



VAKIF FAKTORİNG A.Ş.

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

Kasım 2025



İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM	5
IV. DEĞERLEME	6
V. GÖRÜŞ	11

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (kısaca "Vakıf Yatırım") lider olduğu Vakıf Fatoring A.Ş. ("Vakıf Faktoring" veya kısaca "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında A1 Capital tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin İzahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	■ 850.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	■ 900.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 50.000.000 TL nominal – Sermaye Artırımı ■ 175.000.000 TL nominal – Ortak Satışı* ■ Toplam – 225.000.000 TL nominal
Dağıtım Yöntemi	■ Eşit Dağıtım (Yurt İçi Bireysel)
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Talep Toplama Yöntemi
Halka Arz Fiyatı	■ 14,20 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 3.195.000.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %25,00
Halka Arz Tarihi	■ 12-13-14 Kasım 2025
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini) / Pazarı	■ 20-21 Kasım 2025 / Yıldız Pazar
Halka Arz Tahsisatı	■ 135.000.000 TL nom. - %60- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ■ 90.000.000 TL nom. - %40- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar
Halka Arz Lideri	■ Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Taahhütler	<p>■ Vakıf Faktoring , Şirket Paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğini veya Borsa'ya veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağını, bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik bir açıklama yapılmayacağını taahhüt etmiştir.</p> <p>■ Şirket'in Halka Arz Eden Pay Sahipleri; -Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, sahip olduğu halka arza konu olmayan Şirket paylarının (Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. için fiyat istikrarı işlemleri neticesinde elde edilen paylar hariç), dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu etmeyeceklerini ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına, bu doğrultuda bir karar almayacaklarını ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapmayacaklarını,</p> <p>-Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren; 1 (bir) yıl boyunca sahip oldukları Şirket paylarını, payların halka arz fiyatının altında Borsa İstanbul'da satmayacaklarını, bu sonucu doğuracak başkaca işlemlere tabi tutmayacaklarını, söz konusu payların kısmen veya tamamen satılması durumunda özel durum açıklaması ile duyurulacağını ve Borsa dışında satılan payları alanlarında bu sınırlamaya tabi olacağını alıcılara bildireceğini, -İzahname onay tarihinden itibaren 180 gün boyunca sahip oldukları şirket paylarını (Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. için fiyat istikrarı işlemleri neticesinde elde edilen paylar hariç), Borsa'da veya Borsa dışında satılmayacağını, başka yatırımcı hesaplarına virmanlanmayacağını, Borsa'da özel emir ile ve/veya toptan satış işlemlerine konu edilmeyeceğini kabul, beyan ve taahhüt etmişlerdir.</p>
Fiyat İstikrarı	■ Lider aracı kurum, Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süreyle Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.'nin halka arzdan elde edeceği brüt fon tutarının %10'u kadar sağlanacak fon kaynağı ile fiyat istikrarı işlemlerinde bulunmayı planlamaktadır.

* Mevcut ortaklardan Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.'ya ait 107.834.821 TL nominal değerli, Vakıfbank Personeli Özel Sosyal Güvenlik Hizmetleri Vakfı'na ait 21.629.465 TL nominal değerli, Vakıf Finansal Kiralama AŞ'ye ait 32.254.464 TL nominal değerli ve Vakıf Pazarlama Sanayi ve Ticaret AŞ'ye ait 13.281.250 TL nominal değerli (B) grubu paylar halka arza konu edilecektir.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Vakıf Faktoring Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Vakıf Faktoring A.Ş. ("Şirket" veya "Vakıf Faktoring"), 1998'de faktoring ve her türlü finansman işlemlerini yapmak üzere kurulmuş olup, kurulduğu günden bugüne mevcut faaliyet konusunun temelini oluşturan faktoring sektöründe hizmet vermektedir.
- Şirket'in mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Vakıf Faktoring Ortaklık Yapısı					
Pay Sahibi	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	A	170.000.000	20,00%	170.000.000	18,89%
	B	612.834.821	72,10%	505.000.000	56,11%
Vakıfbank Personeli Özel Sosyal Güvenlik Hizmetleri Vakfı	B	21.629.465	2,54%	-	-
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	B	32.254.464	3,79%	-	-
Vakıf Pazarlama San.Tic.A.Ş.	B	13.281.250	1,56%	-	-
Halka Açık Kısım	B	-	-	225.000.000	25,00%
Toplam		850.000.000	100,0%	900.000.000	100,0%

- Şirket'in ana faaliyet konusu, firmaların yurt içi ve yurt dışı her türlü faktoring hizmetlerini sunmak, 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 temliki, tahsili, havalesi, bu alacaklara karşılık peşin ödemelerde bulunarak, müşterilerinin yurt içi ve yurt dışı alacakları hakkında danışmanlık hizmeti vermektir.
- Faktoring; üretici, dağıtıcı ve hizmet şirketlerine ait ticari alacakların, aracı bir kuruluşa (factor) satılmasını içeren bir finansman yöntemi olup, bu yöntemde factor, bir komisyon karşılığında finansman temini, müşteri hesaplarının takibi, alacakların tahsilatı ve bunların tahsil edilememe riskini üstlenmektedir.
- Şirket faktoring faaliyetlerini ağırlıklı olarak tek bir coğrafi bölgede (Türkiye) sürdürmektedir.
- Şirket'in Ankara ve İzmir Şubeleri tarafından münhasıran pazarlama faaliyetleri gerçekleştirilmekte olup, tüm operasyonel işlemler Şirket Genel Merkezindeki iş birimleri tarafından yürütülmektedir.
- Şirket, ağırlıklı olarak kredi değerliliği ve bilinirliği yüksek kurumsal nitelikteki ulusal ve uluslararası müşterilere faktoring hizmetleri vermekle birlikte, yurt içinde KOBİ'lerin satışları dolayısıyla doğmuş ve doğacak alacaklarını da devralarak bu alacakların tahsilini üstlenmekte, bu alacaklara karşılık peşin ödemelerde bulunarak söz konusu işletmelere finansman ya da garanti ve tahsilat hizmetleri sağlamaktadır.
- Şirket Uluslararası Faktorler Zinciri (FCI) ve Finansal Kurumlar Birliği asil üyesidir.
- BDDK tarafından aylık olarak yayınlanan Türkiye faktoring sektörü konsolide verilerine göre Şirket'in faktoring sektöründeki alacak pazar payı 2022 yılında %17,76, 2023 yılında %19,02, 2024 yılında 11,26 ve 2025 yılının ilk yarısında %8,91'dir.
- Şirket 31.12.2024 hesap dönemini 105,2 milyar TL işlem hacmi, 32,9 milyar TL aktif büyüklük, 4,3 milyar TL özkaynak büyüklüğü, 1,7 milyar TL net kar ile 30.06.2025 hesap dönemini ise 45,8 milyar TL işlem hacmi, 32,4 milyar TL aktif büyüklük, 5,3 milyar TL özkaynak büyüklüğü ve 881 milyon TL kar ile tamamlamıştır.

III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Vakıf Faktoring Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (Bin TL)				
Finansal Durum Tablosu	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri ve Merkez Bankası	174.993	510.523	306.833	384.598
Gerçeğe Uygun Değer Farkı Diğer Kapsamlı Gelire Yansıtılan Finansal Varlıklar (Net)	26.191	41.787	49.718	56.803
İtfa Edilmiş Maliyeti ile Ölçülen Finansal Varlıklar (Net)	22.611.298	37.481.289	32.424.129	31.839.448
Factoring Alacakları	22.611.298	37.481.289	32.424.129	31.839.448
<i>Takipteki Alacaklar</i>	<i>52.363</i>	<i>99.074</i>	<i>97.810</i>	<i>97.579</i>
Beklenen Zarar Karşılıkları/Özel Karşılıklar (-)	(52.363)	(72.909)	(97.810)	(97.579)
Maddi Duran Varlıklar (Net)	4.027	8.278	19.308	15.444
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	1.856	997	1.053	867
Cari Dönem Vergi Varlığı	203	1.487	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	946	20.506	21.275
Diğer Aktifler	182.856	190.464	67.043	59.020
Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Varlıklar (Net)	220	220	220	220
VARLIKLAR TOPLAMI	23.001.644	38.235.991	32.888.810	32.377.675
YÜKÜMLÜLÜKLER				
Alınan Krediler	20.158.989	33.000.633	28.141.846	26.142.311
Factoring Borçları	5.468	90	376	10
Kiralama İşlemlerinden Doğan Borçlar (Net)	890	6.497	17.994	15.113
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	1.513.520	2.228.522	-	640.415
Türev Finansal Yükümlülükler	-	-	-	-
Karşılıklar	46.847	73.500	68.285	70.226
Cari Vergi Borcu	96.482	231.124	258.406	225.673
Ertelenmiş Vergi Borcu	137	-	-	-
Diğer Yükümlülükler	25.011	22.162	10.808	4.453
ÖZKAYNAKLAR	1.154.300	2.673.463	4.391.095	5.279.474
Ödenmiş Sermaye	450.000	850.000	850.000	850.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	22.501	36.928	47.381	54.466
Kar Yedekleri	135.079	281.799	1.786.535	3.493.714
Kar veya Zarar	546.720	1.504.736	1.707.179	881.294
YÜKÜMLÜLÜK TOPLAMI	23.001.644	38.235.991	32.888.810	32.377.675

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Kâr Zarar Tablosu (Bin TL)					
	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2024	30.06.2025
Esas Faaliyet Gelirleri	2.429.221	8.670.672	12.809.590	6.918.423	4.926.193
Factoring Gelirleri	2.429.221	8.670.672	12.809.590	6.918.423	4.926.193
Factoring Alacaklarından Alınan Faizler	2.407.827	7.506.217	12.787.765	6.907.139	4.920.119
Factoring Alacaklarından Alınan Ücret ve Komisyonlar	21.394	1.164.455	21.825	11.284	6.074
Finansman Giderleri (-)	(1.692.690)	(6.510.345)	(10.455.033)	(5.735.250)	(3.563.914)
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	(1.317.612)	(5.006.217)	(10.096.469)	(5.467.643)	(3.444.479)
Kiralama İşlemlerine İlişkin Faiz Giderleri	(243)	(798)	(4.207)	(1.862)	(2.146)
İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Faizler	(161.062)	(306.908)	(105.628)	(105.628)	(52.717)
Verilen Ücret ve Komisyonlar	(213.773)	(1.196.422)	(248.729)	(160.117)	(64.572)

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Kâr Zarar Tablosu (Bin TL)					
	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2024	30.06.2025
Brüt Kar/Zarar	736.531	2.160.327	2.354.557	1.183.173	1.362.279
Esas Faaliyet Giderleri (-)	(59.165)	(133.733)	(230.783)	(89.465)	(145.518)
Personel Giderleri	(31.141)	(68.722)	(137.475)	(66.213)	(96.959)
Kıdem Tazminatı Karşılığı Giderleri	(1.797)	(68.722)	(137.475)	(66.213)	(96.959)
Genel İşletme Giderleri	(26.227)	(60.938)	(90.199)	(21.894)	(46.291)
Brüt Faaliyet Kar/Zarar	677.366	2.026.594	2.123.774	1.093.708	1.216.761
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.286.478	1.857.587	1.945.553	762.742	2.298.926
Bankalardan Alınan Faizler	14.469	101.680	321.620	184.308	45.681
Türev Finansal İşlemler Karı	259.726	-	-	-	-
Kambiyo İşlemleri Karı	1.003.742	1.747.864	1.549.604	577.969	2.253.014
Diğer	8.541	8.043	74.329	465	231
Karşılık Giderleri	(7.440)	(26.165)	(79.615)	(26.165)	-
Özel Karşılıklar	(7.440)	(26.165)	(26.165)	(26.165)	-
Genel Karşılıklar	-	-	(53.450)	-	-
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(1.233.939)	(1.709.507)	(1.549.037)	(578.747)	(2.256.025)
Türev Finansal İşlemlerden Zarar	-	-	-	-	-
Kambiyo İşlemleri Zararı	(1.233.330)	(1.707.496)	(1.548.081)	(577.959)	(2.254.995)
Diğer	(609)	(2.011)	(956)	(788)	(1.030)
Net Faaliyet Kar/Zarar	722.465	2.148.509	2.440.675	1.251.538	1.259.662
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zarar	722.465	2.148.509	2.440.675	1.251.538	1.259.662
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı	(175.745)	(643.773)	(733.496)	(376.096)	(378.368)
Cari Vergi Karşılığı	(125.516)	(646.026)	(750.535)	(376.788)	(379.137)
Ertelenmiş Vergi Gider Etkisi (-)	(50.229)	-	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Gelir Etkisi (-)	-	2.253	17.039	692	769
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Net Kar/Zarar	546.720	1.504.736	1.707.179	875.442	881.294
Dönem Karı/Zararı	546.720	1.504.736	1.707.179	875.442	881.294
Hisse Başına Kar/Zarar	0,6432	1,7703	2,0084	1,0299	1,0368

IV. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Vakıf Faktoring Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "A1 Capital") tarafından 26.08.2025 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Vakıf Faktoring A.Ş. Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") indirgenmiş Temettü Akımları (İTA), Özsermaye Artık Getiri Modeli ile Piyasa Çarpanları yöntemleri incelenmiş olduğu, Özsermaye Artık Getiri Modeli ile Piyasa Çarpanları yöntemlerinin kullanıldığı ifade edilmiştir.

IV.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Rapor'da hedef özsermaye (piyasa) değeri F/K çarpanı ile 30.06.2025 tarihli yıllıklandırılmış net dönem karı çarpımıyla elde edilen tutarın %50'si ve PD/DD çarpanıyla 30.06.2025 tarihli özkaynak tutarının çarpılması suretiyle elde edilen tutarın %50'si toplanarak elde edilmiştir.

Vakıf Faktoring için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde, XAKUR ve XFINK yurt içi sektör endekslerinde yer alan karşılaştırılabilir firmalara ilişkin yapılan çarpan analizinde, eliminasyon sonrası aritmetik ortalamaları hesaplanan PD/DD ve F/K çarpan değerleri esas alınarak Şirket'in hedef piyasa değeri 15.620.406 Bin TL olarak hesaplanmıştır. Söz konusu analize göre pay başına oluşan değer 18,38 TL'dir.

Çarpan Analizinde Kullanılan Parametreler	(Bin TL)
Özkaynaklar (30.06.2025)	5.279.474
Yıllıklandırılmış Net Kar (30.06.2025)	1.713.031
Ödenmiş Sermaye (30.06.2025; Nominal TL)	850.000

Kaynak : Finansal Tablolar, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Firma Çarpan Analizi (Bin TL)						
Çarpan Tanımları	Çarpan Oranı	Net Kar	Özkaynaklar	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)
F/K Çarpan (x)	11,22	1.713.031		19.220.178	50,00%	9.610.089
PD/DD Çarpan (x)	2,28		5.279.474	12.020.634	50,00%	6.010.317
İskontosuz Ortalama Özsermaye Değeri					100%	15.620.406
						850.000
İskontosuz Pay Değeri/TL						18,38

Kaynak: Finnet, 25.08.2025 tarihli Borsa İstanbul kapanış verileri

Yurt dışı çarpan analizinde PD/DD ve F/K çarpanları eşit oranda ağırlandırılarak kullanılmış olup benzer şirketler örnekleme kümesinde 47 gözlem değeri bulunduğu ifade edilmiştir. Rapor'da uç değerler aykırı değer analiz yöntemi altında elimine edilerek medyan kullanılmıştır.

A1 Capital tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde, F/K çarpanı ile çarpan analizinde kullanılan parametreler tablosunda hesaplanan 30.06.2025 tarihli yıllıklandırılmış net dönem karı çarpımıyla elde edilen tutarın %50'si ve PD/DD çarpanıyla 30.06.2025 tarihli özkaynak tutarının çarpılması suretiyle elde edilen tutarın %50'si toplanarak piyasa değerinin elde edildiği belirtilmiştir. Rapor'da Şirket'in hedef piyasa değeri 14.424.595 Bin TL olarak hesaplanmıştır. Söz konusu analize göre pay başına oluşan değer ise 16,97 TL'dir.

Yurt Dışı Çarpan Analizi (Bin TL)						
Çarpan Tanımları	Çarpan Oranı	Net Kar	Özkaynaklar	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)
F/K Çarpan (x)	11,47	1.713.031		19.655.957	50,00%	9.827.978
PD/DD Çarpan (x)	1,74		5.279.474	9.193.234	50,00%	4.596.617
İskontosuz Ortalama Özsermaye Değeri					100%	14.424.595
						850.000
İskontosuz Pay Değeri/TL						16,97

Kaynak: Finnet, 26.08.2025 tarihli Borsa İstanbul kapanış verileri

IV.2 ÖZSERMAYE ARTIK GETİRİ MODELİ

Rapor'da, Şirket'in bugünkü özsermayesi, projeksiyon dönemi (2025-2030) için tahmin edilen özsermaye artık getirisinin bugünkü değeri ve projeksiyon dönemi sonunda hesaplanan özsermaye artık getirisinin devam eden değerinin toplamı alınarak hesaplanmıştır.

Rapor'da yer alan projeksiyonların, mevcut piyasa ve ekonomik koşulların değişmesine bağlı olarak öngörülenden farklı gerçekleşmesi durumunda, Özsermaye Artık Getiri Modeli kapsamında da farklı değerlendirme sonuçlarına ulaşılabileceği belirtilmiştir.

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
GSYİH Büyüme (y/y)**	5,50%	5,10%	3,20%	2,90%	3,70%	3,40%	3,70%	3,90%	4,10%
TÜFE (Yıllık Ortalama)*	72,30%	53,90%	58,50%	34,50%	24,20%	16,90%	14,80%	12,70%	11,20%
TÜFE (Yıl Sonu)*	64,30%	64,80%	44,40%	29,70%	20,40%	17,50%	15,10%	12,90%	11,10%
USD/TL (Yıllık Ortalama)	16,59	23,79	32,82	39,62	47,61	55,05	62,55	69,75	76,44
USD/TL (Yıl Sonu)*	18,70	29,44	35,28	43,96	51,25	58,84	66,27	73,24	79,65
ABD TÜFE (Yıl Sonu)**	6,40%	3,20%	2,70%	2,90%	2,30%	2,40%	2,20%	2,20%	2,20%

Kaynak: TÜİK, TCMB

*: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketi, Ağustos 2025

** : <https://www.inf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2025/April/select-country-group>

Sermaye Maliyeti

Şirket için tespit edilen özsermaye artık getirileri Sermaye Maliyeti ile bugüne indirgenmiştir. Sermaye Maliyeti hesaplamasında Finansal Varlık Fiyatlama Modeli kullanılmıştır. Şirket'in fonksiyonel para birimi Türk Lirası'dır ("TL") ve finansal durumu ve faaliyet sonuçları TL cinsinden sunulmuştur.

Rapor'da değerlendirme konusu varlığın ömrü ile en tutarlı risksiz getiri oranı olarak TRT131130T14 ISIN kodlu 13 Kasım 2030 vadeli tahvil seçilmiştir. Rapor tarihi olan 26.08.2025'den bir iş günü öncesinde (25.08.2025) TRT131130T14 ISIN kodlu tahvilin piyasa kapanış oranı %30,28 seviyesidir. TCMB Piyasa Katılımcıları Anketinde gelecek 5 yılda TÜFE' de öngörülen düşüş beklentisine dayalı olarak risksiz faiz oranında kademeli gerileme varsayılmıştır. Bu varsayım altında, TRT131130T14 ISIN kodlu tahvilin bileşik faiz oranının 2025-2030 projeksiyon döneminin sonu olan 2030 yılında %18,00 seviyesine gerileyeceği öngörülmüştür.

İndirgenme oranının belirlenmesinde kullanılan ülke risk primi %5,50 seviyesinde varsayılmış ve bu oranda hesaplamalara dahil edilmiştir. Vakıf Faktoring'in bir kamu ortaklığı şirketi olması nedeniyle Spesifik Risk Primi "sıfır" olarak varsayılmıştır. Bu şekilde, Türk Sermaye Piyasalarının Risk Primi %5,50 olarak hesaplanmış ve 2025-2030 yılları için %5,50 seviyesinde sabit varsayılmıştır. Tablo 24 'te belirlenen risksiz faiz oranına 2025-2030 projeksiyon dönemi boyunca toplamda 5,50 puan risk primi ilave edilmiş ve dolayısıyla, UDS 400 / 60.5 / b bendinde yer alan "ilave risklerle düzeltilmiş risksiz getiri oranı" ifadesi karşılanmıştır.

Şirket paylarının Borsa İstanbul' da işlem görmeye başlamaması nedeniyle paya özgü Beta hesabı yapılamayacağından işbu fiyat tespit raporunda gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında Beta (B) = 1 kabul edilmiştir.

Sermaye Maliyeti	2025
Risksiz Getiri Oranı	30,30%
Türkiye Risk Primi	5,50%
Beta (β)	1,00
Sermaye Maliyeti	35,80%

A1 Capital tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde yukarıda yer alan varsayımlar doğrultusunda Şirket'in 2025 yılı için sermaye maliyeti %35,80 olarak hesaplanmaktadır. 2025 yılı sonrası için %30,50-%23,50 olacağı hesaplanmıştır.

Rapor'da Özsermaye Artık Getiri Modeli projeksiyonunda Sermaye Maliyeti esas alınarak hesaplanan indirgeme oranı ile Özsermaye Artık Getirilerinin Bugüne İndirgenen Değerlerinin 31.12.2025- 31.12.2030 projeksiyon dönemindeki toplamına (4.574.999 Bin TL), 2030 yılı soması için %5 seviyesinde varsayılan uç değer büyüme oranı ile hesaplanan "Devam Eden Özsermaye Artık Getirisinin Bugüne İndirgenen Değeri" (6.333.096 Bin TL) ve dönem başı (31.12.2024) özsermaye defter değeri (4.251.109 Bin TL) eklendiğinde Şirket'in özsermaye değeri 15.159.204 Bin TL olarak hesaplanmaktadır.

Özsermaye (Piyasa) Değeri Hesabı	
	(Bin TL)
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirilerinin Bugünkü değeri	4.574.999
Dönem Başı Özsermaye Defter Değeri (31.12.2024)	4.251.109
Devam Eden Özsermaye Artık Getirisinin Bugünkü Değeri	6.333.096
Özsermaye Artık Getirisinin Devam Eden Değeri	19.592.826
<i>Projeksiyon Dönemi Sonu Özsermaye Artık Getirisi</i>	<i>3.452.069</i>
<i>Devam Eden Büyüme Oranı</i>	<i>5,00%</i>
<i>Devam Eden Dönemde Sermaye Maliyeti</i>	<i>23,50%</i>
<i>(Özsermaye Maliyeti - Büyüme Oranı)</i>	<i>18,50%</i>
<i>Terminal Yıl İndirgeme Faktörü</i>	<i>32,32%</i>
Şirket Özsermaye Değeri	15.159.204
Konsolide Edilmeyen İştiraklerin Defter Değeri	0
Toplam Özsermaye Değeri	15.159.204
Ödenmiş Sermaye	850.000
Hisse Başına Değer	17,83

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

IV.3 SONUÇ

Vakıf Faktoring Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken 'İndirgenmiş Temettü Akımları (İTA), Özsermaye Artık Getiri Modeli ve Piyasa Çarpanları yöntemleri incelenmiş olup, Özsermaye Artık Getiri Modeli ile Piyasa Çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. Yukarıda açıklanan yöntemler arasında İndirgenmiş Özsermaye Artık Getiri Modeli'nin %50 ve Piyasa Çarpanları'nın %50 oranında ağırlıklandırılması sonucu hesaplanan hedef şirket değeri 15.090.852.389 TL olup, değerlendirme çalışması sonucunda bulunan sermaye değeri aşağıdaki tablo gösterilmiştir.

Değerleme Sonucu	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
1-Özsermaye Artık Getiri Modeli			
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirilerinin Bugünkü Değeri	4.574.999.444		
Dönem Başı Özsermaye Defter Değeri (31.12.2024)	4.251.108.680		
Devam Eden Özsermaye Artık Getirisinin Bugünkü Değeri	6.333.096.147		
Konsolide Edilmeyen İştiraklerin Defter Değeri	-		
-Özsermaye Değeri (TL)	15.159.204.271	50,00%	7.579.602.136
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
2.1 - Yurt İçi Çarpan Analizi			
F/K Çarpan (x)	11,22		
-Özsermaye Değeri (TL)	19.220.177.702	12,50%	2.402.522.213
Yıllıklandırılmış Net Kar (TL; 30.06.2025)	1.713.031.000		
PD/DD Çarpan (x)	2,28		
-Özsermaye Değeri (TL)	12.020.633.834	12,50%	1.502.579.229
Net Defter Değeri (TL; 30.06.2025)	5.279.474.000		
2.2 - Yurt Dışı Çarpan Analizi			
F/K Çarpan (x)	11,47		
-Özsermaye Değeri (TL)	19.655.956.829	12,50%	2.456.994.604
Yıllıklandırılmış Net Kar (TL; 30.06.2025)	1.713.031.000		
PD/DD Çarpan (x)	1,74		
-Özsermaye Değeri (TL)	9.193.233.665	12,50%	1.149.154.208
Net Defter Değeri (TL; 30.06.2025)	5.279.474.000		
Özsermaye Artık Getiri Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	15.159.204.271	50,00%	7.579.602.136
Çarpan Yöntemi İle Hesaplanan Özsermaye Değeri	15.022.500.507	50,00%	7.511.250.254
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (TL)		100,00%	15.090.852.389
Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)			850.000.000
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			17,75
İskonto Oranı			20,00%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)			12.070.000.000
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			14,20

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Rapor'da değerlendirme çalışması kapsamında hesaplanan özsermaye değerinin satış öncesi ödenmiş sermayesi olan 850.000.000 TL'ye bölünmesi ve uygulanan %20,0 iskonto sonrası pay değeri 14,20 TL olarak hesaplanmıştır.

V. GÖRÜŞ

A1 Capital tarafından Vakıf Faktoring için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden Özsermaye Artık Getiri Modeli ve Piyasa Çarpanları Yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin ve projeksiyonların gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmadığımız hususu göz önünde bulundurulmalıdır.

Değerlemede Piyasa Çarpanları Yöntemi'nin yanı sıra Özsermaye Artık Getiri Modeli'ne yer verilmesi ve ileriye dönük nakit akım projeksiyonlarının yatırımcılar ile paylaşılmış olmasının olumlu olduğunu düşünüyoruz. Ancak, değerlendirme çalışmasında kullanılan Özsermaye Artık Getiri Modeli geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Şirket'in nihai değerinin hesaplanmasında

- Piyasa Çarpanı Analizine %50, Özsermaye Artık Getiri Modeline %50 ağırlık verilmesi ile eşit oranda ağırlıklandırılması ve iki yöntemin de kullanılmış olmasını,
- Uç değerlerin elimine edilerek medyan kullanılmasını,
- Projeksiyon döneminin 2025-2030 yılları arasında alındığı dönemde sermaye maliyeti için alınan değerlerin makul seviyelerde olmasını,
- Özsermaye Artık Getiri Modeli'nde faktoring gelirleri, finansman giderleri, esas faaliyet giderleri, net kar projeksiyonlarının detaylı paylaşılması,

değerleme açısından olumlu olarak değerlendirmekteyiz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.