

Dünya Varlık Yönetim A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Invest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İfo Yatırım") tarafından Dünya Varlık Yönetim A.Ş. ("Dünya Varlık" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Invest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	22-23-24 Ocak 2025
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	185.000.008 TL
Sermaye Artırımı	32.600.000 TL nominal
Mevcut Pay Satışı	32.600.000 TL nominal
Ek Satış	13.040.000 TL nominal
Halka Açıklık Oranı	%29,96 (Ek Satış Dahil: %35,96)
Halka Arz Satış Fiyatı	38,44 TL
Halka Arz Büyüklüğü	2.506.288.000 TL (Ek Satış Dahil: 3.007.545.600 TL)

Kaynak: İzahname, KAP

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi									
Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası Ek Satış Dahil			Halka Arz Sonrası Ek Satış Dahil		
	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Vector Holdings S.a.r.l.	B	92.742.588	50,13	B	64.142.238	29,48	B	52.702.098	24,22
Vector Investments Holding S.a.r.l.	A	40.561.252	21,93	A	40.561.252	18,64	A	40.561.252	18,64
	B	28.998.764	15,68	B	28.998.764	13,33	B	28.998.764	13,33
European Bank for Reconstruction and Development	A	5.688.751	3,08	A	5.688.751	2,61	A	5.688.751	2,61
	B	17.008.653	9,19	B	13.009.003	5,98	B	11.409.143	5,24
Halka Açık Kısım	B	-	0,00	B	65.200.000	29,96	B	78.240.000	35,96
Toplam		185.000.008	100		217.600.008	100		217.600.008	100

Kaynak: İzahname, KAP

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Sermaye artışı yolu ile elde edilecek net gelir in %70'ine karşılık gelen tutarın tahsisli gecikmiş alacak alınması, %30'una karşılık gelen tutarın muhtelif finansal borçların ödenmesi amacıyla kullanılmasına ve Şirket'in ihtiyaç duyulması halinde, yukarıda ifade edilen fon kullanım kalemleri arasında %10 kadar geçiş yapabilmesine karar verilmiştir.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, BDDK'nın 19.03.2020 tarihli düzenlenen faaliyet iznine dayalı olarak, başta bankaların bireysel, KOBİ, ticari, kurumsal segmentlerindeki teminatl ve teminatsız tüm kredi portföyleri olmak üzere, tüm finansal kuruluş alacak portföylerine yatırım yapan ve tahsilat süreçlerini yöneten lisanslı bir Varlık Yönetim Şirketi'dir. Bununla birlikte Şirket, farklı isimlerle de olsa 2008 yılından bu yana sektörde faaliyet göstermekte olup sektörün ilk şirketleri arasındadır. 2024/09 itibarıyla toplam çalışan sayısı 472'dir.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Dünya Varlık, bankaların bireysel, KOBİ, ticari, kurumsal segmentlerindeki teminatl ve teminatsız tüm kredi portföyleri olmak üzere, tüm finansal kuruluş alacak portföylerine yatırım yapan ve tahsilat süreçlerini yöneten lisanslı bir Varlık Yönetim Şirketi'dir. Öncelikle müşterilerle iletişim kurarak sulhen/anlaşma yolu ile tahsilat sağlanması ve müşterinin ödeme gücüne göre alternatif ödeme planlarının geliştirmesini amaçlayan Şirket, sulhen çözümü kısa vadede mümkün olmayan alacaklar için hukuki işlemleri Türkiye genelinde icra dairelerinde anlaşmalı hukuk büroları aracılığıyla yürütmektedir. Varlık yönetim şirketleri, Kaynak Kuruluşlar olan Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun (TMSF), yurt içi ve yurt dışında yerleşik bankaların, özel finans kurumlarının, diğer mali kurumların ve kredi sigortası veren sigorta şirketlerinin söz konusu hizmetlerinden doğan alacakları ve diğer varlıkları satın alabilirler ve satabilirler. Varlık yönetim şirketleri ayrıca söz konusu alacakların ve diğer varlıkların tahsilatı, yeniden yapılandırılması veya üçüncü kişilere devri konularında aracılık ve danışmanlık ile diğer şirketlere kurumsal ve finansal yeniden yapılandırma alanlarında da danışmanlık hizmeti verebilirler.

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Gelir Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Faiz Gelirleri	379.559.000	818.190.000	2.309.516.000	1.618.467.000	2.313.571.000
Faiz Giderleri	(125.167.000)	(124.572.000)	(213.728.000)	(126.793.000)	(555.319.000)
Net Faiz Geliri	254.392.000	693.618.000	2.095.788.000	1.491.674.000	1.758.252.000
Net Faiz Geliri Marjı (%)	67,02%	84,77%	90,75%	92,17%	76,00%
Brüt Faaliyet Karı	167.434.000	534.819.000	1.824.224.000	1.296.467.000	1.409.710.000
Brüt Faaliyet Karı Marjı (%)	44,11%	65,37%	78,99%	80,10%	60,93%
Net Karı/Zararı	62.539.000	266.520.000	986.333.000	710.403.000	636.001.000
Net Kar Marjı (%)	16,48%	32,57%	42,71%	43,89%	27,49%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Aktifler	1.395.423.000	1.782.104.000	3.210.241.000	5.605.594.000
Pasifler	1.395.423.000	1.782.104.000	3.210.241.000	5.605.594.000
Yükümlülükler	772.201.000	898.111.000	1.347.251.000	3.115.940.000
Özkaynaklar	623.222.000	883.993.000	1.862.990.000	2.489.654.000

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

2. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. Yapılmış olan çarpan analizlerinde yurt içi benzer şirketler ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketlere yer verilmiş ve Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ile Piyasa Değeri / Net Kar (F/K) çarpanları kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında İndirgenmiş nakit akışı analizi %50 ve Çarpan Analizine yurt dışı benzer şirket %10, BIST Bankacılık Dışı Finans şirketlerinden oluşturulan örnekleme %10 ve son olarak yurtiçi benzer şirketlere %30 olacak şekilde ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İNA çalışması şirketin 2024- 2037 yıllarına ilişkin tahminleri içermektedir.

mTL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Toplam Tahsilatlar	3.082	4.666	7.715	12.165	15.271	18.218
Diğer Gelirler	18	22	50	57	64	71
Portföyün Maliyeti	(577)	(865)	(1.719)	(3.508)	(4.265)	(5.476)
Operasyonel Giderler	(1.137)	(1.669)	(2.614)	(3.967)	(5)	(5.962)
TFRS EBITDA	1.413	2.188	3.467	4.788	6.117	6.905
EBITDA Marjı	45,9%	46,9%	44,9%	39,4%	40,1%	37,9%
TFRS EBIT	1.386	2.154	3.417	4.730	6.049	6.826
Cash EBITDA	1.991	3.054	5.187	8.296	10.382	12.382
EBITDA Marjı	65,00%	65,00%	67,00%	68,00%	68,00%	68,00%
Operasyonel Vergiler	(416)	(646)	(1.025)	(1.419)	(1.815)	(2.048)
Vergi Oranı	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Amortisman	(28)	(34)	(50)	(58)	(68)	(79)
Portföy Yatırımları	(2.653)	(3.905)	(6.657)	(7.111)	(7.118)	(6.840)
Gayrimenkul Yatırımları	(14)	(18)	(22)	(25)	(28)	(31)
Maddi Olm. Dur. Var. Yat.	(34)	(37)	(45)	(51)	(58)	(63)
Toplam Yatırımlar	(2.701)	(3.961)	(6.723)	(7.187)	(7.204)	(6.934)
Yatırım/Tahsilat	87,6%	84,9%	87,1%	59,1%	47,2%	38,1%
Kaldıraçsız Nakit Akımı	157	(1.553)	(2.561)	(310)	1.364	3.399
AOSM	59,3%	35,7%	27,2%	20,5%	17,6%	17,6%

mTL	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T
Toplam Tahsilatlar	20.065	21.206	21.897	22.374	22.544	23.671	24.854	26.097
Diğer Gelirler	78	85	94	103	113	119	125	131
Portföyün Maliyeti	(6.167)	(6.515)	(6.649)	(6.812)	(6.698)	(7.033)	(7.384)	(7.754)
Operasyonel Giderler	(6.596)	(7.051)	(7.366)	(7.616)	(7.785)	(8.174)	(8.583)	(9.012)
TFRS EBITDA	7.440	7.790	8.043	8.122	8.253	8.664	9.095	9.547
EBITDA Marjı	37,1%	36,7%	36,7%	36,3%	36,6%	36,6%	36,6%	36,6%
TFRS EBIT	7.351	7.694	7.942	8.012	8.133	8.538	8.963	9.408
Cash EBITDA	13.607	14.306	14.692	14.934	14.951	15.697	16.480	17.301
EBITDA Marjı	68,00%	67,00%	67,00%	67,00%	66,00%	66,00%	66,00%	66,00%
Operasyonel Vergiler	(2.205)	(2.308)	(2.383)	(2.404)	(2.440)	(2.561)	(2.689)	(2.823)
Vergi Oranı	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Amortisman	(88)	(96)	(101)	(110)	(120)	(126)	(132)	(139)

Portföy Yatırımları	(6.880)	(6.714)	(6.648)	(6.848)	(6.855)	(7.198)	(7.558)	(7.936)
Gayrimenkul Yatırımları	(34)	(37)	(41)	(45)	(49)	(52)	(54)	(57)
Maddi Olm. Dur. Var. Yat.	(69)	(76)	(84)	(89)	(94)	(98)	(103)	(108)
Toplam Yatırımlar	(6.984)	(6.827)	(6.773)	(6.982)	(6.998)	(7.348)	(7.716)	(8.101)
Yatırım/Tahsilat	34,8%	32,2%	30,9%	31,2%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Kaldıraçsız Nakit Akımı	4.418	42.856	5.536	5.548	5.513	5.787	6.075	6.377
AOSM	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	9.625							
Firma değeri	10.993							
Net Borç	2.339							
Piyasa değeri (30/09/2024)	8.654							
Piyasa değeri bugünkü değeri (12/12/2024)	9.625							

Kaynak: Info Yatırım

- Değerleme çalışmasında AOSM hesaplamasında risksiz faiz oranı 2024 – 2028 yılları arasında yüksek enflasyon nedeniyle beklenen enflasyona enflasyonun %10'u kadar prim eklenerek belirlenmiştir. 2028 yılından sonrası için risksiz faiz oranı 10 yıllık devlet tahvilinin faiz oranının uzun vadeli ortalaması göz önünde bulundurularak belirlenmiştir.
- Piyasa risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuş ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak 2024 yılı için AOSM %59,3 olarak hesaplanırken sonraki yıllarda enflasyonda beklenen kademeli düşüş ile sırasıyla 2025, 2026 ve 2027 yılları için %35,7, %27,2 ve %20,5 olarak hesaplanmıştır. 2028 – 2037 yılları arasında %17,6 seviyesinde sabit tutulmuştur.
- Vergi oranı ise 2024-2037 yılları arasında %30 seviyesinde sabit tutulmuştur.

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2031+
Risksiz Faiz Oranı	64,8%	37,0%	27,1%	19,1%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
Ülke Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Sermaye Maliyeti	70,3%	42,5%	32,6%	24,6%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
Borçlanma Oranı	68,8%	41,0%	31,1%	23,1%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%
Toplam Finansmandaki Özkaynak Oranı	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%
Kurumlar Vergisi Oranı	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
AOSM	59,3%	35,7%	27,2%	20,5%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%

Kaynak: Info Yatırım

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurt içi BIST Bankacılık Dışı Finans Şirketleri Örnekleme, yurt içinde Borsa'da işlem gören varlık yönetim şirketleri statüsündeki 2 adet şirket ve dışındaki benzer şirketler dikkate alınmıştır. Yurt içi BIST Bankacılık Dışı Finans Şirketleri Örnekleminin ve yurt dışı benzer şirketlerin ağırlıkları eşit %10 seviyesinde değerlendirilmiş, yurt içi benzer şirketler ise %30 ağırlık ile değerlendirilmiştir.
- Çarpan analizinde yurt içi BIST Bankacılık Dışı Finans Şirketleri Örnekleminde F/K çarpanı dikkate alınmış. Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerde F/K ve FD/FAVÖK çarpanları eşit ağırlıkta olacak şekilde dikkate alınmıştır.

Mn TL	Değer
Dünya Varlık Net Kar 2024/09 4Ç	912
BIST Finans Medyan F/K (x)	7,3x
BIST Finans F/K (x) Çarpanına Göre PD	6.669
F/K (x) Çarpanına Verilen Ağırlık (%)	100%
BIST Finans Şirketlerinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	6.669

Mn TL	Değer
Dünya Varlık Net Kar 2024/09 4Ç	912
Yurt İçi Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	8,8x
Yurt İçi Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan PD	7.996
F/K (x) Çarpanına Verilen Ağırlık (%)	50%

Mn TL	Değer
Dünya Varlık Cash EBITDA 2024/09 4Ç	1.899
Yurt İçi Benzer Şirketler Medyan EV/Cash EBITDA (x)	6,2x
Dünya Varlık Net Borç 2024/09	2.340
Yurt İçi Benzer Şirketler EV/Cash EBITDA Çarpanına Göre PD	9.472
EV/Cash EBITDA (x) Çarpanına Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurt İçi Benzer Şirketlerinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	8.734

Mn TL	Değer
Dünya Varlık Net Kar 2024/09 4Ç	912
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	6,7x
Yurt Dışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre PD	6.119
F/K (x) Çarpanına Verilen Ağırlık (%)	50%

Mn TL	Değer
Dünya Varlık Cash EBITDA 2024/09 4Ç	1.899
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyan EV/Cash EBITDA (x)	6,3x
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/Cash EBITDA Çarpanına Göre FD	11.997
Dünya Varlık Net Borç 2024/09	2.339
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/Cash EBITDA Çarpanına Göre PD	9.658
EV/Cash EBITDA (x) Çarpanına Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurt Dışı Benzer Şirketlerinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	7.888

Kaynak: Info Yatırım

- Çarpan analizi sonucu 8.152 milyon TL ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Değerleme Sonuçları

Değerleme Sonucu	Hesaplanan Değer (mTL)	Ağırlık
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre Özsermaye Değeri	9.625	50%
BİST Bankacılık Dışı Finans Çarpanlara göre Özsermaye Değeri	6.669	10%
Yurt Dışı Benzer Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	7.888	10%
Yurt İçi Benzer Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	8.734	30%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mTL)	8.888	100%
Pay Değeri (TL)	48,05	
Halka Arz İskontosu	20,00%	
İskontolu Özsermaye Değeri	7.111	
İskontolu Pay Değeri (TL)	38,44	

Kaynak: Info Yatırım

- Değerleme çalışmasında İNA Analizine %50 ve Çarpan Analizine %50 oranda ağırlık verilmiştir.
- Buna göre 8.888 milyon TL halka arz öncesi piyasa değerine ulaşılmış ve halka arz öncesi özsermaye değerine %20,0 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Böylelikle hisse başına fiyat 38,44 TL olarak hesaplanmıştır.

3. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğunu düşünüyoruz. Değerleme sonucu bulunan firma değerine uygulanan %20 halka arz iskontosunu makul buluyoruz. Belirlenen değerleme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında 38,44 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizlerinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde kullanılan FAVÖK hesaplanırken tahakkuk bazlı değil nakit bazlı hesaplama yapılmasını makul buluyoruz.
- İNA analizinde operasyonlar için TL bazlı projeksiyon çalışması yapılmış olup İNA analizinde terminal büyüme oranının %5,0 olarak alınmasının uygun olduğunu değerlendiriyoruz.
- AOSM'nin 2024 yılında %59,3 bulunup 2025 ve izleyen yıllarda azalan bir trend izlemesi varsayımını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzerler örneklemelerini doğru buluyoruz.

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından gerçekleştirilen değerleme çalışmasında kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmaları dikkate alarak yaptığımız incelemeler sonucunda, belirlenen 38,44 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varmış bulunmaktayız.