	19.379	18.807	1.593	2.577	11.579
Brüt Kar	37.770	52.369	71.190	77.424	87.204	101.003	102.790	38.476	72.389	48.530
<i>net faiz marjı, %</i>	9,4%	9,2%	10,6%	9,7%	9,0%	11,9%	12,8%	9,2%	7,2%	8,4%
Esas Faaliyet Gid.	-20.080	-27.537	-38.605	-45.248	-55.441	-64.290	-61.625	-36.583	-71.978	-38.617
<i>gelirlere oranı, %</i>	27,2%	23,8%	24,1%	23,8%	23,4%	21,3%	23,6%	38,9%	38,7%	24,0%

4. Finansal Tablolar

4.1. Bilanço

Şirket'in 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla BDDK düzenlemeleri çerçevesinde finansal raporlama standartlarına göre hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun başlıca kalemleri aşağıda sunulmaktadır. İlgili bilgiler Şirket tarafından 2 Mart 2020, 26 Şubat 2021 ve 9 Ağustos 2021 tarihlerinde KAP'ta yayınlanmıştır.

TL 000	2018	2019	2020	2021 - 6
Dönen Varlıklar	664.467	950.908	1.074.916	1.259.698
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.192	3.118	11.429	15.090
Factoring Alacakları	659.051	945.964	1.062.672	1.244.606
Şüpheli Alacaklar	45.875	42.607	40.339	39.404
Şüpheli Alacaklar için Karşılıklar	-43.651	-40.781	-39.524	-39.402
Duran Varlıklar	50.563	53.179	61.457	78.757
Toplam Aktifler	715.030	1.004.087	1.136.373	1.338.455
Yükümlülükler	570.023	840.804	970.259	1.160.762
Alınan Krediler	501.004	797.647	909.641	1.065.132
Factoring Borçları	806	1.249	1.636	3.341
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.221	4.298	2.962	2.802
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	55.498	26.290	32.224	62.470
Karşılıklar	2.464	3.528	3.919	3.919
Cari Vergi Borcu	2.607	552	3.237	3.684
Diğer Yükümlülükler	5.423	7.240	16.640	19.414
Özkaynaklar	145.007	163.283	166.114	177.693

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2021 Global Menkul Değerler A.Ş.

Ödenmiş Sermaye	50.000	100.000	100.000	100.000
Sermaye Yedekleri	7.101	7.101	7.101	7.101
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-1.085	-1.614	-1.360	-1.360
Kar Yedekleri	4.747	4.747	4.747	4.747
Geçmiş Yıllar Kar veya Zararı	64.865	34.242	53.049	55.626
Dönem Net Kar veya Zararı	19.379	18.807	2.577	11.579
Toplam Pasifler	715.030	1.004.087	1.136.373	1.338.455

4.1.1. Bilanço Göstergeleri

TL 000	2018	2019	2020	2021 - 6
Toplam Aktifler	715.030	1.004.087	1.136.373	1.338.455
<i>büyüme, %</i>	-34,7%	40,4%	13,2%	17,8%
<i>aktif karlılığı, %</i>	1,9%	2,3%	0,3%	1,9%
Toplam Özsermaye	145.007	163.283	166.114	177.693
<i>özsermaye karlılığı, %</i>	13,8%	12,2%	1,6%	13,5%
<i>kaldıraç oranı, x</i>	3,9x	5,1x	5,8x	6,5x
Factoring Alacakları	659.051	945.964	1.062.672	1.244.606
<i>büyüme, %</i>	-36,7%	43,5%	12,3%	17,1%
Toplam Fonlama	556.502	823.937	941.865	1.127.602
<i>factoring alacakları/toplam fonlama, %</i>	118,4%	114,8%	112,8%	110,4%
Takipteki Alacaklar	45.875	42.607	40.339	39.404
<i>takipteki alacaklar oranı, %</i>	6,5%	4,3%	3,7%	3,1%
<i>karşılama oranı, %</i>	95,2%	95,7%	98,0%	100,0%

4.2. Gelir Tablosu

Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 yılları ile 2020 ve 2021 yıllarının ilk altı aylık dönemine ilişkin BDDK düzenlemeleri çerçevesinde finansal raporlama standartlarına göre hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş Gelir Tabloları aşağıda sunulmaktadır:

TL 000	2018	2019	2020 - 6	2020	2021 - 6
Factoring Gelirleri	301.778	260.791	93.969	186.192	160.968
Finansman Giderleri	-200.775	-158.001	-55.493	-113.803	-112.438
Brüt Kar	101.003	102.790	38.476	72.389	48.530
Esas Faaliyet Giderleri	-64.290	-61.625	-36.583	-71.978	-38.617
<i>gelirlere oranı, %</i>	21,3%	23,6%	38,9%	38,7%	24,0%
Brüt Faaliyet Karı	36.713	41.165	1.893	411	9.913
<i>net faiz marjı, %</i>	11,9%	12,8%	9,2%	7,2%	8,4%
Diğer Faaliyet Gelirleri	9.549	4.159	2.176	9.832	3.142
Takipteki Alacaklara İlişkin Özel Karşılıklar (-)	-20.284	-20.688	-1.768	-5.059	-717
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-346	-160	-78	-145	-56
Net Faaliyet Kârı / (Zararı)	25.632	24.476	2.223	5.039	12.282
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı	-6.253	-5.669	-630	-2.462	-703
Net Kar	19.379	18.807	1.593	2.577	11.579

4.2.1. Karlılık Analizleri

TL 000	2018	2019	2020 - 6	2020	2021 - 6
Net Kar	19.379	18.807	1.593	2.577	11.579
<i>büyüme, %</i>	-28,5%	-3,0%	(%81,3)	-86,3%	799,0%
<i>net kar marjı, %</i>	6,4%	7,2%	1,7%	1,4%	7,2%
<i>özsermaye karlılığı, %</i>	13,8%	12,2%	1,9%	1,6%	13,5%
Brüt Kar	101.003	102.790	38.476	72.389	48.530
<i>brüt kar marjı, %</i>	33,5%	39,4%	%40,9	38,9%	30,1%
Esas Faaliyet Giderleri	-64.290	-61.625	-36.583	-71.978	-38.617
<i>gelirlere oranı, %</i>	21,3%	23,6%	38,9%	38,7%	24,0%

5. Değerleme

Halka arz edilecek Şirket'in değerleme çalışması kapsamında Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Temettü Yöntemi ("İTY"), Piyasa Yaklaşımı kapsamında Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler Yöntemleri dikkate alınmıştır.

5.1. İndirgenmiş Temettü Yöntemi

Finansal kuruluşların değerlemesinde kullanılan İndirgenmiş Temettü Yöntemi modeli, finansal kuruluşların piyasa değerini; yasal mevzuat ile belirlenen gerekli sermaye miktarını ve zorunlu yedek akçeleri dikkate alarak, dağıtabileceği mümkün olan en yüksek temettünün bugünkü değere indirgenmesi suretiyle hesaplamaktadır.

5.1.1. Gelir Tablosu Projeksiyonları

TL 000	2018G	2019G	2020 - 6G	2020G	2021 - 6G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Factoring Gelirleri	301.778	260.791	93.969	186.192	160.698	376.973	466.241	601.194	761.703	892.600
Finansman Giderleri	-200.775	-158.001	-55.493	-113.803	-112.438	-258.500	-300.307	-387.962	-499.135	-570.420
Ek Fonlama Faiz Gideri	-	-	-	-	-	-	-4.578	-9.899	-17.476	-27.622
Brüt Kar	101.003	102.790	38.476	72.389	48.530	118.473	161.357	203.333	245.092	294.559
<i>net faiz marjı, %</i>	<i>11,3%</i>	<i>12,2%</i>	<i>9,2%</i>	<i>7,0%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,9%</i>
Takipteki Alacaklara İlişkin Özel Karş.	-20.284	-20.688	-1.768	-5.059	-717	-7.413	-22.457	-29.527	-31.005	-33.509
Esas Faaliyet Giderleri	-64.290	-61.625	-36.583	-71.978	-38.617	-87.263	-108.404	-133.048	-152.052	-178.337
<i>gelirlere oranı, %</i>	<i>21,3%</i>	<i>23,6%</i>	<i>38,9%</i>	<i>38,7%</i>	<i>24,0%</i>	<i>23,1%</i>	<i>23,3%</i>	<i>22,1%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
Faaliyet Karı	16.429	20.477	0.125	-4.648	9.206	23.797	30.495	40.757	62.036	82.677
Diğer Faaliyet Gelirleri	9.549	4.159	2.176	9.832	3.142	3.940	2.810	3.564	4.255	4.984
Diğer Faaliyet Giderleri	-346	-160	-78	-145	-56	-53	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kar	25.632	24.476	2.223	5.039	12.282	27.685	33.305	44.321	66.290	87.661
Vergi Karşılıkları	-6.253	-5.669	-630	-2.462	-703	-3.575	-7.660	-8.864	-13.258	-17.532
Net Dönem Karı	19.379	18.807	1.593	2.577	11.579	24.110	25.645	35.457	53.032	70.129

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2021 Global Menkul Değerler A.Ş.

5.1.2. Gelir Tablosu Göstergeleri

TL 000	2018G	2019G	2020 - 6G	2020G	2021 - 6G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Kar	19.379	18.807	1.593	2.577	11.579	24.110	25.645	35.457	53.032	70.129
<i>büyüme, %</i>	-28,5%	-3,0%	-81,3%	-86,3%	799,0%	836,0%	6,4%	38,3%	49,6%	32,2%
<i>net kar marjı, %</i>	11,9%	12,8%	%1.7	7,2%	7,2%	6,4%	5,5%	5,9%	7,0%	7,9%
<i>özsermaye karlılığı, %</i>	13,8%	12,2%	1,0%	1,6%	13,5%	13,5%	13,3%	17,6%	24,3%	29,1%
Brüt Kar	101.003	102.790	38.476	72.389	48.530	118.473	161.357	203.333	245.092	294.559
<i>brüt kar marjı, %</i>	33,5%	39,4%	40,9%	38,9%	30,1%	31,4%	34,6%	33,8%	32,2%	33,0%
<i>faiz getiri oranı, %</i>	35,5%	32,5%	22,4%	18,5%	27,9%	23,5%	23,0%	23,5%	24,9%	24,9%
<i>toplam finansman maliyeti, %</i>	26,7%	22,9%	15,5%	12,9%	21,7%	22,3%	18,2%	18,2%	19,5%	19,2%
<i>komisyon oranı, %</i>	3,1%	3,8%	4,1%	5,0%	9,2%	4,9%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%
Esas Faaliyet Giderleri	-764.290	-61.625	-36.583	-71.978	-38.617	-87.263	-108.404	-133.048	-152.052	-178.373
<i>gelirlere oranı, %</i>	21,3%	23,6%	38,9%	38,7%	24,0%	23,1%	23,3%	22,1%	20,0%	20,0%

5.1.3. Bilanço Projeksiyonları

TL 000	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Dönen Varlıklar	666.013	950.907	1.074.916	1.517.002	2.075.464	2.499.818	3.006.906	3.449.327
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.192	3.118	11.429	15.556	21.282	25.630	30.825	35.358
Factoring Alacakları	659.051	945.964	1.062.672	1.500.504	2.052.781	2.472.185	2.973.309	3.410.600
Takipteki Alacaklar	45.875	42.606	40.339	47.114	70.030	100.159	123.617	148.451
Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	-43.651	-40.781	-39.524	-46.172	-68.629	-98.156	-120.845	-145.082
Duran Varlıklar	49.017	53.180	61.457	79.658	88.563	99.019	113.282	122.633
Maddi Duran Varlıklar	13.052	19.066	18.003	18.932	20.007	20.007	20.007	20.007
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	429	380	310	483	522	564	609	658
Diğer Aktifler	18.501	18.231	26.725	37.031	42.501	50.361	61.771	67.984
Ertelenmiş Vergi Varlığı	17.034	15.503	16.418	23.212	25.533	28.087	30.895	33.985
Toplam Aktifler	715.030	1.004.087	1.136.373	1.596.660	2.164.026	2.598.836	3.120.188	3.571.960
Kısa Vadeli Yükümlülükler	532.442	832.977	963.377	1.399.122	1.962.022	2.383.808	2.882.960	3.310.538
Borçlar	468.108	797.647	909.640	1.302.044	1.830.782	2.171.833	2.635.328	2.958.232
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	55.498	26.289	32.224	75.000	100.000	150.000	150.000	200.000
Ek Fonlama	-	-	-	-	25.938	56.460	91.896	146.341
Diğer Yükümlülükler	8.837	9.041	21.513	7.624	5.303	5.515	5.736	5.965
Uzun Vadeli Yükümlülükler	37.582	7.826	6.881	7.315	7.412	7.582	7.826	8.147
Mali Borçlar	32.896	-	-	-	-	-	-	-
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.221	4.299	2.962	3.172	2.855	2.569	2.312	2.081
Karşılıklar	2.465	3.528	3.919	4.143	4.557	5.013	5.514	6.066
Toplam Yükümlülükler	570.023	840.804	970.259	1.406.437	1.969.434	2.391.390	2.890.786	3.318.684
Özkaynaklar	145.007	163.284	166.114	190.224	194.592	207.446	229.402	253.276
Ödenmiş Sermaye	50.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Yasal Yedekler	7.101	7.101	7.101	7.101	7.101	7.101	7.101	7.101
Kar Yedekleri	3.662	3.133	3.387	6.220	9.263	13.643	20.420	29.529
Geçmiş Yıllar Karları	64.865	34.242	53.049	52.792	52.583	51.245	48.848	46.517
Dönem Net Karı	19.377	18.807	2.576	24.110	25.645	35.457	53.032	70.129
Toplam Pasifler	715.030	1.004.087	1.136.373	1.596.660	2.164.026	2.598.836	3.120.188	3.571.960

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2021 Global Menkul Değerler A.Ş.

5.1.4. Bilanço Göstergeleri

TL 000	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Toplam Aktifler	715.030	1.004.087	1.136.373	1.596.660	2.164.026	2.598.836	3.120.188	3.571.960
<i>büyüme, %</i>	-36,3%	40,4%	13,2%	40,5%	35,5%	20,1%	20,1%	14,5%
Factoring Alacakları	702.511	980.355	1.098.698	1.500.504	2.052.781	2.472.185	2.973.309	3.410.600
<i>büyüme, %</i>	-35,5%	39,6%	12,1%	41,2%	36,8%	20,4%	20,3%	14,7%
Takipteki Alacaklar	45.874	42.606	40.339	47.114	70.030	100.159	123.617	148.451
<i>takipteki alacaklar oranı, %</i>	6,1%	4,2%	3,5%	2,9%	3,2%	3,8%	3,9%	4,0%
<i>karşılama oranı, %</i>	95,2%	95,7%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	97,8%	97,7%
Toplam Fonlama	523.605	823.937	941.864	1.377.044	1.930.782	2.321.833	2.785.328	3.158.232
<i>Borçlar</i>	<i>468.108</i>	<i>797.647</i>	<i>909.640</i>	<i>1.302.044</i>	<i>1.830.782</i>	<i>2.171.833</i>	<i>2.635.328</i>	<i>2.958.232</i>
<i>İhraç Edilen Menkul Kıymetler</i>	<i>55.498</i>	<i>26.289</i>	<i>32.224</i>	<i>75.000</i>	<i>100.000</i>	<i>150.000</i>	<i>150.000</i>	<i>200.000</i>
<i>factoring alacakları/toplam fonlama, %</i>	118,3%	114,6%	112,6%	109,0%	106,3%	106,5%	106,7%	108,0%
Özsermaye	145.007	163.283	166.114	190.224	194.592	207.446	232.125	255.864
<i>özsermaye karlılığı, %</i>	12,8%	12,2%	1,6%	13,5%	13,3%	17,6%	24,3%	29,1%

5.1.5. Özsermaye Maliyeti Hesaplamasında Kullanılan Benzer Şirketler

Özsermaye maliyeti hesaplamasında, Türkiye'de kısıtlı sayıda halka açık Factoring şirketi bulunması sebebiyle; Factoring sektöründe faaliyet gösteren şirketlere ek olarak, temel dinamikleri benzer olan Türkiye bankacılık dışı finans sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketler de inceleme grubuna dahil edilmiştir. Bankalar ise operasyonel büyüklük olarak ve fonlama yapısı gibi temel operasyonel dinamiklerin farklılaşması nedeniyle grubun dışında tutulmuştur.

Emsal Şirket	Özsermaye Betası	17 Eylül PD/DD*	2021 T F/K Çarpanı	17 Eylül 2021 Halka Açıklık Oranı (%)
Creditwest Factoring Anonim Şirketi	0,97	1,56x	11,91x	30,6
Lider Factoring A.Ş.	0,50	1,97x	44,28x	48,8
Garanti Factoring A.Ş.	0,72	2,93x	6,29x	10,6
İş Finansal Kiralama Anonim Şirketi	0,87	1,20x	6,55x	42,7
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	0,78	5,08x	22,34x	7,0
Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	0,73	1,94x	11,93x	62,3
Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	0,47	1,26x	5,27x	42,7
Türkiye Sigorta Anonim Şirketi	1,07	1,54x	4,53x	18,9
Aksigorta A.Ş.	1,05	2,21x	6,32x	28,0
Anadolu Hayat Emeklilik Anonim Şirketi	0,67	2,86x	8,02x	15,3
Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş.	0,53	2,80x	6,21x	20,0
Ray Sigorta Anonim Şirketi	0,17	4,18x	19,78x	5,0
İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi	0,95	2,26x	3,90x	34,3
Global Menkul Değerler Anonim Şirketi	1,28	2,90x	7,68x	25,0
Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	0,18	2,68x	5,86x	38,6
Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	1,17	3,95x	7,00x	39,8
Metro Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,82	0,97x	(21,58x)	95,0
Atlas Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,84	1,08x	(177,98x)	96,7
Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,69	1,62x	12,67x	99,7

*Emsal şirketlerin defter değerleri için rapor tarihi itibarıyla mevcut en güncel tarih olan 30 Haziran 2021 tarihli özkaynak değerleri dikkate alınmış olup, ilgili rakamlar şirketlerin denetim raporlarından teyit edilmiştir.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2021 Global Menkul Değerler A.Ş.

Yukarıda belirtilen şirketlerden Vakıf Finansal Kiralama A.Ş. ve Ray Sigorta A.Ş.’nin halka açıklık oranları sırasıyla 7,0% ve 5,0%’dır. Özsermaye Maliyeti Hesaplaması Analizi’ne halka açıklık oranı %10’un altında olan şirketler dahil edilmemiştir.

Metro Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve Atlas Menkul Kıymetler Yatırım A.Ş.’nin örneklemdaki verilerden önemli derecede sapması ve negatif F/K çarpanlarına (sırasıyla (21,58x) ve (177,98x)) sahip olması sebebiyle Özsermaye Maliyeti hesaplamasına dahil edilmemiştir. Bu iki şirkete ek olarak, yatırım ortaklığı şirketleri operasyonel dinamiklerinin Şirket ile benzer olmaması sebebiyle özsermaye hesaplamasına dahil edilmemiş olup, Euro Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı A.Ş.’de bu sebeple analizden hariç tutulmuştur.

Emsal Şirket	Özsermaye Betası
Creditwest Faktoring Anonim Şirketi	0,97
Lider Faktoring A.Ş.	0,50
Garanti Faktoring A.Ş.	0,72
İş Finansal Kiralama Anonim Şirketi	0,87
Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	0,73
Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	0,47
Türkiye Sigorta Anonim Şirketi	1,07
Aksigorta A.Ş.	1,05
Anadolu Hayat Emeklilik Anonim Şirketi	0,67
Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş.	0,53
İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi	0,95
Global Menkul Değerler Anonim Şirketi	1,28
Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	0,18
Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	1,17
MEDYAN	0,80

Beta çarpanı, herhangi bir şirketin ilave getirilerinin (risksiz getirilerin üzerindeki getiriler) bazı piyasa getirilerinin üzerindeki toplam ilave getirilere (risksiz getiri üzerindeki yatırım endeksi) olan duyarlılığını göstermektedir. Bu nedenle, sermaye piyasası varlık fiyatlama modeline göre riskin iki bileşeninden biri olan piyasa riskinin (sistemik risk) ölçütlerinden biridir. Birin üzerindeki beta çarpanları piyasa ortalamasından daha yüksek bir dalgalanmaya işaret eder. Çalışmamızda, beta hesaplamasında yukarıda bulunan emsal şirketler kullanılmıştır ve sektör medyan betası olan 0.80 dikkate alınmıştır.

Risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık Türkiye Cumhuriyeti Devlet Tahvilinin, 17 Eylül 2021 tarihi son gün olmak üzere, Vadeye Kadar Getiri (“VKG”) oranının yakın dönemini yansıtan ve son 1 aylık ortalaması olan %16,6 dikkate alınmıştır.

Piyasa risk primi (risk fiyatı), piyasa portföyünün (yatırım endeksi) beklenen getiri oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki farkı gösteren değerdir ve %6,5 olarak dikkate alınmıştır.

Özsermaye Betası	0,80	Kaynak: Capital IQ
Risksiz Oran	16,6%	Kaynak: Capital IQ
Piyasa Risk Primi	6,5%	Kaynak: Şirket Öngörüsü
Özsermaye Maliyeti (TL)	21,8%	

5.1.6. İndirgenmiş Temettü Yönetimi Değerleme Sonucu

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.’nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2021 Global Menkul Değerler A.Ş.

(TL)	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Kar	2.576	24.110	25.645	35.457	53.032	70.129	
Ödenmiş Sermaye	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	
1. Tertip Yedek Akçe		1.205	1.282	1.773	2.652	3.506	
1. Tertip Yedek Akçe Kümüle	3.186	4.391	5.674	7.447	10.098	13.605	
Net Dağıtılabilir Dönem Karı		22.904	24.363	33.684	50.381	66.622	
Yasal Birinci Temettü Tutarı		5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	
2. Tertip Yedek Akçe Bazı		17.904	19.363	28.684	45.381	61.622	
2. Tertip Yedek Akçe		1.628	1.760	2.608	4.126	5.602	
2. Tertip Yedek Akçe Kümüle	1.561	3.189	4.949	7.557	11.682	17.284	
İkinci Temettü Tutarı		16.277	17.603	26.077	41.255	56.020	
Toplam Temettü Tutarı		21.277	22.603	31.077	46.255	61.020	
<i>temettü dağıtım oranı,%</i>		92,9%	92,8%	92,3%	91,8%	91,6%	
Dağıtılan Temettü			21.277	22.603	31.077	46.255	61.020
İskonto Oranı			21,8%	21,8%	21,8%	21,8%	21,8%
Yıl			1,00	2,00	3,00	4,00	5,00
İskonto Faktörü			0,82	0,67	0,55	0,45	0,37
İndirgenmiş Dağıtılan Temettü			17.472	15.242	17.209	21.034	22.786
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	8,0%						
Devam Eden Değer	478.666						
İndirgenmiş Temettüler Toplamı	93.743						
İndirgenmiş Devam Eden Değer	178.743						
Ulusal Faktoring Piyasa Değeri	272.485						

Devam eden değere ilişkin hesaplamalarda devam eden değer büyüme oranı uzun vadeli 2025 yılı sonrasındaki Euromonitor uzun dönem enflasyon tahmini olan %8,0 olarak kullanılmıştır. Ayrıca, devam eden değer hesaplamalarında kullanılan özsermaye maliyeti TL bazında %21,8 olarak belirlenmiştir.

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

5.2. Benzer Şirketler Yöntemi

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2021 Global Menkul Değerler A.Ş.

Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

Piyasa yaklaşımı kapsamında finans sektöründe yaygın olarak Piyasa Değeri/Defter Değeri ("PD/DD") ve Fiyat/Kazanç ("F/K") çarpanları kullanılmaktadır. Aşağıda incelemeye alınan tüm şirketlerin hisse senedi kodu, faaliyet gösterdikleri sektör, PD/DD ve F/K çarpan bilgileri yer almaktadır. Şirketlere ilişkin detaylar 17/09/2021 tarihi itibarıyla Capital IQ veri tabanından çekilmiştir.

Şirket Adı	BIST Kodu	Sektör	17.09.2021 PD/DD*	2021T F/K Çarpanı	17.09.2021 HAO
Lider Faktoring A.Ş.	LIDFA	Faktoring	1,56x	11,91x	30,6%
Creditwest Faktoring Anonim	CRDFA	Faktoring	1,97x	44,28x	48,8%
Garanti Faktoring A.Ş.	GARFA	Faktoring	2,93x	6,29x	10,6%
İş Finansal Kiralama Anonim Şirketi	ISFIN	Leasing	1,20x	6,55x	42,7%
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	VAKFN	Leasing	5,08x	22,34x	7,0%
Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	SEKFK	Leasing	1,94x	11,93x	62,3%
Anadolu Anonim Türk Sigorta	ANSGR	Sigorta	1,26x	5,27x	42,7%
Türkiye Sigorta Anonim Şirketi	TURSG	Sigorta	1,54x	4,53x	18,9%
Aksigorta A.Ş.	AKGRT	Sigorta	2,21x	6,32x	28,0%
Anadolu Hayat Emeklilik Anonim	ANHYT	Sigorta	2,86x	8,02x	15,3%
Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş.	AGESA	Sigorta	2,80x	6,21x	20,0%
Ray Sigorta Anonim Şirketi	RAYSG	Sigorta	4,18x	19,78x	5,0%
İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi	ISMEN	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	2,26x	3,90x	34,3%
Global Menkul Değerler Anonim Şirketi	GLBMD	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	2,90x	7,68x	25,0%
Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	INFO	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	2,68x	5,86x	38,6%
Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	OSMEN	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	3,95x	7,00x	39,8%
Metro Yatırım Ortaklığı A.Ş.	MTRYO	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	0,97x	(21,58x)	95,0%
Atlas Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	ATLAS	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	1,08x	(177,98x)	96,7%
Euro Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı A.Ş.	EUYO	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	1,62x	12,67x	99,7%
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	OYYAT	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	4,06x	8,75x	30,0%
Ünlü Yatırım Holding A.Ş.	UNLU	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	1,87x	20,67x	29,6%
		Bankacılık Dışı Finans Sektörü Ortalaması	2,43x	0,97x	39,1%

Yukarıda belirtilen şirketlerden Vakıf Finansal Kiralama A.Ş. ve Ray Sigorta A.Ş.'nin halka açıklık oranları sırasıyla 7,0% ve 5,0%'dır. Benzer Şirketler analizine halka açıklık oranı %10'un altında olan şirketler dahil edilmemiştir.

Metro Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve Atlas Menkul Kıymetler Yatırım A.Ş.'nin örneklemdeki verilerden önemli derecede sapması ve negatif F/K çarpanlarına (sırasıyla (21,58x) ve (177,98x)) sahip olması sebebiyle benzer şirketler analizine dahil edilmemiştir. Bu iki şirkete ek olarak, yatırım ortaklığı şirketleri operasyonel dinamiklerinin Şirket ile benzer olmaması sebebiyle benzer şirketler analizine dahil edilmemiş olup, Euro Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı A.Ş.'de bu sebeple analizden hariç tutulmuştur.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2021 Global Menkul Değerler A.Ş.

Benzer şirketler analizinde dikkate alınan şirketler ve çarpan bilgileri bir sonraki sayfada paylaşılmıştır.

Şirket Adı	BIST Kodu	Sektör	17 Eylül 2021 PD/DD*	2021T F/K Çarpanı	17 Eylül 2021 Halka Açıklık Oranı
Lider Faktoring A.Ş.	LIDFA	Faktoring	1,56x	11,91x	30,6%
Creditwest Faktoring Anonim	CRDFA	Faktoring	1,97x	44,28x	48,8%
Garanti Faktoring A.Ş.	GARFA	Faktoring	2,93x	6,29x	10,6%
İş Finansal Kiralama Anonim Şirketi	ISFIN	Leasing	1,20x	6,55x	42,7%
Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	SEKFK	Leasing	1,94x	11,93x	62,3%
Anadolu Anonim Türk Sigorta	ANSGR	Sigorta	1,26x	5,27x	42,7%
Türkiye Sigorta Anonim Şirketi	TURSG	Sigorta	1,54x	4,53x	18,9%
Aksigorta A.Ş.	AKGRT	Sigorta	2,21x	6,32x	28,0%
Anadolu Hayat Emeklilik Anonim	ANHYT	Sigorta	2,86x	8,02x	15,3%
Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş.	AGESA	Sigorta	2,80x	6,21x	20,0%
İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi	ISMEN	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	2,26x	3,90x	34,3%
Global Menkul Değerler Anonim Şirketi	GLBMD	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	2,90x	7,68x	25,0%
İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	INFO	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	2,68x	5,86x	38,6%
Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	OSMEN	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	3,95x	7,00x	39,8%
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	OYYAT	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	4,06x	8,75x	30,0%
Ünlü Yatırım Holding A.Ş.	UNLU	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	1,87x	20,67x	29,6%
		Bankacılık Dışı Finans Sektörü Ortalaması	2,37x	10,32x	32,3%

5.2.1. Benzer Şirketler Yöntemi – PD/DD Sonucu

Aşağıdaki tabloda Benzer Şirketlerin 17 Eylül 2021 tarihli PD/DD çarpanları, 17 Eylül 2021 tarihli piyasa değerleri ve 30 Haziran 2021 tarihli defter değerleri kullanılarak hesaplanmıştır. İlgili tutarlar milyon TL cinsinden paylaşılmıştır.

Şirket Adı	BIST Kodu	Sektör	17 Eylül 2021 Piyasada Değeri	30 Haziran 2021 Defter Değeri	17 Eylül 2021 PD/DD
Lider Faktoring A.Ş.	LIDFA	Faktoring	297,2	190,8	1,56x
Creditwest Faktoring Anonim Şirketi	CRDFA	Faktoring	341,6	173,5	1,97x
Garanti Faktoring A.Ş.	GARFA	Faktoring	817,3	278,6	2,93x
İş Finansal Kiralama Anonim Şirketi	ISFIN	Leasing	2.058,10	1.710,20	1,20x
Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	SEKFK	Leasing	252	129,6	1,94x

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2021 Global Menkul Değerler A.Ş.

Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	ANSGR	Sigorta	3.060,00	2.430,90	1,26x
Türkiye Sigorta Anonim Şirketi	TURSG	Sigorta	5.842,50	3.794,60	1,54x
Aksigorta A.Ş.	AKGRT	Sigorta	2.138,90	967,5	2,21x
Anadolu Hayat Emeklilik Anonim Şirketi	ANHYT	Sigorta	4.080,70	1.424,90	2,86x
Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş.	AGESA	Sigorta	3.200,40	1.143,00	2,80x
İş Yatırım Menkul Değerler	ISMEN	Yatırım Bankacılığı ve Aracı	4.966,50	2.196,70	2,26x
Global Menkul Değerler Anonim Şirketi	GLBMD	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	246	84,8	2,90x
Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	INFO	Yatırım Bankacılığı ve Aracı	531,7	198,6	2,68x
Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	OSMEN	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	561,9	142,2	3,95x
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	OYYAT	Yatırım Bankacılığı ve Aracı	2.306,80	567,7	4,06x
Ünlü Yatırım Holding A.Ş.	UNLU	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	974,2	522,4	1,87x
		Bankacılık Dışı Finans	1.979,70	997,2	2,37x

Ulusal Faktoring'in Piyasa Yaklaşımı çerçevesinde, Şirket'in bankacılık dışı finans sektöründe bulunan emsallerinin PD/DD çarpanları üzerinden Benzer Şirketler Yöntemi uygulanarak 17 Eylül 2021 tarihi itibarıyla hesaplanan piyasa değeri aşağıda sunulmaktadır.

Benzer Şirketler – PD/DD Değerlemesi (17 Eylül 2021)	
Ulusal Faktoring Defter Değeri (30 Haziran 2021)	177.693
Benzer Şirketler Ortalama PD/DD Çarpanı	2,37x
Ulusal Faktoring Piyasa Değeri (TL 000)	422.008

5.2.2. Benzer Şirketler Yöntemi – Fiyat/Kazanç Sonucu

Aşağıdaki tabloda Benzer Şirketlerin 17 Eylül 2021 tarihli F/K çarpanları, 17 Eylül 2021 tarihli piyasa değerleri ve 2021 yılı tahmini net karları kullanılarak hesaplanmıştır. 2021 yılı tahmini net karları, 2021 yılının ilk yarısındaki net kar tutarlarının yıllıklandırılması suretiyle elde edilmiştir. İlgili tutarlar milyon TL cinsinden paylaşılmıştır.

Şirket Adı	BIST Kodu	Sektör	17 Eylül 2021 Piyasa Değeri	30 Haziran 2021 Net Kar	2021T Net Kar	2021T F/K
Lider Faktoring A.Ş.	LIDFA	Faktoring	297,2	12,5	24,9	11,91x
Creditwest Faktoring Anonim Şirketi	CRDFA	Faktoring	341,6	3,9	7,7	44,28x
Garanti Faktoring A.Ş.	GARFA	Faktoring	817,3	65	130	6,29x
İş Finansal Kiralama Anonim Şirketi	ISFIN	Leasing	2.058,10	157,1	314,1	6,55x
Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	SEKFK	Leasing	252	10,6	21,1	11,93x
Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	ANSGR	Sigorta	3.060,00	290,3	580,6	5,27x

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2021 Global Menkul Değerler A.Ş.

Türkiye Sigorta Anonim Şirketi	TURSG	Sigorta	5.842,50	645,3	1.290,70	4,53x
Aksigorta A.Ş.	AKGRT	Sigorta	2.138,90	169,1	338,3	6,32x
Anadolu Hayat Emeklilik Anonim Şirketi	ANHYT	Sigorta	4.080,70	254,4	508,8	8,02x
Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş.	AGESA	Sigorta	3.200,40	257,7	515,5	6,21x
İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi	ISMEN	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	4.966,50	636,5	1.273,00	3,90x
Global Menkul Değerler A.Ş.	GLBMD	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	246	16	32	7,68x
Info Yatırım Menkul Değerler	INFO	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	531,7	45,3	90,7	5,86x
Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	OSMEN	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	561,9	40,1	80,2	7,00x
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	OYYAT	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	2.306,80	131,8	263,6	8,75x
Ünlü Yatırım Holding A.Ş.	UNLU	Yatırım Bankacılığı ve Aracı Kurumlar	974,2	23,6	47,1	20,67x
Bankacılık Dışı Finans Sektörü Ortalaması			1.979,70	172,5	344,9	10,32x

Piyasa Yaklaşımı çerçevesinde, Şirket'in bankacılık dışı finans sektöründe bulunan emsallerinin F/K çarpanları üzerinden Benzer Şirketler Yöntemi uygulanarak 17 Eylül 2021 tarihi itibarıyla hesaplanan piyasa değeri aşağıda sunulmaktadır.

Benzer Şirketler – PD/DD Değerlemesi (17 Eylül 2021)	
Ulusal Faktoring 2021 Tahmini Net Kar	24.110
Benzer Şirketler Ortalama F/K Çarpanı	10,32x
Ulusal Faktoring Piyasa Değeri (TL 000)	248.908

6. Halka Arz Değeri

Aşağıda İndirgenmiş Temettü Yöntemi ve Benzer Şirketler Çarpan Analizi Yöntemi kullanılarak elde edilen Ulusal Faktoring nihai piyasa değeri sunulmuştur.

TL 000	Değer	Ağırlık	PD/DD	F/K	2021-6 Öz kaynak	2021T Net Kar
İndirgenmiş Temettü Yöntemi Sonucu	272.485	50,00%				
Benzer Şirketler Yöntemi Sonucu (PD/DD)	422.008	25,00%	2,37x		177.693	
Benzer Şirketler Yöntemi Sonucu (F/K)	248.908	25,00%		10,32x		24.110
Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri	303.972	100,00%				

Değerleme sonucu; Şirket'in geleceğe yönelik beklentilerini ve Şirket'e özgü riskleri de yansıtması nedeniyle İndirgenmiş Temettü Yöntemi sonucuna %50, seçilen benzer şirketlerin güncel piyasa öngörülleri ve risklerini barındırması nedeniyle Benzer Şirketler Yöntemi – PD/DD sonucuna %25 ve Benzer Şirketler Yöntemi – F/K sonucuna %25 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. İndirgenmiş Temettü Yöntemi'nde kullanılan iskonto oranı 17/09/2021 tarihinde Capital IQ veri tabanından çekilen veriler ile

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2021 Global Menkul Değerler A.Ş.

hesaplanmıştır. Benzer Şirketler Yöntemi'nde kullanılan şirket verileri 17/09/2021 tarihinde Capital IQ veri tabanından çekilmiştir ve 30/06/2021 özkaynak değeri Şirket'in 30/06/2021 denetim raporundan alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Gerçeğe Uygun Değer (bin TL)	303.972
Halka Arz İndirimi (%)	18,1%
Halka Arz İndirimi Sonrası Değer (TL 000)	249.000
Halka Arz İndirimi Sonrası PD/DD Çarpanı	1,40x
Halka Arz İndirimi Sonrası F/K Çarpanı*	10,33x
Halka Arz Öncesi Nominal Hisse Adedi (bin)	100.000
Hisse Başına Halka Arz Fiyatı (TL)	2,49

*Halka Arz İndirimi Sonrası F/K Çarpanı hesaplamasında, Şirket'in 2021 yılı tahmini net karı kullanılmıştır

Çalışma sonucunda Ulusal Faktoring'in 17 Eylül 2021 tarihli piyasa değeri için 304,0 milyon TL ve hisse başına 3,04 TL sonucuna ulaşılmıştır. Hesaplanan hisse başına değere halk arz iskontosu olarak %18,1 oranı uygulanmıştır. Buna istinaden halka arz hisse başına değeri 2,49 TL olarak belirlenmiştir.

	Hisse Adedi (bin)
Halka Arz Öncesi Nominal Hisse Adedi	100.000
Sermaye Artırımı	33.500
Halka Arz Sonrası Nominal Hisse Adedi	133.500

Şirket'in halk arz sürecinde 33,5 milyon TL nominal değerli sermaye artırımı yapması beklenmekte ve halka arz sonrası 1,-TL nominal değerli hisse adedinin 133,5 milyona ulaşması öngörülmektedir.

	Hisse Adedi (bin)
Sermaye Artırımı	33.500
Hissedar Satışı	7.500
Ek Satış	7.500
Halka Arz Edilecek Nominal Hisse Adedi	48.500

Sermaye artırımına ek olarak, hissedar satışı ve ek satış ile toplamda 15 milyon adet hissenin daha satışının gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Bu satışlarla beraber halka arz edilecek hisse adedinin 48,5 milyon adet olması öngörülmektedir.

Halka Arz Edilecek Hisse Adedi (bin)	48.500
Halka Arz Sonrası	133.500
Sermaye Artırımı	36,3%
Hissedar Satışı	2,49
Sermaye Artırımı	120.765
Hissedar Satışı	83.415

48,5 milyon adet nominal hissenin halka arzıyla beraber halka arz oranının %36,3 ve halka arz büyüklüğünün 120,8 milyon TL olması beklenmektedir. Buna istinaden Şirket'e enjekte edilmesi planlanan sermayenin brüt 83,4 milyon TL olması planlanmaktadır.

7. Sonuç ve Yorumlar

- Fiyat Tespit Raporu'nda Ulusal Faktoring hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2021 Global Menkul Değerler A.Ş.

- Çarpan analizinde yurt içi benzer şirketlerde ortalama değerler yerine medyan değerlerin kullanılmasının daha doğru olacağını düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Temettü Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analizi'nin kullanılmasının doğru olduğunu düşünüyoruz.
- Değerlemede kullanılan ağırlıklandırma yöntemini makul buluyoruz.

Belirttiğimiz çekinceler dışında %18,1'lik iskonto oranı da göz önüne alındığında 2,49 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.