

ULUSAL FAKTORİNG ANONİM ŞİRKETİ

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS
ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME
RAPORU**

2021/12 AYLIK FİNANSAL TABLO DÖNEMİ

14 MART 2022

1. ŞİRKETİ TANITICI BİLGİLER

Ulusal Faktoring A.Ş. (Şirket)'ni tanıtıcı özet bilgiler aşağıda verilmektedir:

- Ticaret Unvanı: Ulusal Faktoring A.Ş.
- Merkez Adresi: Maslak Mah. Sümer Sok. No:3 Ayazağa Ticaret Merkezi B Blok Kat:10 34485 Sarıyer/İSTANBUL
- Faaliyet Konusu: Şirket'in ana faaliyet konusu yurt içi ve yurt dışı her türlü faktoring hizmetlerini sunmak, bu amaç doğrultusunda yurt içi ve yurt dışı ticari işlemler veya ithalat veya ihracat işlemleri ile ilgili olarak işletmelerin her türlü mal ve hizmet satışları dolayısıyla doğmuş veya doğacak faturalı alacaklarını temellük etmek, bu alacakları başkalarına temlik etmek, bu alacakların tahsillerini üstlenmek ve bu alacaklara karşılık ödemelerde bulunmaktır.
- Kurumsal İnternet Sitesi: www.ulusalfactoring.com
- Kayıtlı Sermaye Tavanı: 360.000.000 TL
- Çıkarılmış Sermayesi: 133.500.000 TL
- Sermaye Piyasası Araçlarının İşlem Gördüğü Borsa: Borsa İstanbul A.Ş
- Ticaret Sicil No: 430573-0
- Vergi Dairesi: Maslak Vergi Dairesi Müdürlüğü - İstanbul
- Vergi No: 8890117381

2. RAPORUN KONUSU

Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul)'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29 uncu maddesinin beşinci fıkrasında “Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.” hükmü yer almaktadır.

Şirketimizin payları 11 Kasım 2021 tarihinde Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Ana Pazar’da işlem görmeye başlamış olup, SPK düzenlemeleri çerçevesinde, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonra hazırlanan 01.01.2021-31.12.2021 dönemine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları 28 Şubat 2022 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)’nda yayınlanmıştır. Dolayısıyla, bu Rapor, anılan Tebliği hükmü çerçevesinde halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların 31.12.2021 tarihi itibarıyla gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içermek amacıyla düzenlenmiştir.

SPK’nın II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği’nin 5/(4) maddesi çerçevesinde yapılacak ilk genel kurul tarihi itibarıyla söz konusu II-17.1 sayılı Tebliğ’e uyum sağlanacaktır. Bu kapsamda Şirketimizde “Denetim Komitesi” henüz oluşturulmadığından işbu Rapor Şirket Yönetim Kurulu tarafından hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER VE PROJEKSİYONLAR

Şirket’in paylarının halka arzına aracılık eden Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Osmanlı Yatırım) tarafından hazırlanan 17 Eylül 2021 tarihli Fiyat Tespit Raporu, son olarak 25 Ekim 2021 tarihinde KAP’ta yayımlanmıştır. (Bu Raporun tamamına ulaşmak için bakınız: <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/972351>)

Şirket’in değeri ile halka arz fiyatının tespit edilmesi amacıyla hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda öne çıkan hususlar aşağıdaki bölümlerde verilmektedir.

3.1. Değerleme Yöntemleri ve Şirket Değeri

Fiyat Tespit Raporu’nda İndirgenmiş Temettü Yöntemi (İTY) ve Benzer Şirketler Çarpan Analizi Yöntemi kullanılarak elde edilen Şirket piyasa değeri aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

TABLO 1. Değerleme Yöntemi Sonuçları			
Değerleme Yöntemi	Ulaşılan Şirket Değeri (Bin TL)	Yöntemin Ağırlığı (%)	Yöntemin Nihai Değere Katkısı (Bin TL)
İndirgenmiş Temettü Yöntemi	272.485	50	136.243
Benzer Şirketler Yöntemi (PD/DD)	422.008	25	105.502
Benzer Şirketler Yöntemi (F/K)	248.908	25	62.227
Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri			303.972

Kullanılan değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklar çerçevesinde Şirket'in ağırlıklı ortalama gerçeğe uygun değeri 303.972 bin TL olarak hesaplanmıştır.

3.2. Halka Arz İndirimi Sonrasında Şirket Değeri

Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in ağırlıklı ortalama piyasa değerinden %18,1 oranında halka arz indirimi yapılmak suretiyle 249 milyon TL halka arz indirimli Şirket piyasa değerine ulaşılmıştır. Bu değer baz alınarak, sermayesi 1,-TL nominal değerli 100.000.000 adet paydan oluşan Şirketimizin 1,-TL nominal değerli bir payının halka arz fiyatı 2,49 TL olarak hesaplanmıştır.

3.3. Değerlemeye Esas Teşkil Eden Projeksiyonlar

Osmanlı Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in son on yıllık faaliyetleri yanında, özellikle 2018-2020 yılları ile 2021 yılının ilk yarısına ilişkin finansal verileri üzerinden yapılan analizler dikkate alınmak suretiyle Şirketimizden temin edilen orta ve uzun vadeli iş planları doğrultusunda 2021 - 2025 yılları için projeksiyonlar hazırlanmış ve bu projeksiyonlar "İndirgenmiş Temettü Yöntemi"ne göre Şirket piyasa değerinin hesaplanmasında kullanılmıştır.

3.3.1. Gelir Tablosu Projeksiyonları

Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirketimizin gelir tablosu projeksiyonu oluşturulurken gelir tablosundaki başlıca kalemlerde öngörülen büyüme oranları esas alınmıştır. Buna göre, 2021-2025 yılları için aşağıda verilen gelir tablosu projeksiyonu oluşturulmuştur.

TABLO 2. Gelir Tablosu Projeksiyonları					
Kalemler \ Yıllar	2021	2022	2023	2024	2025
Factoring Gelirleri	376.973	466.241	601.194	761.703	892.600
Finansman Giderleri	(258.500)	(300.307)	(387.962)	(499.135)	(570.420)
Ek Fonlama Faiz Gideri	-	(4.578)	(9.899)	(17.476)	(27.622)
Brüt Kâr	118.473	161.357	203.333	245.092	294.559
Takipteki Alac. Karşılığı	(7.413)	(22.457)	(29.527)	(31.005)	(33.509)
Esas Faaliyet Giderleri	(87.263)	(108.404)	(133.048)	(152.052)	(178.337)
Faaliyet Kârı	23.797	30.495	40.757	62.036	82.677
Diğer Faaliyet Gelirleri	3.940	2.810	3.564	4.255	4.984

Diğer Faaliyet Giderleri	(53)	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr	27.685	33.305	44.321	66.290	87.661
Vergi Karşılıkları	(3.575)	(7.660)	(8.864)	(13.258)	(17.532)
Net Dönem Kârı	24.110	25.645	35.457	53.032	70.129

a) Faktoring Gelirleri Projeksiyonları

Şirket'in toplam faktoring gelirlerini faiz ve komisyon gelirleri oluşturmaktadır. Faiz gelirleri, Şirket'in faktoring alacaklarından alınan faizler kaynaklıdır. Komisyon gelirleri, faktoring hizmetlerine ilişkin işlemleri içermektedir. Şirket gelecek için planlanan büyümesine, şube genişlemesi, dijital kanallar ve dijital dönüşüm kapsamında gerçekleştirilecek operasyonel iyileştirmelerle ulaşmayı planlamaktadır.

2021 yılı sonunda toplam faktoring gelirlerinin, faktoring alacaklarında öngörülen %41,2 büyüme ve faiz beklentileri ile bir önceki döneme göre %102,5 artarak 377,0 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. 2020-2025 döneminde, toplam faktoring gelirlerinin %36,8 Yıllık Bileşik Büyüme Oranı (YBBO) ile artarak projeksiyon dönemi sonunda 892,6 milyon TL seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.

Faktoring gelirlerindeki artış beklentisi, Şirket'in faktoring alacaklarındaki büyüme varsayımından kaynaklanmaktadır. Şirketimiz 2021 yılında 5 yeni şube açarak toplam şube sayısını 19'a çıkarmıştır. Şirket, hem şube sayısını 19'dan 30'a çıkararak; hem de dijital uygulaması ÇekPara'yı kullanarak müşteri sayısını arttırmayı hedeflemektedir. 2022 yılında açılması beklenen yeni şubeler ile 2025 yılına kadar 17 bin seviyesine çıkması öngörülen müşteri sayısının, faktoring alacaklarının büyümesine katkı yapması beklenmektedir. 2025 yılındaki 3,5 milyar TL plasman hedefine ulaşılrken, ortalama plasmanı 200 bin TL olan 17 bin müşteri ve şube başına 566 müşteri sayısı hedeflenmektedir.

Anadolu'da açılması planlanan yeni şubelerin bulunduğu illerde, mevcut lokasyonların bulunduğu illere göre daha küçük ölçekli müşteri bulunduğundan ve bu müşterilere işin doğası gereği daha yüksek fiyatlama yapıldığından karlılığın da artacağı varsayılmaktadır. Büyük ölçekli ticari müşterilere daha düşük kar marjı ile satış yapılmakta olup, bu müşteriler genellikle İstanbul, İzmir, Ankara gibi büyük illerde konumlanmaktadır. Dolayısıyla, yeni açılacak şubelerin faktoring faaliyetlerinin daha az yoğun olduğu bölgelerde olması öngörülmektedir.

b) Finansman Giderleri Projeksiyonları

Şirket, geçmiş dönemlerde fonlamanın büyük bir kısmını bankalardan aldığı borçlar ve faktoring işlemlerinden doğan borçlar ile sağlamıştır. Projeksiyon döneminde de benzer yapıyı korumayı planlamaktadır.

2021 yılında toplam finansman giderlerinin operasyonel ve piyasa projeksiyonlarına paralel olarak önceki döneme kıyasla %127,1 artarak 258,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmüştür. 2020-2025 döneminde, finansman giderlerinin %38,0 YBBO ile artarak projeksiyon dönemi sonunda 570,4 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

İTY yönteminin uygulanması öngörülen temettü çıkışları sonucunda oluşan ek fonlama ihtiyacı, 2021 yılı ve sonrası için temettü fonlamasına ilişkin borçlar kalemi altında projekte edilmiş ve fonlama maliyeti finansman kalemlerinin ortalama maliyeti üzerinden dikkate alınmıştır.

Finansman giderleri, faktoring alacaklarındaki büyümeye paralel olmakla birlikte toplam borçlanma kaleminden gerçekleşmektedir. Borçlanma faiz oranında kamuya açık verilerden projeksiyonların hazırlandığı dönemdeki 5 yıllık gösterge faizi tahmini baz alınarak Şirket öngörüsü kullanılmıştır. Finansman giderlerindeki artışın faktoring gelirlerindeki artıştan az olmasının sebebi spread (net faiz marjı) tahminlerindeki değişimdir.

c) Özel Karşılıklar ve Esas Faaliyet Giderleri Projeksiyonları

2020 ve 2021 yıllarında parasal genişleme ve kamu bankalarının piyasayı fonlaması sonucunda KOBİ'ler yükümlülüklerini rahat bir şekilde yerine getirebilmişlerdir. Bu sebeple, takipteki alacaklara ilişkin özel karşılıklar 2021 yılı sonunda güncel duruma uygun olacak şekilde 7,4 milyon TL seviyesinde öngörülmüştür. 2023-2025 yıllarındaki karşılık oranları ve buna bağlı olarak takipteki alacaklara ilişkin özel karşılıklar, 2021 yılındaki parasal genişlemenin 2022 yılından itibaren yavaşlayacağı öngörüsüyle düzenlenmiştir. 2021 ve 2022 yıllarında yeni şube açılışları nedeni ile yeni bölgelere girilmesi ve yeni müşterilerle daha fazla karşılaşılacak olmasının takipteki kredi alacaklarını arttıracığı öngörülmüştür. Bu nedenle de, 2021 ve 2022 yıllarında daha yüksek tutarda karşılık ayrılması öngörülmüştür. Devam eden yıllarda, bölgesel tecrübe ve zamanla takipteki alacak karşılıklarının göreceli azalacağı öngörüsüyle hedefleme yapılmıştır.

Takipteki alacak oranının %5'in altında olması hedeflendiğinden, 2024 ve 2025 yıllarında bu oranın hedeflenen sınıra yaklaşabileceği öngörülmektedir, 2024 yılında 15 milyon TL ve 2025 yılında 20 milyon TL olmak üzere donuk alacak satışları yapılması öngörülmektedir. Bu yıllara ait rakamlar bu öngörüü de içermektedir.

Esas faaliyet giderlerinin içeriğini ağırlıklarına göre sırasıyla; personel giderleri, genel işletme giderleri ve amortisman giderleri oluşturmaktadır. Esas faaliyet giderlerinin faktoring gelirlerindeki payının 2021 yılında %23,1, 2022 yılında %23,3, 2023 yılında %22,1, 2024 yılında %20,0 ve 2025 yılında %20,0 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Esas faaliyet giderleri, şube sayısı ve projeksiyonların hazırlandığı dönemdeki Hazine Bonusu faiz oranı beklentileri ile bağlantılıdır. 2021 ve 2022 yıllarında açılacak yeni şubelerin, 2022 yıl sonuna kadar esas faaliyet giderlerini; faktoring gelirleri kadar arttıracığı öngörülmüştür. Takip eden yıllarda ise, bu şubelerin alacakları artmaya devam ederken genel giderlerin ve personel maaşlarının Hazine Bonusu faiz oranı beklentileri ile bağlantılı bir şekilde artması; dolayısıyla esas faaliyet giderlerindeki artışın faktoring gelirlerindeki artıştan düşük kalması öngörülmektedir. Bu doğrultuda, 2022 yılından sonra Şirket'in projeksiyon döneminde artması beklenen alacak seviyesiyle beraber; daha yüksek gelir oluşturarak, faaliyet giderlerinin faktoring gelirlerine oranının düşmesi beklenmektedir.

3.3.2. Bilanço Projeksiyonları

Gelir tablosu projeksiyonuna paralel olarak Fiyat Tespit Raporu'nda, 2021-2025 yılları için aşağıdaki tabloda verilen bilanço projeksiyonları oluşturulmuştur.

TABLO 3. Bilanço Projeksiyonları					
Kalemler \ Yıllar	2021	2022	2023	2024	2025
Dönen Varlıklar	1.517.002	2.075.463	2.499.818	3.006.906	3.449.327
Nakit ve Nakit Benzerleri	15.556	21.282	25.630	30.825	35.358
Faktoring Alacakları	1.500.504	2.052.781	2.472.185	2.973.309	3.410.600
Takipteki Alacaklar	47.114	70.030	100.159	123.617	148.451
Beklenen Zarar Karş. (-)	(46.172)	(68.629)	(98.156)	(120.845)	(145.082)
Duran Varlıklar	79.658	88.563	99.019	113.282	122.633
Maddi Duran Varlıklar	18.932	20.007	20.007	20.007	20.007
Maddi Olm. Duran Varlıklar	483	522	564	609	658
Diğer Aktifler	37.031	42.501	50.361	61.771	67.984
Ertelenmiş Vergi Varlığı	23.212	25.533	28.087	30.895	33.985
Aktif Toplamı	1.596.660	2.164.026	2.598.836	3.120.188	3.571.960
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.399.122	1.962.022	2.383.808	2.882.960	3.310.538
Borçlar	1.302.044	1.830.782	2.171.833	2.635.328	2.958.232
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	75.000	100.000	150.000	150.000	200.000
Ek Fonlama	-	25.938	56.460	91.896	146.341
Diğer Yükümlülükler	7.624	5.303	5.515	5.736	5.965
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7.315	7.412	7.582	7.826	8.147
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	3.172	2.855	2.569	2.312	2.081

Karşılıklar	4.143	4.557	5.013	5.514	6.066
Özkaynaklar	190.224	194.592	207.446	229.402	253.276
Ödenmiş Sermaye	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Yasal Yedekler	7.101	7.101	7.101	7.101	7.101
Kar Yedekleri	6.220	9.263	13.643	20.420	29.529
Geçmiş Yıllar Karları	52.792	52.583	51.245	48.848	46.517
Dönem Net Karı	24.110	25.645	35.457	53.032	70.129
Pasif Toplamı	1.596.660	2.164.026	2.598.836	3.120.188	3.571.960

a) Aktif Toplamı Projeksiyonu

Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla aktif büyüklüğü 1.136.373 bin TL'dir. Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in aktif büyüklüğünün 2020-2025 döneminde %25,7 YBBO ile büyüyerek 3,6 milyar TL seviyesine ulaşması beklenmektedir. Şirket'in aktif toplamında "Faktoring Alacakları" kalemi, en büyük paya sahip olup, 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla aktif toplamının %93,5'ini oluşturmaktadır. İlgili kalemin projeksiyon dönemi boyunca ortalama %94,9 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

b) Faktoring Alacakları ve Takipteki Alacaklar Projeksiyonları

Şirket'in "Faktoring Alacakları", 2019-2020 döneminde %12,3 oranında artış göstererek 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla 1.063.672 bin TL tutarında gerçekleşmiştir. İlgili kalemin 2020-2025 döneminde ise %26,3 YBBO ile büyüyerek projeksiyon dönemi sonunda 3,4 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Şirket, hem şube sayısını 19'dan 30'a çıkararak; hem de dijital uygulaması ÇekPara'yı kullanarak müşteri sayısını arttırmayı hedeflemektedir. 2022 yılında açılması beklenen yeni şubeler ile 2025 yılına kadar 17 bin seviyesine çıkması öngörülen müşteri sayısının, faktoring alacaklarının büyümesine katkı yapması beklenmektedir. 2025 yılındaki 3,5 milyar TL plasman hedefine ulaşılırken, ortalama plasmanı 200 bin TL olan 17 bin müşteri ve şube başına 566 müşteri sayısı hedeflenmektedir. Şubeleşme ve büyüme stratejisine paralel olarak açılacak yeni şubelerin müşteri portföyünün KOBİ'lerden oluşması planlanmaktadır.

Takipteki alacaklar oranı 2020 yılında, bir önceki döneme göre yaklaşık 70 baz puan düşerek %3,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. Şirket, ilgili oranın 2021 yılından sonraki dönemlerde müşteri portföyündeki KOBİ ağırlığının artışına paralel olarak kademeli artacağını ve projeksiyon dönemi sonunda %4,0 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörmektedir.

Şirket'in 2020 yılında takipteki alacakları karşılama oranı %98,0 seviyesinde gerçekleşmiştir. Fiyat Tespit Raporu'nda, projeksiyon döneminin 2021-2023 yıllarında takipteki alacakları karşılama oranının değişmemesi, 2024 ve 2025 yıllarında ise sırasıyla %97,8 ve %97,7 oranına düşmesi öngörülmektedir.

c) Yükümlülükler Projeksiyonları

Borçlar ve ihraç edilen menkul kıymetler, Ulusal Faktoring'in ana fonlama kalemlerini oluşturmaktadır. 2020-2025 döneminde kısa vadeli yükümlülüklerin, Şirket'in fonlama stratejisine paralel olarak %28,0 YBBO ile büyüyerek 2025 sonunda 3,3 milyar TL seviyesine çıkacağı öngörülmektedir.

d) Toplam Krediler ve Ek Fonlama Projeksiyonları

Toplam kredilerin içeriğini borçlar ve ihraç edilen menkul kıymetler oluşturmaktadır. Şirket'in fonlama stratejisine paralel olarak Fiyat Tespit Raporu'nda, faktoring alacaklarının toplam kredilere oranının projeksiyon dönemi içerisinde durağan (stabil) ve ortalama %107,3 seviyesinde olması öngörülmektedir.

Borçlar kaleminin içeriğini mali borçlar ve faktoring borçları oluşturmaktadır. Geçmiş dönemlerde Şirket, fonlamasını faktoring borçları ile sağlarken; projeksiyon dönemi içerisinde mali borçların payının artması planlanmaktadır.

Projeksiyon döneminde ağırlığı artırılması planlanan bir diğer fonlama aracı ise ihraç edilen menkul kıymetlerdir. 2020 yılı sonunda toplam ihraç edilen menkul kıymetler 75,0 milyon TL seviyesindeyken, projeksiyon dönemi içerisinde ilgili kalemin YBBO %44,1 ile büyümesi ve 2025 yılı sonunda 200,0 milyon TL seviyesine ulaşması hedeflenmektedir.

İTY yönteminin uygulanması öngörülen temettü çıkışları sonucunda oluşan ek fonlama ihtiyacı, 2021 yılı ve sonrası için temettü fonlamasına ilişkin borçlar kalemi altında projekte edilmiş ve fonlama maliyeti finansman kalemlerinin ortalama maliyeti üzerinden dikkate alınmıştır.

3.3.3. Diğer Projeksiyonlar

Şirket, 2021 yılında 5 yeni şube açarak toplam şube sayısını 19'a çıkarmış olup, 2021-2025 döneminde şube sayısının 19'dan 30'a artırılması öngörülmüştür. Bunun yanında, Fiyat Tespit Raporu'nda, dijital ÇekPara uygulamasını kullanan müşteri sayısının artırılması suretiyle faktoring alacaklarının büyümesine katkı sağlanması beklenmektedir. Projeksiyon dönemi için Şirket, ortalama plasmanı 200 bin TL olan 17 bin müşteri ve şube başına 566 müşteri sayısını hedeflemektedir. Şubeleşme ve büyüme stratejisine paralel olarak açılacak yeni şubelerin müşteri portföyünün KOBİ'lerden oluşması planlanmıştır.

Ayrıca, Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma neticesinde Şirketimizin sektör medyan betası 0,80 ve 10 yıllık Devlet Tahvilinin vadeye kadar getiri oranının son bir aylık ortalaması olan %16,6 risksiz getiri oranı olarak hesaplamada dikkate alınmıştır. Piyasa risk priminin %6,5 olarak öngörülmesi sonucunda, Şirketimizin özsermaye maliyeti %21,8 olarak hesaplanmıştır.

4. DEĞERLENDİRME

Fiyat Tespit Raporunun hazırlandığı 17 Eylül 2021 tarihinden, işbu Rapor'un kamuya açıklandığı 14 Mart 2022 tarihine kadar geçen sürede Şirketimiz, 28 Şubat 2022 tarihinde, "1 Ocak - 31 Aralık 2021 Hesap Dönemine Ait Bağımsız Denetim'den geçmiş Finansal Tablolar dipnotlar ile Faaliyet Raporu'nu kamuya açıklamış olup, söz konusu finansal raporlar çerçevesinde Şirketimiz paylarının halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşmesine ilişkin değerlendirmelerimiz aşağıda sunulmaktadır.

a) 2021 Yılıın On İki Aylık Sonuçlarının Önceki Döneme Göre Değerlendirilmesi

Şirketimiz paylarının 11 Kasım 2021 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından 2021 yılı 12 aylık finansal tabloları 28 Şubat 2022 tarihinde açıklanmıştır. Açıklanan finansal tablolara ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

TABLO 4. Özet Gelir Tabloları					
Gelir Tablosu \ Dönem	31.12.2019 (Bin TL)	31.12.2020 (Bin TL)	31.12.2021 (Bin TL)	% Değişim (31.12.2019- 31.12.2020)	% Değişim (31.12.2020- 31.12.2021)
Factoring Gelirleri	260.791	186.192	371.646	-28,6	99,6
Finansman Giderleri (-)	-158.001	-113.803	-249.938	-28,0	119,6
Brüt Kâr	102.790	72.389	121.708	-29,6	68,1
Esas Faaliyet Giderleri (-)	-61.625	-71.978	-88.954	16,8	23,6
Brüt Faaliyet Kârı	41.165	411	32.754	-	7.869,3
Diğer Faaliyet Gelirleri	4.159	9.832	6.464	136,4	-34,3
Takipteki Alacaklara İlişkin Özel Karşılıklar (-)	-20.688	-5.059	-11.822	-75,5	133,7
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-160	-145	-665	-9,4	358,6
Net Faaliyet Kâr / (Zarar)	24.476	5.039	26.731	-79,4	430,5
Cari Vergi Karşılığı	-4.006	-3.441	-15.817	-14,1	359,7
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-1.663	979	11.087	-	1.032,5
Dönem Kâr/Zarar	18.807	2.577	22.001	-86,3	753,7

TABLO 5. Özet Bilançolar					
Bilanço \ Tarih	31.12.2019 (Bin TL)	31.12.2020 (Bin TL)	31.12.2021 (Bin TL)	% Değişim (31.12.2019- 31.12.2020)	% Değişim (31.12.2020- 31.12.2021)
VARLIKLAR					
Dönen Varlıklar	950.908	1.074.916	1.525.528	13,0	41,9
Nakit, Nakit Benzerleri ve Merkez Bankası	3.118	11.429	23.717	266,5	107,5
İtfa Edilmiş Maliyeti ile Ölçülen Finansal Varlıklar (Net)	947.790	1.063.487	1.501.811	12,2	41,2
Faktoring Alacakları	945.964	1.062.672	1.498.139	12,3	41,0
Takipteki Alacaklar	42.607	40.339	53.738	-5,3	33,2
Beklenen Zarar Karşılıkları / Özel Karşılıklar (-)	-40.781	-39.524	-50.066	-3,1	26,7
Duran Varlıklar	53.179	61.457	87.391	15,6	42,2
Maddi Duran Varlıklar (Net)	19.066	18.004	20.381	-5,6	13,2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	380	310	804	-18,4	159,4
Ertelenmiş Vergi Varlığı	15.503	16.418	27.505	5,9	67,5
Diğer Aktifler	18.230	26.725	38.701	46,6	44,8
TOPLAM VARLIKLAR	1.004.087	1.136.373	1.612.909	13,2	41,9
YÜKÜMLÜLÜKLER					
Alınan Krediler	797.647	909.641	1.271.419	14,0	39,8
Faktoring Borçları	1.249	1.636	3.488	31,0	113,2
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	4.298	2.962	4.424	-31,1	49,4
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	26.290	32.224	31.633	22,6	-1,8
Karşılıklar	3.528	3.919	5.101	11,1	30,2
Cari Vergi Borcu	552	3.237	7.966	486,4	146,1
Diğer Yükümlülükler	7.240	16.640	24.080	129,8	44,7
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	840.804	970.259	1.348.111	15,4	38,9
ÖZKAYNAKLAR					
Ödenmiş Sermaye	100.000	100.000	133.500	0,0	33,5
Sermaye Yedekleri	7.101	7.101	50.230	0,0	607,4
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Gelir	-1.614	-1.360	-1.296	-15,7	-4,7
Kâr Yedekleri	4.747	4.747	4.747	0,0	0,0
Kâr veya Zarar	53.049	55.626	77.627	4,9	39,6
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	163.283	166.114	264.808	1,7	59,4
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR VE YÜKÜMLÜLÜKLER	1.004.087	1.136.373	1.612.909	13,2	41,9

Şirketimizin 2021 yılının on iki aylık finansal sonuçlarına göre brüt karı, bir önceki yılın aynı dönemine göre %68,1 artarak 121,7 milyon TL'ye çıkmıştır. 2020 yılının on iki aylık döneminde 411 bin TL brüt faaliyet karı varken, 2021 yılının on iki ayında 32,8 milyon TL brüt faaliyet karı gerçekleşmiştir. 2020 yılında brüt faaliyet karının genel trendin dışında gelişmesinin nedenleri; Kamu Bankalarının piyasaya sağladığı krediler dolayısıyla düşen faiz oranları, rekabetçi piyasa şartları ve Covid-19 nedeniyle azalan ticaret hacmi. Bu nedenlere ekleyeceğimiz bir uygulama da, 2020 yılı içinde bankalara uygulanıp, yıl sonunda yürürlükten kaldırılan "Aktif Rasyosu"dur. Bu rasyonun amacı bankaların piyasayı daha yüksek oranda fonlamasını sağlamaktı, ancak bu rasyo faktoring şirketlerini kapsamadığı için faktoring şirketlerinin piyasa faizinden daha yüksek oranda borçlanmalarına ve daha yüksek finansman giderine maruz kalmalarına neden olmuştur. 2021 yılında ise Şirket eski normaline dönmüş ve 2021 yılının on iki aylık dönemini 32,8 milyon TL brüt faaliyet karı, 1.612,9 milyon TL aktif büyüklük ve 264,8 milyon TL özkaynak büyüklüğüyle tamamlamıştır.

2021 yılının on iki ayında, özkaynak kârlılık oranı %11,6, aktif karlılık oranı ise %1,6 seviyesinde oluşmuştur. Şirket'in 2021 yılının dördüncü çeyrek sonuçları bir önceki yılın aynı dönemi ile kıyaslandığında, karlılık ve büyüme ölçütlerinde güçlü bir artış ve iyileşme kaydettiği gözlenmektedir. Bu iyileşmenin sebeplerini kısaca özetlemek gerekirse, ekonomideki büyümenin iş hacmine olumlu etkisi, yeni işlemlerdeki spread artışı ve Kasım 2021'deki halka arz ve sermaye artırımını dolayısıyla Şirket'e sağlanan nakit girişidir.

b) 2021 Yılında On İki Aylık Sonuçlarının Şirketimizin 2021 Yılı İçin Öngörülen Projeksiyonuna Göre Değerlendirilmesi

Fiyat Tespit Raporu'nda 2021 yılının tümü için öngörüler hesaplanırken 2021 yılının ilk yarısındaki veriler kullanılmıştır. Buna karşın, Fiyat Tespit Raporu 2021 yılının Eylül ayı içerisinde imzalandığından 2021 yılı için kullanılan varsayımların belirlenmesinde Şirketimizin Ağustos 2021 itibarıyla gerçekleşmeleri dikkate alınabilmektedir.

Şirketimizin Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından yazılan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan gelir tablosu projeksiyonları ve 2021 yılı Aralık ayı itibarıyla gerçekleşmeler takip eden tabloda verilmektedir.

TABLO 6. 2021-12 Dönemi Gelir Tablosu Gerçekleşmeleri

Gelir Tablosu \ Dönem	2020 (Gerçekleşen) (Bin TL)	2021 (Tahmini) (Bin TL)	2021 (Gerçekleşen) (Bin TL)	Gerçekleşme Oranı (%) (2021/2021)
Factoring Gelirleri	186.192	376.973	371.646	98,6
Finansman Giderleri (-)	-113.803	-258.500	-249.938	96,7
Brüt Kâr	72.389	118.473	121.708	102,7
Esas Faaliyet Giderleri (-)	-71.978	-87.263	-88.954	101,9
Brüt Faaliyet Kârı	411	31.210	32.754	104,9
Diğer Faaliyet Gelirleri	9.832	3.940	6.464	164,1
Takipteki Alacaklara İlişkin Özel Karşılıklar (-)	-5.059	-7.413	-11.822	159,5
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-145	-53	-665	1.254,7
Net Faaliyet Kâr / (Zarar)	5.039	27.685	26.731	96,6
Cari Vergi Karşılığı	-3.441	-3.575	-15.817	-
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gider Etkisi	979	-	11.087	-
Dönem Kâr/Zarar	2.577	24.110	22.001	91,3

Fiyat Tespit Raporu'nda 2021 yıl sonu için öngörülen factoring gelirlerinin ve finansman giderlerinin sırasıyla %98,6 ve %96,7'si 2021 yıl sonunda gerçekleşmiş bulunmaktadır. Ayrıca, 2021 yılı brüt karının 118,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmüş ve yıl sonunda brüt kar beklentisi %102,7 seviyesinde karşılanmıştır. Diğer faaliyet gelirleri ve takipteki alacaklara ilişkin özel karşılıklarının gerçekleşme oranları ise yılın on iki ayında sırasıyla %164,1 ve %159,5 seviyesindedir. 2021 yılının on iki aylık finansal sonuçlarına göre takipteki alacak tahsilatları 1,3 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Tahsilatlar ilave edildiği takdirde takipteki alacaklara ilişkin özel karşılıklar (net) 10,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiş olup, beklentinin %142,2'sini karşılamıştır. Şirket 2022 mali yılına önlem almak için ilgili dönemde daha ihtiyatlı davranmıştır.

Sonuç olarak, 2021 yılının on iki aylık finansal sonuçlarına göre vergi öncesi net kar 26,7 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiş olup, beklentinin %96,6'sını karşılamıştır. Bu kapsamda Şirketimizin net dönem karı 22,0 milyon TL ile 2021 yılı için tahmin edilen 24,1 milyon TL'nin %91,3'ü oranında gerçekleşmiştir.

Şirketimizin Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından yazılan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilanço projeksiyonları ve 2021 yılı Aralık ayı itibarıyla gerçekleşmeleri ise Tablo 7'de özetlenmektedir.

TABLO 7. 31.12.2021 Tarihi İtibarıyla Bilanço Gerçekleşmeleri				
Bilanço \ Dönem	31.12.2020 (Gerçekleşen) (Bin TL)	31.12.2021 (Tahmini) (Bin TL)	31.12.2021 (Gerçekleşen) (Bin TL)	Gerçekleşme Oranı (%) (31.12.2021/31.12.2020)
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	1.074.916	1.517.002	1.525.528	100,6
Nakit, Nakit Benzerleri ve Merkez Bankası	11.429	15.556	23.717	152,5
Faktoring Alacakları	1.062.672	1.500.504	1.498.139	99,8
Takipteki Alacaklar	40.339	47.114	53.738	114,1
Beklenen Zarar Karşılıkları/Özel Karşılıklar (-)	-39.524	-46.172	-50.066	108,4
Duran Varlıklar	61.457	79.658	87.391	109,7
Maddi Duran Varlıklar (Net)	18.004	18.932	20.381	107,7
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	310	483	804	166,5
Ertelenmiş Vergi Varlığı	16.418	23.212	27.505	118,5
Diğer Aktifler	26.725	37.031	38.701	104,5
TOPLAM VARLIKLAR	1.136.373	1.596.660	1.612.909	101,0
YÜKÜMLÜLÜKLER				
Alınan Krediler	909.641	1.302.044	1.271.419	97,6
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.962	3.172	4.424	139,5
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	32.224	75.000	31.633	42,2
Karşılıklar	3.919	4.143	5.101	123,1
Diğer Yükümlülükler	21.513	22.077	35.534	161,0
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	970.259	1.406.436	1.348.111	95,9
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	166.114	190.224	264.808	139,2
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR VE YÜKÜMLÜLÜKLER	1.136.373	1.596.660	1.612.909	101,0

Faktoring alacakları ve takipteki alacaklar, Fiyat Tespit Raporu'nda 2021 yılı için öngörülen değerlerinin 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla sırasıyla %99,8 ve %114,1 seviyesine ulaşmıştır. Ayrıca 2021 yılının toplam varlıkları 1.596,7 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmüş ve yıl sonunda toplam varlıklar beklentisi %101,0 seviyesinde karşılanmıştır. Alınan krediler, kiralama işlemlerinden borçlar ve ihraç edilen menkul kıymetler (net) gerçekleşme oranları ise 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla sırasıyla %97,6, %139,5 ve %42,2 düzeyindedir. 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla toplam özkaynaklar 264,8 milyon TL seviyesinde gerçekleşerek beklentinin %139,2'sini karşılamıştır. Ayrıca Şirketimiz 2021 yılında 5 yeni şube açarak toplam şube sayısını 19'a çıkarmıştır.

Bu bağlamda, Şirketimizin 2021 yıl sonunda elde ettiği faaliyet sonuçlarının 2021 yılı hedefleri ile uyumlu olduğu; hatta Fiyat Tespit Raporu'nda öngörülen 2021 yılı verilerini özellikle bilanço kalemlerinde olmak üzere yakalayarak geçmiş olduğu görülmektedir.

Ayrıca son dönemde Rusya-Ukrayna savaşının piyasalara getirdiği belirsizlik Şirketimizin faaliyetlerini doğrudan etkilememiş olmakta birlikte, piyasalardaki değişkenliğin (volatilité) azalmaması ve önümüzdeki dönemde de devam edecek olması halinde, beklentilerimizin bozulabileceği ve projeksiyonların gerçekleşmesinin etkilenebileceği değerlendirilmektedir.

İşbu Rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29 uncu maddesinin beşinci fıkrası uyarınca Şirketimiz Yönetim Kurulu tarafından hazırlanmıştır.

Saygılarımızla,

Ulusal Faktoring A.Ş. Yönetim Kurulu