

3.2.3 Mali Yapı Oranları

Şirket'in kaldıraç oranı 2021 yılında %45,2, 2022 yılsonunda azalan yükümlülüklerle karşın aktiflerdeki artış oranına bağlı olarak %21,5 seviyesine gerilemiş, toplam yükümlülüklerdeki artışa bağlı olarak ise 2023 yılı sonunda %28,9 seviyesine ve 2024/09 döneminde ise %33,5 seviyesine yükselmiştir.

Rasyolar	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Aktifler)	45,2%	21,5%	28,9%	33,5%
Özkaynak/Aktif Toplamı	46,4%	62,5%	51,4%	48,7%
Faaliyet Brüt Kar Marjı	71,5%	83,8%	82,6%	63,2%
Net Faaliyet Kar marjı	59,5%	67,2%	69,9%	51,2%
Net Kar Marjı	46,8%	52,7%	46,5%	35,8%
Aktif Karlılığı	37,2%	46,3%	48,5%	32,5%
Özsermaye Karlılığı	90,9%	81,9%	89,5%	65,4%

Kaynak: Şirket'in Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Rapor ve Tabloları, Şeker Yatırım

Şirket'in özkaynaklarının toplam aktiflere oranı (standart oran) ise son yıllarda net kar rakamındaki artış sonrası artan özkaynak büyüklüğüne bağlı olarak 2021 yılında %46,4, 2022 yılında %62,5 seviyesine yükselmiş, 2023 yılsonunda %51,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in özkaynaklarının toplam aktiflere oranı 2024/09 döneminde ise %48,7 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2021 yılında %37,2 ve %90,9 seviyelerinde bulunan aktif ve özsermaye karlılığı 2022 yılında %46,3 ve %81,9 seviyesinde yükselirken, 2023 yılsonu itibarıyla %48,5 ve %89,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in aktif ve özsermaye karlılığı 2024/09 döneminde ise sırasıyla %32,5 ve %65,4 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Net kar rakamındaki artış aktif ve özsermaye karlılığındaki artışta etkili olmuştur.

4 Sektör

Varlık yönetim sektörü dünyada olduğu gibi Türkiye'de de genç olarak nitelendirilebilecek, 20 yıllık geçmişe sahip bir sektördür. BDDK lisansı ile faaliyet gösteren varlık yönetim şirketleri, Bankacılık Kanunu ve VYŞ Yönetmeliği ile BDDK düzenleme ve denetimine tabi olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.

30.09.2024 mali dönem itibarıyla Türkiye'de 28 varlık yönetim şirketi aktif olarak faaliyet göstermektedir. Rapor tarihi itibarıyla varlık yönetim şirketi 28 adet seviyesindedir. Kaynak : (<https://www.bddk.org.tr/Kurulus/Liste/82>)

Sektörün temel olarak fayda sağladığı bankalar ve borçlular olmak üzere iki ana grup bulunmaktadır:

Bankalara sağlanan temel faydalar 3 başlıkta toplanabilir;

- (i) Banka bilançolarının sorunlu kredilerden arındırılması ile TGA rasyolarının düşmesi, sermaye yeterlilik rasyolarının güçlenmesi, kredi notlarının olumlu etkilenmesi ve fonlama maliyetlerinin de iyileştirilmesi,
- (ii) TGA dosyalarının hem tahsilat hem de hukuki takip gibi operasyonel yükünün bankalardan devir alınması,
- (iii) Bankaların esas faaliyet kolu olan mevduat toplama ve kredi tahsisi vb. alanlarına odaklanmasında yardımcı olunması.

Borçlular için sağlanan faydalar ise 4 ana başlıkta toplanabilir;

ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Genel Müdürü
Büyükdere Cad. No: 17 / Kat: 9 / Beşiktaş / İstanbul / TÜRKİYE
Tic. Sic. No: 273493 / Ş. Sic. No: 273493 / M. Sic. No: 273493
Bogaziçi Kurumlar D. No: 008 4385
Ticaret Sic. No: 388810-0

- (i) Daha esnek, uzun vadeli ve geniş indirim olanakları olan yeniden yapılandırma işlemlerinin gerçekleştirilmesi,
- (ii) Sektöre sağlanan vergi istisnaları sayesinde daha düşük maliyetli çözüm olanaklarının sunulması
- (iii) Borçların konsolide olmasının etkisi ile daha az taraf ile daha etkin ve mümkün çözümlerin hayata geçirilmesi
- (iv) Risk Merkezi ile entegrasyon sayesinde borç kapatıldığında kredi sicilinde bilgilerin günlük olarak güncellenmesi, borçluların finansal sisteme geri kazandırılması.

4.1 Varlık Yönetim Sektörü Avantajları

4.1.1 Bankacılık Sektörü Büyüyen TGA Büyüklüğü

Varlık yönetim sektörü kuruluşundan bugüne yüksek bir ivme ile büyümüştür. Finansal Kurumlar Birliği (FKB) tarafından varlık yönetim şirketlerine yönelik hazırlanan 30.09.2024 tarihli Özet VYŞ Sektör Raporu'na göre 2011 - 2024/09 dönemi arasında yaklaşık 126,5 milyar TL tutarında TGA satışı gerçekleşmiştir.

FKB sektör konsolide verilerine göre 2011-2024/09 itibariyle yaklaşık 22,2 milyar TL toplam yatırım tutarı ile bankacılık sektörüne kaynak yaratmıştır. FKB'nin Eylül 2024 raporlarına göre çözümlenen alacaklar sonrasında 103,5 milyar TL yönetilmeye devam eden kalan anapara tutarı bulunurken yaklaşık 6,0 milyon bireysel nitelikli müşteri ve yaklaşık 726 bin ticari nitelikli müşteri bulunmaktadır.

Sektör konsolide bilanço verileri için kaynaklar:

<https://www.fkb.org.tr/raporlar-ve-yayinlar/raporlar/varlik-yonetim-sektor-raporlari/>

<https://www.bddk.org.tr/BultenAylıkBdmk/tr/Gosterim/VYS>

2022 yılı itibariyle pandemi sonrası durgun geçen pazar hareketlenmeye başlamış olup; FKB sektör raporlarına göre 2021, 2022, 2023 ve 30.09.2024 döneminde sırasıyla satışı yapılan TGA portföyleri 5,7 milyar TL, 11,7 milyar TL, 14,1 milyar TL, 32,0 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılının kalanında ve ilerleyen yıllarda satışların artarak devam etmesi beklenmektedir. Rapor tarihi itibariyle yapılan toplam TGA satış hacmi 36,5 milyar TL'dir.

Sektör, yakaladığı büyüme ivmesini önümüzdeki yıllarda da korumasını destekleyen güçlü dinamiklere sahiptir. Bu dinamikler kısaca aşağıda özetlenmiştir;

- Bankacılık sektöründeki büyümeye paralel TGA hacminin arttığı görülmektedir. 2014 yılsonu itibarıyla 36,4 milyar TL olan TGA tutarı 30.09.2024 itibariyle 264,0 milyar TL'ye yükselmiştir.

(Kaynak: <https://www.bddk.org.tr/BultenAylık>)

Takipteki Krediler(Milyar TL)&Satılan TGA



Kaynak: Takipteki krediler verisi :BDDK Bankacılık Sektör verileri, <https://www.bddk.org.tr/BultenAylık>

Satılan TGA verisi:FKB 2024/09 VYŞ Sektör Özet Raporu. Bu rapor FKB üyesi varlık yönetim şirketleri ile paylaşılan bir rapordur ilerleyen tarihlerde FKB 'nin resmi internet sayfasında paylaşılacaktır. <https://www.fkb.org.tr/raporlar-ve-yayinlar/raporlar/varlik-yonetim-sektor-raporlari/>

Bankaların TGA portföyü satışları 2008 yılında başlamıştır. Bu dönemde kamu bankaları ise sadece 2 kez satış gerçekleştirmiştir. Gelecek dönemde kamu bankalarının TGA satışlarına başlamalarının sektörün büyümesi açısından önemli bir fırsat yaratacağı düşünülmektedir.

TGA oranlarında yaşanan stabil seyre rağmen bankaların ayırdıkları zarar karşılıklarında artış devam etmektedir. 2023 yılının ilk 6 ayında beklenen zarar karşılıkları %12,0 artış göstermiştir. Bu artıştaki en önemli kalem bankaların raporlama döneminden sonraki 12 ay içinde temerrüde düşmesi mümkün alacaklar için ayırdığı karşılıklardır. Bu rakam ilk 6 ayda %32,2 artış göstermiştir. Bu durum bankaların 2023/06 döneminde daha ihtiyatlı davrandığını göstermektedir. Ayrılan karşılıkların son bir yıllık artışı ise daha dikkat çekicidir. Bankaların 2022/06 -2023/06 döneminde temerrüde düşmesi mümkün alacaklar için ayırdığı karşılıklardaki bir yıllık artış %117,3 iken, kredi riskinde önemli artış olan müşteriler için ayırmış olduğu karşılıklardaki artış %47,6 olarak gerçekleşmiştir. TFRS 9 kapsamında ayrılan bu karşılıkların toplam kredilere oranı 2022 yılsonu itibariyle %3,01 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran 2018 yılından bu yana en yüksek oran olarak gerçekleşmiştir.

Kaynak: <https://turkrating.com/files/uploads/npl-gelismeler-kasim-2023-1367.pdf>

Temmuz 2019 da Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun “Karşılıklar, teminatlar ve kayıttan düşme” başlıklı 54 üncü maddesinde bankaların “kayıttan silmeye ilişkin uygun politikaları oluşturmak ve uygulamak, bunları düzenli olarak gözden geçirmek, tüm bu hususları icra edebilecek gerekli yapıları tesis etmek ve işletmek kaydıyla” TFRS’ye göre kredilerini kayıtlarından düşebilmelerini hüküm altına almıştır. Bu düzenleme sonrasında aktiften silinen kredilerde ciddi artışlar olduğu gözlenmiştir.

Kaynak: <https://turkrating.com/files/uploads/npl-gelismeler-kasim-2023-1367.pdf>

TGA satışları artık belirli bir sistem ve süreç dahilinde gerçekleştirilmekte olup; finansal sistemin ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir. Amerika ve Avrupa gibi daha gelişmiş ve uzun tarihçesi olan varlık yönetim sektörüne sahip pazarlar dikkate

alındığında TGA satış süreçlerinin portföyün daha erken gecikme dönemlerine doğru genişlemesi beklenebilir.

- **Regüle edilen bir sektör olması, sektörün işleyişine güveni arttırmaktadır.** Bu güven, sektörün sürdürülebilirliğini ve güçlü nakit akışını desteklemektedir. Regülasyon, beklenen yüksek standartları sağlayan varlık yönetim şirketleri için uygun bir yatırım ortamı sağlamaktadır. Yüksek operasyonel, finansal ve kurumsal yönetim standartları aynı zamanda yüksek bir sektöre giriş bariyeri de oluşturmaktadır. Sümer Varlık regülasyonlar ile uyumlu bir şekilde ve yüksek standartlarla çalışmaktadır. BDDK tarafından 14.07.2021 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe konulan VYŞ Yönetmeliği ile mevcut standartlar yükseltilmiştir. Bu standartlar aynı zamanda söz konusu düzenlemelere uymakla yükümlü olan varlık yönetim şirketlerinin itibarını yükselten ve koruyan bir etkiye sahiptir.

- **Finansal ekosistemin sağlıklı çalışması için önemli bir fonksiyonu yerine getirmektedir.** Bankacılık sektörü bilançolarına bakıldığında, banka bilançolarının taşıdığı kredi hacimlerinde çoğunluk sağlıklı ve canlı kredi müşterilerinin oluşturduğu görülmektedir. Takipteki kredilerle, yani borçlarını ödemekte zorlanan müşterilerle, canlı kredi müşterilerinin bankalarda aynı operasyonel süreçler dahilinde takip edilmesinin, takipteki borçlularla uzun vadeli, esneklik ve yeniden yapılandırmalar sağlanabileceği için canlı kredi müşterisinde kredi ödeme davranışlarında bozulmaya yol açma riski bulunmaktadır. Bu alacakların varlık yönetim şirketi çatısı altında yapılması durumunda bu risk ortadan kalkmaktadır.

Sektör hem ekonomik daralma hem de büyüme dönemlerinde karlı bir iş modeline sahiptir.

Toplam Krediler (Milyar TL) & Tahsili Gecikmiş Alacak Oranları



TGA Oranı : Takipteki Krediler in Toplam Kredilere oranını ifade eder.

Kaynak: Toplam kipteki krediler verisi :BDDK Bankacılık Sektör Verileri, <https://www.bddk.org.tr/BultenAylik>

Bankacılık sektörü TGA oranları artış dönemlerinde TGA portföyü ihalelerinin arttığı dönemler olarak göze çarpmakta ve bu artış VYŞ sektörü firmaları için yatırım fırsatlarının arttığı dönemler olmaktadır. Örnek olarak; bankacılık bilançolarında 2017 yılı TGA oranı %3 iken, 2018 yılında bu oran %3,8'e yükselmiştir (TGA'lar yaklaşık %30 artış göstermiştir). Bu dönemi takip eden 2019 yılında ise TGA satışı bir önceki döneme göre %33 artış göstermiştir. Bu dönemler varlık yönetim şirketleri için yatırım fırsatlarının arttığı bir dönem olarak ortaya çıkmaktadır. Öte yandan TGA oranları 2019 yılından itibaren düşme eğilimindedir. 2019 yılında %5,7 seviyesine yükselen TGA oranı

2020 yılında %4,3'e, 2021 yılında %3,3 ve 2022 yılında ise %2,2 seviyesine 2023 yılında %1,6 seviyesine gerilemiştir. BDDK Bankacılık Sektörü Konsolide bilanço verilerine göre TGA oranları 30.09.2024 itibariyle %1,8 seviyelerinde bulunmaktadır.

Toplam TGA Satış Hacmi (Milyar TL -Kümülatif)



Kaynak: BDDK Bankacılık Sektör verileri, FKB 2024/09 kapanış verileri ve 2024/09 itibariyle kamuya açıklanan ihale verileri eklenerek bulunmuştur. (Kamuya açık olmayan tekil veriler dahil değildir.)

Banka bilançolarda artan TGA'ların çözülmesi için 2020 yılında da satış beklenmekteyken Covid-19 döneminde alınan ekonomik tedbirler ve BDDK tarafından getirilen kredi sınıflandırmasına ilişkin borç erteleme tedbirleri ile bu süreç belirli bir süre ile ertelenmiş olup, sektör 2020 yılını durağan geçirmiştir.

BDDK tarafından alınan 17.03.2020 tarih ve 8948 karar gereği uygulamaya konulan değişiklik;

“Ülkemiz de dâhil olmak üzere birçok ülkeye yayılan COVID-19 salgını neticesinde ekonomik ve ticari faaliyetlerde oluşan aksaklıklar nedeniyle, Kredilerin Sınıflandırılması ve Bunlar İçin Ayrılacak Karşılıklara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmeliğin 4 üncü ve 5 inci maddeleri kapsamında kredilerin donuk alacak sınıflandırılması için öngörülen 90 gün gecikme süresinin, bu Kurul Kararı tarihi itibariyle Birinci ve İkinci Grupta izlenen krediler için 31.12.2020 tarihine kadar 180 gün olarak uygulanmasına ve 90 günlük gecikmeye rağmen İkinci Grupta sınıflandırılmaya devam olunan krediler için ayrılacak karşılıkların, bankaların TFRS 9 kapsamında beklenen kredi zararının hesaplanmasında kullandıkları kendi risk modellerine göre ayırmalarına devam olunmasına, - Anılan Yönetmeliğin 4 üncü maddesinin birinci fıkrasının (c) bendinin beşinci alt bendinin 31.12.2020 tarihine kadar uygulanmamasına, Bu kararın Kuruluş Birliklerine duyurulmasına ve Kurum internet sitesinde yayımlanmasına karar verilmiştir.” Şeklinde uygulanmaya başlamıştır. BDDK tarafından 9795 nolu ve 16.09.2021 tarihli karar gereği bu uygulama 30.09.2021 itibariyle sonlandırılmıştır.

(8948 nolu karar için Kaynak <https://www.bddk.org.tr/Mevzuat/DokumanGetir/775>)

(9795 nolu karar için Kaynak <https://www.bddk.org.tr/Mevzuat/DokumanGetir/1059>)

2021 yılsonunda TGA satışları tekrar artmaya başlamıştır. 2023 senesi ve Eylül 2024 dönemi itibariyle TGA satışları artarak devam etmektedir.

milyar TL	Bireysel Segment TGA Satışları	Kobi/Ticari/Kurumsal TGA Satışları	Toplam
2021	33,2	35,2	68,4
2022	37,4	42,6	80,00
2023	46,2	48,3	94,5
2024/09	68,0	58,5	126,5

Kaynak: 2021 Yılı verileri 2020 PWC Türkiye Tahsili Gecikmiş Alacaklar Satış Pazarı raporu verilerine kamuya açık ihale bilgileri eklenerek elde edilmiştir. (Kamuya açık olmayan tekil veriler bilinmemektedir).

Toplam TGA Satış Hacmi verisi: 2024 Eylül verileri Finansal Kurumlar Birliği Eylül 2024 VYŞ Sektör Özet raporu verilerine kamuya açık ihale bilgileri eklenerek bulunmuştur. (Kamuya açıklanmayan ihale bilgileri bilinmemektedir).

Ekonomik toparlanma ve takip eden büyüme dönemlerinde ise tahsilat performansındaki artış, portföy ve şirket karlılığı üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır.

Sektörün temel büyüme dinamiklerine ek olarak 2021, Mart ayında açıklanan Reform Paketi'ndeki iki başlığın da mevcut ve yeni oluşacak TGA stokunun çözümüne ek bir ivme kazandırdığı gözlemlenmektedir. Bu paket kapsamındaki 2 başlık Varlık Yönetim Sektörü için çok önemlidir: (i) Bankacılık Aktif Kalitesinin Arttırılması (ii) Varlık Yönetim Şirketlerinin Kapasitesinin Güçlendirilmesi. Reform Paketi ile finans sektörünün alacak satışlarının daha da kolaylaşarak artması ve aynı zamanda sektöre yabancı yatırımcı ilgisinin artması beklenmektedir.

Reform paketi ile birlikte;

- VYŞ'lerin Finansal Kurumlar Birliği'ne üye olması sağlanmıştır.
- VYŞ'lerin daha güçlü bir yapı içerisinde faaliyet göstermeleri için 14 Temmuz 2021 tarihinde Resmi Gazete'de VYŞ Yönetmeliği yayımlanmış olup, anılan yönetmelikle VYŞ'lerin; zorunlu ödenmiş sermayelerinin artırılarak daha güçlü bir mali yapıya sahip olmaları, mali ve finansal işleyişleri ile müşteri ilişkilerinde uygulanacak esaslar ve TGA satış süreçlerinin dizayn edilmesiyle daha sağlam bir yapı içinde yer almaları sağlanmıştır.

Ayrıca, 03.11.2022 tarihinde Türkiye Büyük Millet Meclisi'nde 7420 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun kabul edilmiştir. Söz konusu kanun, 09.11.2022 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak, yayımı tarihinde yürürlüğe girmiştir. Anılan kanunun Geçici 3. Maddesi uyarınca, varlık yönetim şirketlerince, bankalardan 15.08.2022 tarihi (bu tarih dahil) itibarıyla devir ve temlik alınan ve anılan kanunun yürürlüğe girdiği tarih itibarıyla anapara takip bakiyesi 2.500 Türk lirası ve altında bulunan bireysel nitelikli her türlü kredi sözleşmesinden kaynaklı alacakların anapara takip bakiyesinin yarısı; kalan anapara, faiz, masraf, vekalet ücretleri ve benzeri alacaklarının takibinden feragat etmeleri şartı ile Hazine ve Maliye Bakanlığı bütçesinden TSMF'ye aktarılan tutardan TSMF'nin iştiraki olan varlık yönetim şirketi aracılığı ile ödenir. Bu kapsamda tasfiye edilecek tutar bir gerçek kişinin tüm varlık yönetim şirketlerine olan borç toplamı dikkate alınarak tespit edilir. Kapsama giren alacaklara karşılık maddenin yürürlüğe girdiği tarihten sonra varlık yönetim şirketlerince yapılmış tahsilatlar bu şirketlerce iade edilir. Şirket tarafından yapılan analizde ilgili düzenleme ile Hazine ve Maliye Bakanlığı bütçesinden karşılanacak olan 2.500 TL ve altında bulunan bireysel nitelikli borç tutarının 25,6 milyon TL anapara borcu bulunmaktadır. Şirketin ilgili borca karşı bu düzenleme ile yaklaşık 12,8 milyon TL tutarında tahsilat sağlanması beklenmektedir.

4.1.2 Sümer Varlık'ın Sektördeki Konumu ve Avantajları

Sümer Varlık, Bankacılık Kanunu, VYŞ Yönetmeliği ve diğer ilgili mevzuata göre ve BDDK gözetim ve denetimine uygun olarak, varlık yönetim sektöründe faaliyet göstermektedir.

30.09.2024 tarihli BDDK sektör verilerine göre;

(<https://www.bddk.org.tr/BultenAylıkBdmk/tr/Gosterim/VYSBasitRaporGetir>)

Sektörün toplam aktif büyüklüğü 29,4 milyar TL olurken Şirketin bilanço aktif büyüklüğündeki 2,5 milyar TL'dir. Şirketin aktif büyüklüğüne göre sektör içindeki payı %8,6'dır.

Sektörün toplam faiz geliri 13.018 milyon TL olup Şirket'in toplam faiz geliri 1.312 milyon TL ve sektör içindeki payı %10,1'dir.

Sektörün toplam net karı 3.116 milyon TL olup Şirket'in net karı 469.475 bin TL ve sektör içindeki payı %15,1'dir.

30.09.2024 itibariyle sektörde toplam personel sayısı 2.393 adet olup Şirket'in personel sayısı ise 188'dir.

Sümer Varlık konusunda uzmanlaşmış dahili tahsilat, hukuk birimleri ve tüm Türkiye'ye yayılmış sözleşmeli hukuk bürosu ağı ile tüm borçlularla iletişime geçerek hukuki işlem yapabilmektedir. Şirket'in; alacaklısı olduğu borçlular için UYAP üzerinden aktif malvarlığı ve teminat sorgulaması, MERNİS (Merkezi Nüfus İdare Sistemi)- MERSİS (Merkezi Sicil Kayıt Sistemi) sorgularını sistematik yapabilme, Risk Merkezi üyesi olması sebebiyle borçlu memzuç riski bilgilerini ve iletişim bilgilerini edinme yetkisi bulunmaktadır.

Sümer Varlık kuruluş tarihi itibariyle ağırlıklı portföy alımlarını 2016-2019 seneleri arasında gerçekleştirmiştir (2016-2019 periyodunda alınan toplam TGA anapara büyüklüğü 4.329 milyon TL'dir). Bu periyod Şirket için Varlık Yönetim Sektörü'nün hızlı büyüdüğü TGA Portföy ihalelerinin hızla arttığı yatırımlar ve artan arz ile birlikte maliyet avantajı yarattığı bir dönem olmuştur.

VYŞ Sektörü ve Sümer Varlık TGA Satış Rasyoları Gelişimi



Kaynak: Şirket verileri

*Satış rasyoları finans kuruluşlarının kamuya açıklanan ihale sonuçları baz alınarak ve o dönem içinde yapılmış tüm segment satışlarının ortalamasıdır.

Satış Rasyosu: İhale sonucu oluşan satış bedelinin satış yapılan TGA anapara tutarına bölünmesi ile oluşan oranı ifa eder.

üzere 667.418 adet takip dosyası satın almış ve büyüklüğü ve taşıdığı finansal büyüklükler itibariyle sektörde gerekli ölçek büyüklüğüne ulaşmıştır. 2024/09 itibariyle Şirket'in kalan ana para portföy büyüklüğü 5,7 milyar TL seviyesinde bulunmaktadır.

Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibariye ibra ettiği ve finansal ekosisteme yeniden kazandırdığı 100.491 adet müşterisi bulunmaktadır. Mevcut müşteri sayısı ve ibra edilen müşteri ve dosya adet büyüklükleri hem süreç geliştirme hem de dosya değerlendirme de müşteri çeşitliliğini analiz anlamında avantaj sağlamaktadır. Şirketin satın almış olduğu portföyler dengeli olarak seçilmekte ve herhangi bir sektör, müşteri üzerinde risk oluşturacak yoğunlaşma olmamasına dikkat edilmektedir.

30.09.2024 itibarıyla %60'ı lisans ve lisansüstü, %40'ı ön lisans ve altı mezunu olmak üzere toplam 188 çalışanı vardır. Çalışanların %62'si kadın; %38'i erkektir. Sümer Varlık; bireysel ve ticari tahsilat birimlerinde müşterilerle birebir temas halinde olan, ülke genelinde rapor tarihi itibarı ile 222 sözleşmeli hukuk bürosuyla çalışan ve kendi bünyesinde 10 şirket avukatı bulunan bir yapıya sahiptir. Şirket ayrıca alanında uzman bilgi - teknolojileri ekibine sahiptir.

Sümer Varlık teknolojiyi verimli kullanan bir Şirket olmanın yanı sıra insan kaynağına da yatırım yapmayı çok önemsemektedir. Tüm tahsilat ekipleri işe alım itibarıyla her deneyim seviyesinde ihtiyaçlarına özel tasarlanmış ve uzmanlıklarına yönelik özel içeriklerle hazırlanmış bir eğitim ve gelişim sürecine dahil olur. Hem teknik tarafta hem de yetkinlik boyutunda çalışanların eğitim ihtiyaçları süreklilik arz ederek yönetilir.

Sümer Varlık kullanmış olduğu teknoloji tabanlı tahsilat programı Recall ile teknolojiyi verimli kullanırken bir yandan da personelin gelişimine ve eğitimine verdiği önem ile operasyonel verimliliğini arttırarak personel başına tahsilatlarını arttırmaktadır. Şirket teknolojik uygulamaları ve personeline sağlamış olduğu eğitimler sayesinde;

- Regülasyonlara uygun ve uyumlu tahsilat süreç ve insan kaynağı oluşturmasını sağlamaktadır.
- Bir yandan merkezi ve teknolojik fiyatlama yönetimiyle doğru borç fiyatlamaları yapmakta ve tahsilat ekiplerinin hedef odaklı çalışmasını sağlamaktadır.
- Diğer yandan yapılması gereken hukuki işlemleri merkezi olarak tespit ederek ve takip ederek hukuk ekiplerinin verimli çalışmasını sağlamaktadır. Böylece daha çok müşteri dosyasında işlem yapılmaktadır.

Yapılan iyileştirmelerin sonucu olarak Şirket'in personel başına tahsilat performansı yıllar içinde artmıştır.

2021, 2022, 2023 ve 2024/09 dönemlerinde toplam personel başına düşen ve tahsilat personeli başına düşen ortalama tahsilat tutarları aşağıda yer almaktadır.

Tahsilat Personeli & Toplam Perseonel Başına Düşen Tahsilat (Bin TL)



Kaynak: Şirket

Kampanya altyapısı ile müşteriye özel ve çok kanallı teklif ileten sistemlerin kullanıma alınması sayesinde Şirket, her geçen gün daha fazla borçluyu borcunu ödemesi sonrasında finansal piyasalara geri kazandırmaktadır.

4.1.4 Derin Veri Tabanı ve Teknolojik Altyapısı

30.09.2024 itibarıyla 7,1 milyar TL tutarındaki toplam satın alınan anapara büyüklüğü ve 307.337 adet müşteriden oluşan portföy yapısına dayanan geniş veri tabanı ilk aşamada ihale öncesi portföy değerlemelerine, ihale kazanıldıktan sonra da operasyonel verimliliği arttırmaya yönelik performans takibine ve borçlu özelinde tekil fiyatlandırma oluşturulmasına çok önemli katkı sağlamaktadır.

Şirket'in tahsilat, raporlama, kampanya yönetimi, muhasebe vb. gibi tüm fonksiyonlarına hizmet edebilen entegre yazılım programı Recall ihtiyaçlar çerçevesinde sürekli geliştirilebilecek esnek yapıya sahiptir. Programın ana omurgası Şirket bünyesinde işlem gören yaklaşık (açık/kapalı) 667 bin adet takip dosyanın tekilleştirilip, kendine özgü bir şekilde takip edilerek tahsilat verimliliğinin sürdürülmesi üzerine kuruludur. Gerek tahsilat ve hukuk birimleri gerekse Şirket'in raporlama, yasal kayıtlar, Risk Merkezi başta olmak üzere bildirimler gibi çeşitli ihtiyaçlarına göre tasarlanmıştır. Gerek kamu otoriteleri tarafından gerekse iş akışının gereği olarak ortaya çıkan güncelleme ihtiyaçları hızlı bir şekilde programa entegre edilebilen dinamik bir yapıya sahiptir. Şirket bu program ile ilgili profesyonel yazılım firmasından hizmet satın almaktadır.

Mevzuat gereği Risk Merkezi'ne günlük raporlama yapılmak zorunluluğu bulunmaktadır. Bu bildirimler için güçlü altyapı gerekliliği bulunmaktadır. BDDK'ya ek olarak Risk Merkezi de kendisinin yürüttüğü günlük risk paylaşımı işlemlerinin kontrolü ve doğruluğunu sağlamak için diğer banka dışı mali kurumlar gibi varlık yönetim şirketlerine yılda 1 kez kapsamlı sistem denetimi zorunluluğu getirmiştir. Denetimden geçemeyen kurumların risk paylaşımı durdurulmakta, para cezaları gündeme gelebilmektedir. Sümer Varlık tüm bu bildirim ve denetim gereksinimlerine yönelik gerekli altyapıya sahiptir. Müşteri hukuk yönetiminde kullanılan teknolojik altyapı ancak uzun vadeli yatırımlarla eğitilmiş ve tecrübeli çalışanlarla sağlanabilmektedir.

Şirketin teknolojik altyapıya yaptığı yatırımlar sayesinde, özellikle Covid -19 ve benzeri olağan dışı gelişmelerde tüm çalışanlarını aynı gün mobil /uzaktan

ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

çalışabilecek şekilde organize edebilecek kabiliyeti ve teknolojik donanımı mevcuttur. Ayrıca şirketin büyüme hedefleri doğrultusunda mevcut altyapı ile ilave yatırım yapılmadan şirketi 2 kat büyütebilecek teknolojik altyapıya sahiptir.

Şirket yaptığı teknoloji yatırımları ile finansal borçların tahsil süreçlerinde, deneyimli bankacı ve hukukçu kadrolarının bilgi birikimini kullanarak tüm işlem süreçlerini, kullandığı Recall sistemine yansıtmış, her bir iş süreci için uzman ekipler oluşturarak kitlesel ve hızlı işlem yapabilme, görev ve akışları sistem üzerinden izleme, hedef odaklı tahsilat gerçekleştirme ve etkili koordinasyon yeteneği kazanmıştır. Hukuki süreçlerle koordineli iletişim süreçleri, tahsilat hızı ve verimliliğini önemli ölçüde arttırmıştır.

Şirket'in tahsilatları mali tablolarda "kredilerden alınan faizler" kalemi altında muhasebeleştirilirken, tahsilat verimliliğinin ölçülmesi amacıyla Şirket'in kullanmakta olduğu yazılım üzerinden takip ettiği bir veridir. 2024/09 verisinden örnek verilecek olursa; Şirket ortalama olarak 100 TL'lik bir anapara alacağı için 3,4 katı yani 340 TL tahsilat yapmaktadır. Yıllar itibarı ile tahsilatın anaparaya oranı aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Şirket'in Tahsilat & Tahsilat /Anapara Kapama Oranı		
TL	Toplam Tahsilat	Toplam Tahsilat/ Anapara Kapama
2021	129.677.717	105%
2022	248.391.910	154%
2023	548.589.839	191%
2023/09	340.550.028	192%
2024/09	788.968.746	340%

Kaynak: Şirket

4.2 Varlık Yönetim Sektörü Dezavantajlar

4.2.1 Sektörde Artan Firma Sayısı ve Yükselen Rekabet

Sektörde 30.09.2024 mali tablo dönemi itibarıyla varlık Yönetim şirketi sayısı 28 seviyesinde bulunmaktadır. Rapor tarihi itibarıyla varlık yönetim şirketi 28 adet seviyesindedir.

VYŞ yönetmeliği madde 18/2 uyarınca "Kurumun denetim ve gözetimine tabi kaynak kuruluşlar, yalnızca münferit bir risk grubunu içeren alacaklar hariç, alacaklarını varlık yönetim şirketlerine ihale usulü dışında bir yöntem ile devredemezler" hükmü uyarınca kaynak kuruluşlar yalnızca münferit bir risk grubunu içeren alacaklar hariç, alacaklarını ihale usulü dışında devredemezler. VYŞ sektöründe faaliyet gösteren şirket sayısının artması, ihalelere katılan VYŞ sayısını ve dolayısıyla ihalelere katılan VYŞ sayısını ve dolayısıyla talebi artırarak TGA fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır.

Satın Alma TGA Rasyoları										
Milyon TL	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024/09
Satın Alma Büyüklüğü	180,8	905,8	1.636,6	902,6	884	17,7	11,2	214,5	1.117,7	1.272,3
Satın Alma Maliyeti	21,4	69,6	71,6	30,2	31,5	0,9	4,0	80,1	295	406,6
Sümer Varlık Yönetim Satın Alma Rasyoları	11,8%	7,7%	4,4%	3,3%	3,6%	5,0%	35,8%	37,3%	26,4%	31,95%
Varlık Yönetim Sektörü Satın Alma Rasyoları*	13%	10%	6%	4%	4%	11%	13%	18%	36%	36,3%

Kaynak: Şirket

*Finansal Kurumlar Birliğine üye kurumların yapmış olduğu kamuya açıklanan ihale sonuçları baz alınarak oluşturulmuş Sümer Varlık Yönetim A.Ş tarafından hazırlanan veridir. Tüm segmentlerde yapılan satışların ortalama satın alma rasyoları ortalamasıdır.

Bankacılık ve Diğer Finansal Kuruluşlar'ın Yeterli Miktarda ve/veya TGA Satışı Yapmaması

Şirket'in faaliyetleri banka ve diğer finansal kurumlardan satın aldığı alacaklardan, yapacağı tahsilata bağlı olmakta olup, TGA satışlarının gecikmesi, azalması veya hiç yapılmaması TGA portföylerinin alım maliyetlerinin yükselmesine neden olmakta bu ise Şirket'in faaliyet sonuçları ve finansal getirilerini olumsuz etkileyebilmektedir.

Örneğin Covid 19 pandemi döneminde sektörde TGA arzında daralma yaşanmıştır. Özellikle BDDK tarafından getirilen kredi sınıflandırılmasına ilişkin borç erteleme tedbirleri TGA satış hacimlerinin daralmasına neden olmuştur. 2021 yılının son çeyreğinden itibaren pandemi döneminin etkilerinin azalması ve normalleşme ile birlikte bankacılık sektörü üzerindeki regülatif kısıtlamaların etkisi azalmış ve beklenen TGA satışları tekrar başlamıştır.

4.2.2 Düzenleyici Kurumun Sektörü Kısıtlayıcı Regülasyonları

01.11.2006 tarihli Mulga VYŞ Yönetmeliği'nde borçlu iletişim faaliyetleri ve finansal tüketicilere ilişkin herhangi bir hüküm bulunmazken, yürürlükte olan 14.07.2021 tarihli VYŞ Yönetmeliği "Finansal tüketicilere ilişkin hükümler" başlıklı 23. maddesinde yer alan;

"MADDE 24 - (1) Devralınan alacağın borçlusunun, finansal tüketici olduğu hallerde varlık yönetim şirketleri tarafından;

a) 20 nci maddenin birinci fıkrası uyarınca bildirimde bulunulmasına rağmen borcun ödenmediği hallerde resmi tatil günleri ve Pazar günleri hariç olmak üzere sadece 09.00-20.00 saatleri arasında borçluyla ya da 21 inci maddenin ikinci fıkrasında borçla ilgili veya yetkili olduğu belirtilen diğer kişilerle iletişim kurulması ve bunlar dışındaki kişilerle iletişim kurulmamasına yönelik tedbirler alınması,

b) Tahsilat konusunda 21 inci maddenin üçüncü fıkrasına uygun olarak, borçlunun Risk Merkezi veya elektronik haberleşme işletmecilerinin rehber hizmetleri üzerinden sorgulanan ya da kaynak kuruluşlar veya borçlu tarafından bildirilen telefon numaraları üzerinden ve gerekli güvenlik teyidinin yapılması suretiyle iletişim kurulması,

c) Borçluya ulaşılamadığı durumlarda, arama sayısının farklı telefon hatlarından yapılan aramalar da dahil günde en fazla üç, mesaj sayısının ise bir ile sınırlı tutulması, borçluya ulaşıldığı ve konunun aktarıldığı durumlarda ise borçlunun kayıt altına alınmış rızası bulunmadıkça bir sonraki aramaya kadar asgari beş iş günü geçmesi, borçlu olduğuna dair varlık yönetim şirketinin elinde somut belgeler olmadıkça borcunu kabul etmeyen, herhangi bir uzlaşmayı reddeden ve kesinlikle aranmak istemediğini açıkça ifade eden kişilerin aranmaması,

d) İnternet sitesinde veya yapılan yazılı ve sözlü bildirimlerde numarası açıkça belirtilen çağrı merkezlerinden arayan kişinin borçlu olduğuna yönelik borçlu kimlik bilgileri üzerinden güvenlik teyidi yapılmak suretiyle borca ilişkin her türlü bilgi ve belge talebinin alınabildiği, şikayet ve itirazların kaydedildiği ve saklandığı, varlık yönetim şirketlerinin mesai saatleri içinde süreklilik arz edecek, kolay erişilebilen bir sistemin tesis edilmesi ve işletilmesi,

e) 20.5.2020 tarihli ve 31132 sayılı Resmi Gazete 'de yayımlanan Banka Çağrı Merkezlerinin Hizmet Seviyesinin ve Kalitesinin Belirlenmesine İlişkin Yönetmeliğin 5 inci ve 8 inci maddelerinde belirtilen oransal sınırlara uygun olarak çağrı merkezi hizmetinin verilmesi, zorunludur."

Hükümleri uyarınca VYŞ sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin özellikle iletişim faaliyetlerine ilişkin kısıtlamalar getirilmiş olup, kısıtlamaların arttırılması ve/veya azaltılmasında yetkili kurum BDDK'dır. BDDK iletişim faaliyetleri ile birlikte Şirket'in hukuki takiplerine ek kısıtlamalar getirme yetkisine sahiptir.

5 Değerleme Çalışması

5.1 Değerleme Yöntemleri

İş bu ön değerleme çalışmasının hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirtilen üç değerleme yaklaşımı (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı) dikkate alınmıştır.

UDS içerisinde UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Payların değerlemesi ile ilgili olarak 70,1 maliyet yaklaşımı ile ilgili madde uyarınca, belli durumlar dışında işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz değerlendirilmesine yer verilmiştir. Maliyet yaklaşımının uygulanabileceği durumlar olarak; a) işletmenin, karların ve/veya nakit akışlarının güvenilir bir şekilde tespit edilemediği ve Pazar Yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerde yapılacak karşılaştırmaların pratik veya güvenilir olmadığı, ilk dönemlerinde veya kuruluş döneminde olması, b) işletmenin, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.8. ve 70.9. nolu maddelerinde tarif edilen toplama yönteminin uygulandığı bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olması ve/veya c) işletmenin sürekli olmaması ve/veya varlıklarının tasfiyedeki değerlerinin işletmenin sürekliliği kapsamındaki işletme değerini aşabilmesi sayılmaktadır. Şirket yukarıda sayılan kriterler kapsamında olmadığı değerlendirilmiş ve maliyet yaklaşımının kullanılmasının uygun olmayacağı sonucuna varılmıştır.

Bu raporda, Şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla;

- 1) Pazar Yaklaşımı kapsamında “Çarpan Analizi” ve
- 2) Gelir Yaklaşımı kapsamında ise “İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)” yöntemlerine yer verilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi: Piyasa bazlı bir yöntem olup şirket değeri, şirketin faaliyet gösterdiği sektörde olan ve borsada işlem gören şirket değerleri ve çarpanları göz önüne alınarak hesaplanmaktadır. Çarpan Analizi yönteminde kullanılan başlıca değerleme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

Firma Değeri/ Düzeltilmiş Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK - FD/Düzeltilmiş FAVÖK): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun (Net Borç=Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler+Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler-Hazır Değerler (Nakit ve Nakit Benzerleri+Finansal Yatırımlar)) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Düzeltilmiş Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar (Düzeltilmiş FAVÖK) rakamına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Düzeltilmiş FAVÖK hesaplaması; net dönem karından kredilerden alınan faizler, bankalardan alınan faizler, diğer faiz gelirleri, net ticari kar/zarar düşülürken net tahsilat gelirleri, sürdürülen faaliyetler vergi karşılığı, kiralama faiz giderleri, kullanılan kredilere verilen faizler, ihraç edilen menkul kıymetlere verilen faizler, beklenen zarar karşılık giderleri ile amortisman giderleri, itfa payları ve gayrimenkul ve taşıt kira giderleri eklenerek hesaplanmaktadır.

(Düzeltilmiş FAVÖK: Dönem net karı-kredilerden alınan faizler-bankalardan alınan faizler-diğer faiz gelirleri-net ticari kar/zarar- gayrimenkul ve taşıtlar için ödenen kira tutarı+net tahsilat gelirleri+sürdürülen faaliyetler vergi karşılığı+kiralama faiz giderleri+kullanılan kredilere verilen faizler+ihraç edilen menkul kıymetlere verilen faizler+beklenen zarar karşılık giderleri+amortisman+itfa payları)

nakdin/borcun eklenmesi/çıkarılması ile özsermaye değeri belirlenmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)” kullanılmaktadır. AOSM, Şirket’in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber, İNA yönteminin değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın makul dikkat/özeni göstererek ve bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

Şirket, BDDK'nın düzenleyici otorite olarak yer aldığı varlık yönetim sektöründe faaliyet göstermektedir. Her bir Varlık Yönetim şirketinin denetim yükümlülüğü ve bunları düzenli aralıklarla BDDK'ya raporlama yükümlülüğü bulunmaktadır. Şirket gelirlerinin önemli bir bölümünü satın almış oldukları portföylerden elde edilen tahsilatlardan elde etmektedir. Varlık yönetim şirketleri, portföy satın alım fiyatını belirlerken, portföy çeşitliliğine bağlı olarak 10-15 yıllık tahsilat projeksiyonlarını ve hedefledikleri iç verim oranını dikkate almaktadır. Tahsilat projeksiyonları şirketlerin geçmiş dönemdeki portföylerden elde ettikleri deneyimlere, makroekonomik beklentilerine, tahsilat maliyetlerine, fonlama maliyetlerine ve satışa konu portföyün özelliklerine bağlıdır.

İlgili portföyler satın alındıktan sonra, satın alım fiyatına ve tahsilat projeksiyonlarına göre belirlenen iç verim oranı, portföye ilişkin tahsilatlar tamamlanana kadar finansal tablolara ilişkin hesaplamalarda sabit tutulmaktadır. Bu oranın sabit tutulduğu bağımsız denetim şirketlerince denetime tabidir.

Şirket'in gelecekte elde edeceği gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcuttur. Gelir yaklaşımı metodunda Şirket'in bu tahminleri kullanılmıştır.

5.1.1 Çarpan Analizi Yönetimi

Piyasa çarpanları analizinde BİST’te ve yurt dışında işlem gören ve faaliyet konuları Sümer Varlık Yönetim A.Ş. ile benzerlik gösteren Varlık Yönetim Şirket çarpanları ile BİST Mali Endeksi altında faaliyet gösteren Sümer Varlık Yönetim Şirket’ine benzer Şirketlerin çarpanları kullanılmıştır.

Çarpan analizinde Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş en son 2024/09 yılsonu verileri yıllıklandırılarak kullanılmıştır. Şirket'in çarpan analizinde kullanılan verileri aşağıda gösterilmiştir.

Sümer Varlık (Bin TL)	Yıllıklandırılmış
Net Kar (01/10/2023-30/09/2024)	664.396
Düzeltilmiş FAVÖK (01/10/2023-30/09/2024)	500.667
Net Finansal Borç (30/09/2024)	676.469
Özkaynak (30/09/2024)	1.240.957
Çıkarılmış Sermaye (30/09/2024)	100.000

Kaynak: Şirket'in Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Rapor ve Tabloları

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 dönemi itibariyle net finansal borç pozisyonu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

(Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Finansal Borç	135.906	109.926	444.706	854.707
Alınan Krediler	44.496	51.744	91.413	77.354
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	85.829	51.853	350.130	776.172
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	5.581	6.329	3.163	1.181
Finansal Varlıklar	53.948	78.603	312.191	178.238
Net Finansal Borçlar	81.958	31.323	132.515	676.469

Kaynak: Şirket'in Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Rapor ve Tabloları

5.1.1.1 Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre Özsermaye Hesaplaması

Piyasa Çarpan analizinde yurt içinde BİST'te işlem gören iki Varlık Yönetim Şirket (Gelecek Varlık ve Birikim Varlık) dışında benzer şirketlerin çeşitlendirilmesi kapsamında, Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul BİST Mali Endeksi altında yer alan şirketler incelenmiştir. BİST Mali Endeksi altında belirtilen iki Varlık Yönetim Şirketi (Gelecek ve Birikim), Bankacılık, Sigorta, Aracı Kurumlar, Holdingler, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Faktoring ve Finansal Kiralama şirketleri bulunmaktadır.

BİST Mali Endeksinde Yeralan Şirketler		
Endeks	Şirket Kodu	Şirket
XUMAL	AGESA	AGESA Hayat Emeklilik
XUMAL	AGHOL	Anadolu Grubu Holding
XUMAL	A1CAP	A1 Capital Menkul Değerler A.Ş.
XUMAL	AGYO	Atakule GMYO
XUMAL	AKBNK	Akbank
XUMAL	AKFGY	Akfen GMYO
XUMAL	AKGRT	Aksigorta
XUMAL	AKMGY	Akmerkez GMYO
XUMAL	AKSGY	Akiş GMYO
XUMAL	AKYHO	Akdeniz Yatırım Hold.
XUMAL	ALARK	Alarko Holding
XUMAL	ALBRK	Albaraka Türk
XUMAL	ALGYO	Alarko GMYO
XUMAL	ANHYT	Anadolu Hayat Emek.
XUMAL	ANSGR	Anadolu Sigorta
XUMAL	ATAGY	Ata GMYO
XUMAL	AVGYO	Avrasya GMYO
XUMAL	AVHOL	Avrupa Yatırım Holding
XUMAL	BASGZ	Başkent Doğalgaz GMYO
XUMAL	BERA	Bera Holding
XUMAL	BRKVY	Birikim Varlık Yönetim
XUMAL	BRYAT	Borusan Yat. Paz.
XUMAL	CRDFA	Creditwest Faktoring
XUMAL	DAGHL	Dagi Yatırım Holding
XUMAL	DENGE	Denge Holding
XUMAL	DERHL	Derlüks Yatırım Holding
XUMAL	DGGYO	Doğuş GMYO
XUMAL	DOHOL	Doğan Holding
XUMAL	DZGYO	Deniz GMYO
XUMAL	ECILC	Eczacıbaşı İlaç
XUMAL	ECZYT	Eczacıbaşı Yatırım
XUMAL	EKGYO	Emlak Konut GMYO
XUMAL	EUHOL	Euro Yatırım Holding
XUMAL	EYGYO	EYG Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
XUMAL	GARAN	Garanti Bankası
XUMAL	GARFA	Garanti Faktoring
XUMAL	GEDIK	Gedik Y. Men. Değ.
XUMAL	GLBMD	Global Men. Değ.
XUMAL	GLCVY	Gelecek Varlık Yönetimi
XUMAL	GLRYH	Güler Yat. Holding
XUMAL	GLYHO	Global Yat. Holding
XUMAL	GOZDE	Gözde Girişim

XUMAL	GSDHO	GSD Holding
XUMAL	HALKB	T. Halk Bankası
XUMAL	HDFGS	Hedef Girişim
XUMAL	HEDEF	Hedef Holding
XUMAL	HLGYO	Halk GMYO
XUMAL	HUBVC	HUB Girişim
XUMAL	ICBCT	ICBC Turkey Bank
XUMAL	IDGYO	Idealist GMYO
XUMAL	IEYHO	Işıklar Enerji Yapı Hol.
XUMAL	IHLAS	İhlas Holding
XUMAL	IHYAY	İhlas Yayın Holding
XUMAL	INFO	Info Yatırım
XUMAL	INVEO	Inveo Yatırım Holding
XUMAL	INVES	Investco Holding
XUMAL	ISATR	İş Bankası (A)
XUMAL	ISBTR	İş Bankası (B)
XUMAL	ISCTR	İş Bankası (C)
XUMAL	ISFIN	İş Fin. Kir.
XUMAL	ISGSY	İş Girişim
XUMAL	ISGYO	İş GMYO
XUMAL	ISMEN	İş Y. Men. Değ.
XUMAL	ITTFH	İttifak Holding
XUMAL	KCHOL	Koç Holding
XUMAL	KGYO	Koray GMYO
XUMAL	KLGYO	Kiler GMYO
XUMAL	KLRHO	Kiler Holding
XUMAL	KRGYO	Körfez GMYO
XUMAL	KZBGY	Kızılbük GYO
XUMAL	LIDFA	Lider Faktoring
XUMAL	MARKA	Marka Yatırım Holding
XUMAL	METRO	Metro Holding
XUMAL	METUR	Metemtur Yatırım
XUMAL	MRGYO	Martı GMYO
XUMAL	MSGYO	Mistral GMYO
XUMAL	MZHLD	Mazhar Zorlu Holding
XUMAL	NTHOL	Net Holding
XUMAL	NUGYO	Nurol GMYO
XUMAL	OSMEN	Osmanlı Menkul
XUMAL	OSTIM	Ostim Endüstriyel Yat
XUMAL	OYYAT	Oyak Yatırım Menkul
XUMAL	OZGYO	Özderici GMYO
XUMAL	OZKGY	Özak GMYO
XUMAL	PAGYO	Panora GMYO
XUMAL	PEGYO	Pera GMYO
XUMAL	PEKGY	Peker GMYO
XUMAL	POLHO	Polisan Holding
XUMAL	PRDGS	Pardus Girişim
XUMAL	PSGYO	Pasifik GYO
XUMAL	RALYH	Ral Yatırım Holding
XUMAL	RAYSG	Ray Sigorta
XUMAL	RHEAG	Rhea Girişim
XUMAL	RYGYO	Reysaş GMYO
XUMAL	SAHOL	Sabancı Holding
XUMAL	SEGYO	Şeker GMYO
XUMAL	SEKFK	Şeker Fin. Kir.
XUMAL	SISE	Şişe Cam
XUMAL	SKBNK	Şekerbank
XUMAL	SKYMD	Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
XUMAL	SNGYO	Sinpaş GMYO
XUMAL	SRVGY	Servet GMYO
XUMAL	TAVHL	TAV Havalimanları
XUMAL	TDGYO	Trend GMYO
XUMAL	TERA	Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
XUMAL	TKFEN	Tekfen Holding
XUMAL	TRCAS	Turcas Petrol

ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Genel Müdürlük
Nispetiye Cad. No:171 / Mithatpaşa A Blok K:4-5
Etiler / Beşiktaş / İstanbul (T.C. TAIBİD)
Tic. Sic. No: 272200 / Şişli (T.C. TAIBİD)
Tic. Sic. No: 272200 / Şişli (T.C. TAIBİD)
Boğaziçi Kurumlar V.D. No: 008 4385

XUMAL	TRGYO	Torunlar GMYO
XUMAL	TSGYO	TSKB GMYO
XUMAL	TSKB	T.S.K.B.
XUMAL	TURSG	Türkiye Sigorta
XUMAL	UFUK	Ufuk Yatırım
XUMAL	ULUFA	Ulusal Faktoring
XUMAL	UNLU	Ünlü Yatırım Holding
XUMAL	VAKBN	Vakıflar Bankası
XUMAL	VAKFN	Vakıf Fin. Kir.
XUMAL	VERTU	Verusaturk Girişim
XUMAL	VERUS	Verusa Holding
XUMAL	VKGYO	Vakıf GMYO
XUMAL	YESIL	Yeşil Yatırım Holding
XUMAL	YGGYO	Yeni Gimat GMYO
XUMAL	YGYO	Yeşil GMYO
XUMAL	YKBNK	Yapı ve Kredi Bank.
XUMAL	ZRGYO	Ziraat GMYO

Kaynak: KAP

BİST Mali Endeks Çarpanlarının değerlendirilmesi aşamasında, iki Varlık Yönetim Şirketinin çarpanları kullanılırken, bunların dışında faktoring şirketlerinin alacak satın alıp tahsilatlarını gerçekleştirmesinden dolayı VYŞ'lerine benzer Şirketler olduğu düşünülmüş ve çarpan analizinde kullanılmıştır. Aynı endekse dahil olan finansal kiralama şirketleri ve aracı kurumlarda benzer Şirket olarak çarpan analizinde değerlendirilmeye alınmıştır. Varlık Yönetim Şirketleri ile beraber faktoring ve leasing şirketlerinin finansalları enflasyon muhasebesinden muaf olurken, aracı kurumların finansalları enflasyon muhasebesine uygun olarak hazırlanmaktadır. Dolayısıyla aracı kurumların rasyoları çarpan analizinde kullanılmamıştır. Değerlemede kullanılan BİST Mali Endeksi Şirketlerinin 20.11.2024 tarih itibariyle rasyoları aşağıdaki gibidir. Şirketlerin seçiminde F/K oranları negatif olan ve 15'ten büyük olan uç değerler değerlemeye katılmamıştır.

Şirket (Mn TL)	Piyasa Değeri	Net Kar (yıllıklandırılmış)	F/K
GARFA	7.712	1.330	5,80
ISFIN	7.433	1.737	4,28
CRDFA	740	125	5,94
VAKFN	5.705	1.698	3,36
SEKFK	769	161	4,78
LIDFA	1.619	617	2,62
ULUFA	1.893	881	2,15
GLCVY	6.222	1.208	5,15
BRKVY	2.620	260	10,06
Ortalama			4,90
Medyan			4,78

Kaynak: Finnet -(20/11/2024 kapanışları itibariyle)

BİST Mali Endeks Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri	
Çarpan Analizi F/K Medyan Çarpanı (x)	4,78
Sümer Varlık Net Kar -Yıllıklandırılmış (Bin TL)	664.396
Özsermaye Değeri (Bin TL)	3.175.076

BİST Mali Endeksi seçilmiş Şirketlerinin hesaplanan medyan F/K çarpanlarına göre Şirket'in özsermaye değeri 3.175.076 bin TL olarak hesaplanmıştır.

5.1.1.2 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre Özsermaye Hesaplaması

Yurt dışında Şirket'in faaliyet konusuna benzer olduğu belirlenen yurt dışı şirketler listesi aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Şirket Kodu	Şirket Adı	Ülke	Faaliyet Alanına İlişkin Özet Bilgi
ACR NO Equity	AXACTOR ASA	Norveç	Şirket; Norveç, Finlandiya, Almanya, İtalya, İsveç ve İspanya'da faaliyetlerini sürdürmektedir. Varlık yönetiminin yanı sıra değerlendirme, tahsilat hizmetleri ve finansal hizmetlerde faaliyet göstermektedir.
B2H NO Equity	B2 HOLDING ASA	Norveç	Varlık Yönetiminde faaliyet gösteren Şirket tahsili gecikmiş alacakların yatırımı ve değerlendirilmesinde tahsilat çözümleri sunmaktadır. Norveç dışında, İsveç, Danimarka, Finlandiya, Estonya, Polonya, Hırvatistan, Portekiz, İtalya, Fransa, Bulgaristan, Romanya ve Macaristan'da faaliyet göstermektedir.
HOFI SS Equity	HOIST FINANCE	İsveç	Varlık Yönetim alanında Avrupa ülkelerinde tahsili gecikmiş alacakların yönetimi ve portföyünde faaliyet göstermektedir.
KRU PW Equity	KRUK SA	Polonya	Şirket 1998 yılında kurulmuş olup, tahsili gecikmiş alacakların alımları konusunda faaliyet göstermektedir. Polonya dışında, İtalya, Romanya, Almanya ve İspanya gibi Avrupa ülkelerinde de faaliyetleri bulunmaktadır.
INTRUM SS Equity	INTRUM AB	İsveç	Varlık Yönetim sektöründe faaliyet göstermekte olup, Avrupa ve Avrupa dışında 24 farklı ülkede operasyonlarını sürdürmektedir.
NAWI IT Equity	NAWI BROTHERS LT	İsrail	Tahsili gecikmiş alacakların yönetilmesi konusunda faaliyet göstermektedir. Ayrıca banka dışı kredi konusunda hizmet vermektedir.
UNIFINA MM Equity	UNIFIN FINANCIER	Meksika	Şirket, faktoring, leasing ve kredi sağlama konusunda finansman ürünleri sunmaktadır.
DOV IM Equity	DOVALUE SPA	İtalya	Varlık Yönetimi yanı sıra borçların yapılandırılması konularında 2015 yılından beri faaliyet göstermektedir.

Piyasa çarpan analizinde benzer şirketlerinin seçiminde F/K ve FD/Düzeltilmiş FAVÖK oranları negatif olan ve 15'dan büyük olanlar ile uç değerler değerlemeye alınmamıştır. Geri kalan şirket çarpanlarının medyan sonuçları değerlendirilmiştir.

Şirket Kodu	Yurt Dışı Benzer Şirketler	Ülke	Piyasa Değeri (Mn Dolar)	FD / FAVÖK	F / K
ACR NO Equity	AXACTOR ASA	Norveç	94	8,73	6,58
B2H NO Equity	B2 HOLDING ASA	Norveç	331	7,10	11,94
HOFI SS Equity	HOIST FINANCE	İsveç	781	5,53	9,78
KRU PW Equity	KRUK SA	Polonya	1.940	8,49	6,70
INTRUM SS Equity	INTRUM AB	İsveç	320	11,27	-1,30
NAWI IT Equity	NAWI BROTHERS LT	İsrail	291	11,27	7,48
UNIFINA MM Equity	UNIFIN FINANCIER	Meksika	26,6	-1,69	-0,01
DOV IM Equity	DOVALUE SPA	İtalya	70	4,69	-4,90
Ortalama				8,15	8,50
Medyan				8,49	7,48

Kaynak: Bloomberg (20/11/2024)

Çarpan analizi yönteminde hesaplama kapsamında mevcut durumun yansıtılabilmesi için Şirket'in ve benzer olarak seçilen tüm şirketlerin en son açıklanan finansal tablolarındaki veriler yıllıklandırılmış olarak (12 aylık finansal veriler) dikkate alınmıştır.

Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri	
Çarpan Analizi FD/Düzeltilmiş FAVÖK Medyan Çarpanı (x)	8,49
Sümer Varlık Düz. FAVÖK (Yıllıklandırılmış-Bin TL)	500.667
Firma Değeri (Bin TL)	4.252.614
Net Borç Pozisyonu (Bin TL-30/09/2024)	676.469
Özsermaye Değeri (Bin TL)	3.576.145
Çarpan Analizi F/K Medyan Çarpanı (x)	7,48
Sümer Varlık Net Kar (Yıllıklandırılmış-Bin TL)	664.396
Özsermaye Değeri (Bin TL)	4.970.704

Yurt dışı benzer şirketleri çarpan analizinde FD/Düzeltilmiş FAVÖK çarpanına göre Şirket'in özsermaye değeri 3.576.145 bin TL ve F/K çarpanlarına göre ise özsermaye değeri ise 4.970.704 bin TL olarak hesaplanmıştır.

5.1.1.3 Çarpan Analizine Göre Özsermaye Hesaplaması

Çarpan Analizi - Sonuç

(Bin TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	4.970.704	25,00%	1.242.676
Yurtdışı Benzer Şirketler (FD/FAVÖK Çarpanı)	3.576.145	25,00%	894.036
Yurt İçi Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	3.175.076	50,00%	1.587.538
Özsermaye Değeri			3.724.250
Çıkarılmış Sermaye (Bin TL)			100.000
Pay Fiyatı			37,24

Çarpan analizinde yurtdışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanına %25, yurtdışı benzer şirketlerin F/K çarpanına %25 ve yurtiçi benzer şirketlerin F/K çarpanına ise %50 ağırlık verilmesi sonrası Şirket'in özsermaye değeri 3.724.250 bin TL olarak hesaplanmıştır.

5.1.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yönteminde, Şirket'in geleceğe yönelik faaliyet ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar yapılarak, hesaplanan tahmini nakit akımlarının, belirlenen bir iskonto oranı ile günümüze indirgenmesi sonucunda varlığın bugünkü değerine ulaşılmakta ve bu değere net nakdin/borcun eklenmesi/çıkarılması ile özsermaye değeri belirlenmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)" kullanılmaktadır. AOSM, Şirket'in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminin değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

İNA yöntemi kapsamında; Şirketin sahip olduğu portföylerin birikimli etkisini daha doğru yansıtacağı için ve sektörde kullanılan yöntem ile benzerlik göstermesi açısından 2024-2038 dönemi için projeksiyon yapılmıştır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer hesabında ise sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılan sabit bir büyüme oranı kullanılmıştır. Projeksiyon döneminde nakit akışları 2038 yılında sonlandırılmış olup, bu yıldan sonra devam eden değer hesaplanmasında nihai büyüme oranı %5,0

olarak kullanılmıştır. Şirket'in gelir/gider ve yatırım projeksiyonlarında Şirket'in geçmiş performans çerçevesinde oluşturduğu tahminler kullanılmıştır. Projeksiyonlarda Şirket'in mevcut portföylerinden yapacağı tahsilata ilaveten yapılacak yeni portföy yatırımlarının bireysel ve ticari segment kırılımları da gözönünde bulundurulmuştur.

Satın alınacak TGA tahmin edilirken; Bankaların 2012-2023 yılları arasındaki toplam takipteki krediler (NPL) stokları incelenmiştir. 2024 yılında bankaların NPL satışlarında önemli bir artış olduğu görülmektedir. 2023 yılında 14,1 milyar TL olan NPL satışları, 2024 yılı Eylül itibariyle ise 32 milyar TL, bu rapor tarihi itibariyle 36,5 milyar TL seviyesine yükselmiştir. 2024 yıl sonunda NPL satışlarının 38 milyar TL seviyesine yükseleceği öngörülmüştür. Değerleme çalışmasında 2024 yılında yaşanan bu artış hızının 2025 yılında da devam edeceği beklentisiyle NPL satışlarının 2025 yılında 47 milyar TL seviyesine yükseleceği tahmin edilmiştir. Sonraki yıllarda ise NPL satışlarının enflasyon oranında artış göstereceği varsayılmıştır. Şirket'in satışa sunulan NPL satışlarından, 2024-2026 yıllarında mevcut pazar payını (2024/09 itibariyle %5,65) koruyarak NPL alımı yapacağı varsayılmıştır. Bu varsayım altında Şirket'in 2024 yılında 2,15 milyar TL, 2025 yılında 2,65 milyar TL ve 2026 yılında ise 3,13 milyar TL NPL alımı yapacağı tahmin edilmiştir. 2027 yılından sonrası ise Şirket'in %5,65 olan pazar payının 2038 proje dönemi sonunda kademeli şekilde %4,69'a gerileyeceği öngörülmüştür. 2027-2038 projekte döneminde NPL alımları bu pazar payları gözetilerek tahmin edilmiştir. Satın alımı yapılan portföylerin segment dağılımları, sektördeki önümüzdeki dönem satış potansiyeli olacak segment beklentisi, gelir ve nakit akışına katkı perspektifleri açısından değerlendirilerek tahsilat beklentisi Şirket tarafından oluşturulmuştur. Şirket'in tahsilat gelirleri, gelir projeksiyonu tablosunda bireysel ve ticari olarak ayrı ayrı gösterilmiştir. Şirket'in mevcut durum itibariyle toplam TGA anapara portföy büyüklüğünün %30'ı bireysel ve %70'i ticari portföylerden oluşmaktadır. Şirket'in önümüzdeki yıllarda bireysel ve ticari segment ağırlığının sırasıyla %32 ve %68 olacağı varsayılmıştır.

Projeksiyonlarda kullanılan makro tahminler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Makro Tahminler						
Makro Tahminler	2024T	2025T	2026T	2027T-2029T	2030T-2032T	2033T-2038T
TÜFE (Dönem Sonu)	44,0%	22,0%	18,0%	15,0%	12,0%	10,0%

Kaynak: Şeker Yatırım

Gelir Projeksiyonu

Şirket gelirleri TGA portföylerinden elde edilen tahsilatlar ve varlık satış karlarından oluşmaktadır.

Tahsilat gelirlerinin hesaplanmasında Şirket'in mevcut portföyleri için yapılan tahsilat projeksiyonlarında bağımsız denetim raporunda finansal tabloların hazırlanması için kullanılan tutarlar dikkate alınmıştır. Tahsilat gelirleri farklı ödeme alışkanlıkları ve teminat yapılarına sahip bireysel ve ticari segmentleri için ayrı ayrı yapılmıştır. Her bir segment için mevcut portföylere ilişkin tahsilatlar ile alınacak portföylere ilişkin tahsilat projeksiyonları ayrı ayrı hesaplanmıştır. Mevcut portföyler için yapılan tahsilat projeksiyonlarında bağımsız denetim raporunda finansal tabloların hazırlanması için kullanılan tutarlar dikkate alınmıştır. Yeni portföylere ilişkin tahminler ise Şirket'in geçmiş yıllarda gerçekleştiren IVO (İç Verim Oranı) ve portföylerin yapılarına ilişkin beklentilerine göre yapılmıştır.

Varlık satışları sırasında şirketin elinde bulundurduğu alacağa mahsuben edinilmiş gayrimenkul/araç/iş makinası satış rakamlarından oluşmaktadır. 2027-2038 projeksiyon döneminde varlık satış geliri oluşmayacağı varsayılmıştır. Sümer Varlık Yönetim'in 2024-2038 yılları boyunca gelir projeksiyonu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Sümer Varlık Gelir Projeksiyonu (Mn TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Bireysel	392,18	702,05	928,58	1.120,65	1.328,42	1.554,28	1.744,59	1.944,81	2.156,99	2.376,66	2.580,84	2.800,89	3.038,92	3.296,31	3.575,23
Ticari	833,38	1.491,87	1.973,23	2.381,39	2.822,88	3.302,85	3.707,25	4.132,73	4.583,60	5.050,40	5.484,29	5.951,89	6.457,71	7.004,66	7.597,37
Toplam Tahsilat	1.225,56	2.193,92	2.901,81	3.502,04	4.151,30	4.857,14	5.451,84	6.077,54	6.740,60	7.427,06	8.065,13	8.752,77	9.496,63	10.300,97	11.172,60
Varlık Satış Karları	1,12	1,12	1,76	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Varlık Alış Bedeli	0,50	0,50	0,45	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Varlık Satış Bedeli	1,62	1,62	2,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Toplam Gelirler	1.226,68	2.195,04	2.903,57	3.502,04	4.151,30	4.857,14	5.451,84	6.077,54	6.740,60	7.427,06	8.065,13	8.752,77	9.496,63	10.300,97	11.172,60

Kaynak: Sirket, Seker Yatırım

Gider Projeksiyonu

Personel giderleri, 2024-2038 yıllarında mevcut portföy, ilave alınacak yeni portföy girişleri yanı sıra portföylerdeki erime de göz önüne alınarak enflasyon artış oranı nispetinde artırılmış ayrıca yeni alınacak personel ihtiyacına istinaden oluşacak ilave personel gideri dikkate alınarak üç yılda bir enflasyon oranı üzerine +%5 gider eklenerek projekte edilmiştir.

Maliyet kapama gideri (tahsilat gideri) portföy tahsilatlarına isabet eden alım bedel maliyetidir. Tahsilatlarda öncelikle portföy maliyetinin kapandığı kısmı göstermektedir. 2024 yılında maliyet kapama oranının toplam tahsilat tutarının ortalama %7,0'si olacak şekilde projekte edilmiş, 2025 yılı için %8,0 ve 2026 yılı için %9,0 ve 2027 yılı için ise %10,0 seviyesine yükseleceği tahmin edilmiştir. Maliyet kapama oranlarının 2028 yılında %9,0 ve 2029-2030 yılında %8,0'e seviyesinde kademeli geriledikten sonra 2031-2038 projeksiyon döneminde %7,0 seviyesinde sabit kalacağı öngörülmüştür.

Hukuk-dava giderleri 2024-2028 projeksiyon döneminde yapılan tahsilatın %14'ü kadar alınmıştır. BSMV gideri, tahsilattan sağlanan faiz gelirinin %5 üzerinden projekte edilmiştir. 2021 yılı ekonomi Reform Paketi kapsamında, VYŞ'lerin istisna olduğu vergilerden biri olan BSMV'ye ilişkin istisna, 01.01.2022 tarihi itibarıyla yürürlükten kaldırılmış olup, VYŞ'lerin net tahsilatları üzerinden BSMV yükümlülükleri doğmuştur. VYŞ'ler tahsilatların maliyeti aşan kısmı üzerinden %5 BSMV ödemektedirler. Diğer işletme giderleri, bakım-onarım, ısıtma-aydınlatma, taşıt aracı, sigorta kırtasiye, temsil ağırlama vb giderlerden oluşmaktadır. 2024 yılı için diğere işletme giderlerinin 40mn TL seviyesinde olacağı tahmin edilmiş olup, sonraki yıllarda enflasyon oranında artış göstereceği varsayılmıştır. Finansal sektörde hizmet veren Şirket'in amortisman giderlerinin her yıl %5 seviyesinde artış göstereceği varsayılmıştır.

Sümer Varlık Yönetim'in 2024-2038 yılları boyunca gider projeksiyonu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Gider Projesiyonu (Mn TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Genel Yönetim Giderleri	413,73	607,39	761,86	915,01	1.069,62	1.241,70	1.417,34	1.583,43	1.764,17	1.977,64	2.160,75	2.360,18	2.624,73	2.866,85	3.131,35
Personel Gideri	180,00	219,60	259,13	312,90	359,83	413,81	486,64	545,03	610,44	705,05	775,56	853,12	985,35	1.083,88	1.192,27
Hukuk-Dava Takip Gideri	171,73	307,31	406,50	490,29	581,18	680,00	763,26	850,86	943,68	1.039,79	1.129,12	1.225,39	1.329,53	1.442,14	1.564,16
Diğer İşletme Giderler	40,00	48,80	57,58	66,22	76,15	87,58	98,09	109,86	123,04	135,34	148,88	163,77	180,14	198,16	217,97
Bilgi Teknolojileri Gideri	9,20	13,25	16,16	19,07	21,93	25,22	29,01	32,49	36,38	40,75	44,83	49,31	54,24	59,66	65,63
Banka ve Kefalet Kom.Masrafları	12,80	18,43	22,49	26,53	30,51	35,09	40,36	45,20	50,62	56,70	62,37	68,60	75,46	83,01	91,31
Amortisman Gideri	6,40	6,72	7,06	7,41	7,78	8,17	8,58	9,01	9,46	9,93	10,42	10,95	11,49	12,07	12,67
BSMW	56,99	100,92	132,03	157,59	188,88	223,43	250,78	282,61	313,44	345,36	375,03	407,00	441,59	479,00	519,53
Tahsilat Gideri(Maliyet Kapama)	85,79	175,51	261,16	350,20	373,62	388,57	436,15	425,43	471,84	519,89	564,56	612,69	664,76	721,07	782,08
Maliyet Kapama Oranı	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%	9,00%	8,00%	8,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Toplam Gider	562,91	890,54	1.162,11	1.430,22	1.639,90	1.861,87	2.112,85	2.300,47	2.558,90	2.852,82	3.110,76	3.390,83	3.742,58	4.078,98	4.445,63

Kaynak: Şirket, Seker Yatırım

Yatırım Projeksiyonu

Satın alınması öngörülen TGA portföy alımları belirlenirken, Şirket'in %5,65 olan pazar payının 2024-2026 yılında korunacağı, 2027 yılından sonrası ise Şirket'in %5,65 olan pazar payının 2038 proje dönemi sonunda kademeli şekilde %4,69'a gerileyeceği öngörülmüştür. 2027-2038 projekte dönemde NPL alımları bu pazar payları gözetilerek tahmin edilmiştir. Yatırım projeksiyonu yapılrken toplam yatırım tutarının 2024 yılında TGA alımlarının %32'si olacağı, 2025 yılında %30 ve 2026-2038 yılları arasında ise %25 olacağı varsayımı yapılmıştır.

[illegible]

Kaynak: Şirket, Şeker Yatırım

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, şirket değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan Ağırıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. Nakit akım tahminlerinin bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerine ilişkin ayrıntılar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Tablosu		Hesaplama Formülleri														
		2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Risksiz Getiri Oranı	R_f	28,5%	26,0%	24,0%	20,0%	20,0%	20,0%	16,0%	16,0%	16,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Beta	β	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Risk Primi	R_{RP}	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Şirket Risk Primi	R_s	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Sermaye Maliyeti	$K_e = R_f + \beta \cdot (R_{RP} + R_s)$	35,0%	32,5%	30,5%	26,5%	26,5%	26,5%	22,5%	22,5%	22,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
Borçlanma Maliyeti	K_d	53,0%	38,0%	31,2%	26,0%	26,0%	26,0%	20,8%	20,8%	20,8%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%
Vergi Oranı	T	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	$A=K_d \cdot (1-T)$	37,1%	26,6%	21,8%	18,2%	18,2%	18,2%	14,6%	14,6%	14,6%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Borçluluk Oranı	B	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	$AOSM= K_e \cdot (1-B)+(A \cdot B)$	35,9%	30,1%	27,0%	23,1%	23,1%	23,1%	19,3%	19,3%	19,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%

Kaynak: Şeker Yatırım

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplaması

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

AOSM : iskonto orani

R_f : Risksiz faiz oranı

R_m : Pivasa risk primi

R_s : Sirket risk primi

β : Beta

$$K_e: \text{Özermave maliveti } (K_e = R_f + \beta^* (R_m + R_S))$$

K_d : Borclanma maliveti

E : Özkavnak

D : Borc

T : Vergi oranı

$E/(D+E)$: Özsermaye Oranı (özsermayenin toplam finansal borçlara oranı)

$D/(D+E)$: Borçluluk Oranı (finansal borçların özsermayeye oranı)

Risksiz Faiz Oranı

Risksiz faiz oran olarak Türkiye'nin 10 yıllık TL tahvilinin (TRT051033T12 ISIN kodlu) performansı değerlendirilmiştir. Türkiye'nin 10 yıllık TL tahvilinin faizinin son 10 yıllık ortalaması %15,44, son 5 yıl ortalaması %18,80, son 2 yıl ortalaması %22,71, son 12 ay ortalaması %27,99 ve son 6 ay ortalaması ise %28,74 olarak hesaplanmaktadır. Bu çerçevede 2024 yılında risksiz faiz oranı olarak %28,5 kullanılmıştır. Türkiye'de dönem itibarı ile uygulanmakta olan kademeli normalleşme politikası çerçevesinde tahvil faizlerinde önümüzdeki yıllarda enflasyondaki gerilemeye bağlı olarak kademeli bir iyileşme görülmektedir. Bu bağlamda risksiz faiz oranında 2025 yılından sonra periyodlarda kademeli azalış öngörülmüştür. Risksiz faiz oranının 2025 yılı için %26, 2026 yılında %24, 2027-2029'da %20, 2030-2032 yılları için %16, 2033 ve sonrası için %14 olacağı varsayılmıştır.

Pazar Risk Primi

Piyasa da Türkiye tarafına yönelik oluşturulan raporlar incelendiğinde risk priminin genel olarak %5,50 -%6,00 seviyelerinde kabul edildiği görülmektedir. Pazar risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır.

Şirket Risk Primi

Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki TGA satışlarında pandemi döneminde görülen dalgalanmalar ve TGA satışlarının finansal kuruluşlara bağlı olması gibi hususlar göz önüne alınarak, muhafazakar olmak adına %1 oranında ekstra Şirket risk primi dahil edilmiştir.

Beta

Bu değer Şirket'in sistematik riskini (piyasa riski) yansıtmaktadır. Şirket'in paylarının Borsa'da işlem görmüyor olması ve istatistiki olarak Şirket'e özgü Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında Beta 1,0 olarak kabul edilmiştir.

Özkaynak/Borç Oranı

Şirket'in 2024/09 dönemi itibariyle borçluluk oranı %40,8 seviyesinde bulunmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca bu oranın korunacağı öngörülmüştür.

Vergi Oranı

Kurumlar Vergisi oranı projeksiyon dönemi boyunca %30 olarak kullanılmıştır.

Borclanma Faiz Orani

Şirket'in 2024 yılı borçlanma maliyeti olarak Şirket'in 2024 yılı olarak ağırlıklı ortalama borçlanma maliyeti %53.0 olarak dikkate alınmış, 2025 yılı için %38,0 olarak varsayılmıştır. 2026T-2038T projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in risksiz faiz oranının %30 üzerinde borçlanacağı öngörülmüştür.

Büyüme oranı

Nakit akışları 2038 yılında sonlandırılmış olup, bu yıldan sonra devam eden değerler hesaplanmasında nihai büyüme oranı %5,0 olarak kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İNA Projeksiyonu (Mn TL)	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	2033 T	2034 T	2035 T	2036 T	2037 T	2038 T
Gelirler	1.226,7	2.195,0	2.903,6	3.502,0	4.151,3	4.857,1	5.451,8	6.077,5	6.740,6	7.427,1	8.065,1	8.752,8	9.496,6	10.301,0	11.172,6
Giderler	562,9	890,5	1.162,1	1.430,2	1.639,9	1.861,9	2.112,9	2.300,5	2.558,9	2.852,8	3.110,8	3.390,8	3.742,6	4.079,0	4.445,6
Düzeltilmiş FAVÖK	663,8	1.304,5	1.741,5	2.071,8	2.511,4	2.995,3	3.339,0	3.777,1	4.181,7	4.574,2	4.954,4	5.361,9	5.754,1	6.222,0	6.727,0
FAVÖK marjı	54%	59%	60%	59%	60%	62%	61%	62%	62%	62%	61%	61%	61%	60%	60%
FAVÖK Üzerinden Vergi	199,1	391,4	522,4	621,5	753,4	898,6	1.001,7	1.133,1	1.254,5	1.372,3	1.486,3	1.608,6	1.726,2	1.866,6	2.018,1
Vergi Oranı	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Yatırım Harcamaları	687,0	796,7	783,4	888,1	1.006,7	1.140,8	1.258,8	1.388,7	1.531,6	1.658,7	1.795,9	1.944,0	2.103,7	2.275,9	2.461,5
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-222,4	116,5	435,6	562,2	751,3	955,9	1.078,5	1.255,2	1.395,5	1.543,2	1.672,1	1.809,4	1.924,2	2.079,5	2.247,4
İskonto Faktörü	0,7	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
İndirgenmiş Nakit Akımı	-163,7	65,9	194,1	203,5	220,9	228,3	215,9	210,7	196,5	185,2	171,0	157,7	142,9	131,6	121,2
Projeksiyon Dönemi	2.281,7														
Sonsuz Büyüme	5%														
2038 Sonrası Değeri (Sonsuz değer)	1.032,0														
Firma Değeri	3.313,8														
Net Finansal Borç	676,5														
Özkaynak Değeri	2.637,3														

Şirket'in İNA analizine göre özsermaye değeri 2.637,3 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Genel Müdürlüğü
Nispetiye Mahallesi, Nispetiye Sok. No: 171 Kat: 5
Beşiktaş / İstanbul / Türkiye
Tic. Sic. No: 270927
Tic. Sic. No: 351210
Tic. Sic. No: 351210

5.2. Sonuç

Şirketin özsermaye değerinin hesaplanmasında piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımı sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi ile bulunan özsermaye değerine %60 ve çarpan analizi ile bulunan özsermaye değerine %40 ağırlık verilmiştir. Şirket için Halka Arz öncesi Özsermaye Değeri (Halka arz iskontosu yapılmadan) 3.072.075 bin TL olarak hesaplanmıştır. Çıkarılmış sermayesi 100.000.000 TL seviyesinde bulunan Sümer Varlık Yönetim A.Ş.'nin pay fiyatı 30,72 TL (Halka arz iskontosu yapılmadan) olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemleri (Bin TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Çarpan Analizi	3.724.250	40,0%	1.489.700
İNA Analizi	2.637.292	60,0%	1.582.375
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri (Bin TL)			3.072.075
Çıkarılmış Sermaye			100.000
Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Pay Başına Değer (TL)			30,72
Halka Arz İskontosu			28,4%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri (Bin TL)			2.200.000
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Pay Başına Değer (TL)			22,00

Hesaplanan bu Özsermaye Değeri üzerinden %28,4 halka arz iskonto uygulanması suretiyle Şirket için iskonto sonrası Halka Arz Özsermaye Değeri 2.200.000 bin TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre Sümer Varlık Yönetim A.Ş.'nin pay başına Halka Arz Değeri 22,00 TL olarak belirlenmiştir.

SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansmanı Dairesi

Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu) No:156
06530 Çankaya / ANKARA

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 21/11/2024 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarihi ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Gnış Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip, tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dökümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş konw-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiğini ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına,

Sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla.

ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Genel Müdürlüğü
Büyükdere OSB, No:171 MetroCity 2. Blok K:4-5
Kat:5 Esentepe-Şişli / İstanbul
Tic. Sic. No: 273100
Tic. Sic. No: 273100
Tic. Sic. No: 273100

Burak DEMİRBİLEK

Araştırma, Kurumsal Finansman ve
Yatırım Danışmanlığı Grup Başkanı

Kadir TEZELLER

Genel Müdür Yardımcısı

Şeker Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.
Merkez: Büyükdere Cad.
No: 171 MetroCity A Blok
Kat: 4/5 Esentepe-Şişli
İstanbul, TR
T: (+90) 212 334 33 33
F: (+90) 212 334 33 34
www.sekeryatirim.com.tr
Ticaret Sicil: 359210-0
Mersis: 0801008438500018

Şeker Yatırım Ankara
Ostim O.S.B Mah. 100. Yıl Bulvarı
Ostim Prestij İş Merkezi
No:55-D/41 Ostim - Yenimahalle
Ankara, TR
T: (+90) 312 939 24 50
F: (+90) 312 418 12 54

Şeker Yatırım İzmir
Mansuroğlu Mah. 1593/1 Sokak
No:4 Lider Centrio İş Merkezi
B Blok Kat:5 D:55 Bayraklı
İzmir, TR
T: (+90) 232 935 71 00
F: (+90) 232 489 06 60

SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansmanı Dairesi

Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu) No:156
06530 Çankaya / ANKARA

Şirket Değerleme Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F.9.maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, 21/11/2024 tarihli Sümer Varlık Yönetim A.Ş.'nin değerleme raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla.

Şeker Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.
Merkez: Büyükdere Cad.
No: 171 MetroCity A Blok
Kat: 4/5 Esentepe-Şişli
İstanbul, TR
T: (+90) 212 334 33 33
F: (+90) 212 334 33 34
www.sekeryatirim.com.tr
Ticaret Sicil: 359210-0
Mersis: 0801008438500018

ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Genel Müdürlüğü
Büyükdere Cad. No: 171 MetroCity A Blok Kat: 4-5
Esentepe-Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33
Bogazici Kurumlar Borsası 0084385
Ticaret Sicil No: 359210-0

Şeker Yatırım Ankara
Ostim O.S.B Mah. 100. Yıl Bulvarı
Ostim Prestij İş Merkezi
No:55-D/41 Ostim - Yenimahalle
Ankara, TR
T: (+90) 312 939 24 50
F: (+90) 312 418 12 54

Burak DEMİRBİLEK
Araştırma, Kurumsal Finansman ve
Yatırım Danışmanlığı Grup Başkanı

Kadir TEZELLER
Genel Müdür Yardımcısı

Şeker Yatırım İzmir
Mansuroğlu Mah. 1593/1 Sokak
No:4 Lider Centrio İş Merkezi
B Blok Kat:5 D:55 Bayraklı
İzmir, TR
T: (+90) 232 935 71 00
F: (+90) 232 489 06 60