



## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

---

# SÜMER VARLIK YÖNETİM A.Ş.

## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

### BULLS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esentepe Mah, Büyükdere Cad, No: 173,  
1, Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul Tel: (0212) 410 05 00

11.12.2024

---

#### Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul  
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05  
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com  
info@bullsyatirim.com



## FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

### 1. Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII 128,1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporunda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Sümer Varlık Yönetim A.Ş. ("**Şirket**", "**Sümer Varlık**") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 21.11.2024 tarihli Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("**Şeker Yatırım**") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir. Bu rapor, **Sümer Varlık** halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Şeker Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("**Bulls Yatırım**") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

### 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, banka ve diğer yurt içi ve yurt dışındaki finans kuruluşlarının TGA (tahsili gecikmiş alacak) portföylerini satın alarak borçların çözülmesi alanında varlık yönetim şirketi olarak hizmet veren bir finansal kuruluştur.

Şirket, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun onayıyla 2014 yılında 10.000.000 TL'lik ödenmiş sermaye ile kurulmuştur. Sümer Varlık, varlık yönetim şirketlerinin faaliyetine uygun olarak başta bankaların bireysel ve ticari (KOBİ ve kurumsal dahil) segmentlerindeki teminatlı ve teminatsız tüm kredi portföyleri olmak üzere finansal kuruluş alacaklarına yatırım yapmakta ve tahsilat süreçlerini yönetmektedir. Şirket'in 9 Mart 2015 tarihinde tescil edilen kuruluş kararı, 13.03.2015 tarih ve 8778 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde yayımlanmıştır. Bankacılık Kanunu'nun 143. Maddesi ve Mülga VYŞ Yönetmeliği'nin 6. maddesi çerçevesinde Şirket'e faaliyet izni verilmiştir. Şirket, faaliyet izninin alınmasını takiben, mevcut organizasyon yapısı ile ve personel sayısı artırılarak fiilen varlık yönetim şirketi olarak faaliyetlerine başlamıştır. Sümer Varlık, faaliyete geçtiği tarihten itibaren düşük maliyetli portföy satın alım stratejisini izlemiş ve portföy alımlarını ağırlıklı sektörün ihale satış rasyolarının en düşük olduğu dönem olan 2016 - 2019 yılları arasında gerçekleştirmiştir. 2020 yılında tüm dünyayı etkisine alan Covid-19 pandemisi nedeniyle sektörde TGA arzında daralma yaşanmıştır. Özellikle 2020 yılında pandemi nedeniyle BDDK tarafından getirilen kredi sınıflandırılmasına ilişkin borç erteleme tedbirleri TGA arzının düşmesinde etkili olmuştur. Yaşanan daralma ile birlikte 2020 - 2022 yılları arasında sınırlı arz ve bu süre boyunca sektörde biriken talebin etkisi ile birlikte oluşan arz-talep dengesi TGA satış rasyolarında sağlıklı fiyat oluşumlarına neden olmuştur. Şirket bu nedenle bu dönemde satışı yapılan tüm ihalelere dahil olmuş ancak maliyet odaklı yaklaşımı nedeniyle satın alımlarını sınırlı tutmuş mevcut pazar payını korumuştur. Pandeminin etkilerinin geride kalması sonrası 2022 yılından itibaren TGA satın alımlarında artış görülmektedir. Şirket 2022 yılı içinde 214,5 milyon TL, 2023 yılında 1,1 milyar TL ve 2024 yılının ilk dokuz ayı itibarıyla 1,3 milyar TL anapara büyüklüğünde TGA portföyünün satın alımını gerçekleştirmiştir. Şirket'in 2024/09 itibarıyla kuruluştan bu yana toplam satın aldığı TGA'ların anapara büyüklüğü 7,1 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Şirket'in 2024/09 itibarıyla kapanmamış TGA anapara tutarı 5,7 milyar TL seviyesinde bulunmaktadır. Merkezi İstanbul'da bulunan Şirket'in şubesi bulunmamaktadır. Şirket'in 2024/09 dönemi itibarıyla 188 çalışanı bulunmaktadır. Şirket 26.03.2021 tarihinden bu yana Finansal Kurumlar Birliği'ne üyedir.

#### Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul  
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05  
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com  
info@bullsyatirim.com



## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

### 3. Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 18.000.000 TL sermaye artırımını ve 10.000.000 TL ortak satışı olarak planlanmıştır. Halka arz fiyatı 22,00 TL olarak belirlenirken, halka arz büyüklüğü 616.000.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in halka arz sonrası piyasa değeri ise 2.596.000.000 TL olacaktır. Şirket paylarının halka arzı 12-13 Aralık 2024 tarihleri arasında "Borsada Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Şirket, Borsa İstanbul'da Ana Pazar'da işlem görecektir.

HALKA ARZ BİLGİLERİ	
Şirket	Sümer Varlık Yönetim A.Ş.
Borsa Kodu	SMRVA
Aracılık Yöntemi	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	100.000.000 TL
Halka arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	118.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	<b>Sermaye Artışı</b> : 18.000.000 TL nominal
	<b>Ortak Satışı</b> : 10.000.000 TL nominal
	<b>Toplam</b> : 28.000.000 TL nominal
Halka Arz Büyüklüğü	616.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%23,73
Halka Arz Fiyatı	22,00 TL
Halka Arz Tarihleri	12-13 Aralık 2024
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Borsada İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Tahsisat Grupları	Yoktur.
Satmama Taahhüdü	- 1 yıl İhraççı - 1 yıl ortaklar (* Taahhütler hakkında detaylı bilgi için SPK tarafından onaylı İzahname'nin 27.3 maddesini inceleyiniz
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün boyunca gerçekleştirilecektir.
Katılım Finans İlkelerine Uygunluk	Uygun değildir.

**Kaynak:** *İzahname, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu*

#### Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul  
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05  
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com  
info@bullsyatirim.com



## FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

### 4. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Adı Soyadı/Ünvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermayedeği Payı (TL)	Sermayedeği Payı (%)	Sermayedeği Payı (TL)	Sermayedeği Payı (%)
ASV Holding A.Ş.	91.000.000	91,00%	81.000.000	68,64%
Sümer Faktoring A.Ş.	9.000.000	9,00%	9.000.000	7,63%
Halka Açık Kısım	-	-	28.000.000	23,73%
<b>Toplam</b>	<b>100.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>118.000.000</b>	<b>100,00%</b>

*Kaynak: İzahname*

### 5. Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Şirket'in halka arzdan net 373.326.841 TL gelir elde etmesi beklenmektedir. Fon kullanım yerinin dağılımını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Fon Kullanım Yeri	Planlanan Fon Kullanım Oranı (%)
Yeni Portföy Alımları	%50
Finansal Borç Ödemesi	%50

*Kaynak: İzahname*

#### 1. Yeni Portföy Alımları

Halka arzdan Şirket tarafından elde edilecek olan net gelirin %50'sinin, Şirket tarafından tahsili gecikmiş alacak portföyü alımı amacıyla kullanılması planlanmaktadır.

#### 2. Finansal Borç Ödemesi

Halka arzdan Şirket tarafından elde edilecek olan net gelirin %50'si, Şirket tarafından finansal borçlarının kapatılmasında kullanılacaktır.



## FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

### 6. Değerleme

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

- İndirgenmiş Nakit Akımları (%60)
- Piyasa Çarpanları Analizi (%40)

#### 6.1. Piyasa Çarpanları Analizi

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 benzer şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Çarpan analizinde Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş en son 2024/09 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:** Fiyat Tespit Raporu

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
<i>Alınan Krediler</i>	<i>44.496</i>	<i>51.744</i>	<i>91.413</i>	<i>77.354</i>
<i>İhraç Edilen Menkul Kıymetler</i>	<i>85.829</i>	<i>51.853</i>	<i>350.130</i>	<i>776.172</i>
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	<i>5.581</i>	<i>6.329</i>	<i>3.163</i>	<i>1.181</i>
Finansal Varlıklar	53.948	78.603	312.191	178.238
<b>Net Finansal Borçlar</b>	<b>81.958</b>	<b>31.323</b>	<b>132.515</b>	<b>676.469</b>

**Kaynak:** Fiyat Tespit Raporu

#### 6.1.1. Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre Özsermaye Hesaplaması

BIST 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 BIST Mali Endeksi şirketlerinin 20.11.2024 tarihi itibarıyla rasyoları aşağıdaki gibidir. Şirketlerin seçiminde F/K oranları negatif olan ve 15'ten büyük olan uç değerler değerlendirilmemiştir.

#### Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul  
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05  
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com  
info@bullsyatirim.com



## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

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: Fiyat Tespit Raporu

BIST 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
<b>Özsermaye Değeri (Bin TL)</b>	<b>3.175.076</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

### 6.1.2. Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Hesaplaması

Piyasa çarpan analizinde benzer şirketlerin seçiminde F/K ve FD/Düzeltilmiş FAVÖK oranları negatif olan ve 15'ten büyük olan uç değerler değerlemeye alınmamıştır. Geri kalan şirket çarpanlarının medyan sonuçları değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul  
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05  
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com  
info@bullsyatirim.com



## FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

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

<b>Çarpan Analizi FD/Düzeltilmiş FAVÖK Medyan Çarpanı (X)</b>	<b>8,49</b>
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
<b>Özsermaye Değeri (Bin TL)</b>	<b>3.576.145</b>
<b>Çarpan Analizi F/K Medyan Çarpanı (X)</b>	<b>7,48</b>
Sümer Varlık Net Kar (Yıllıklandırılmış-Bin TL)	664.396
<b>Özsermaye Değeri (Bin TL)</b>	<b>4.970.704</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

### 6.1.3. Çarpan Analizi Sonucu

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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



### 6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

#### 6.2.1. Varsayımlar

- Risksiz faiz oranı 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 görülmesi beklenmektedir. Bu bağlamda risksiz faiz oranında 2025 yılından sonraki periyotlarda 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.
- Piyasada 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'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 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.
- Şirket'in 2024/09 dönemi itibarıyla borçluluk oranı %40,8 seviyesinde bulunmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca bu oranın korunacağı öngörülmüştür.
- Kurumlar Vergisi oranı projeksiyon dönemi boyunca %30 olarak kullanılmıştır.
- 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'un üzerinde borçlanacağı öngörülmüştür.
- Nakit akışları 2038 yılında sonlandırılmış olup, bu yıldan sonra devam eden değerler hesaplanmasında nihai büyüme oranı %5,0 olarak kullanılmıştır.





## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

### 6.2.2. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti					
<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>	<b>2029T</b>
35,9%	30,1%	27,0	23,1%	23,1%	23,1%
<b>2030T</b>	<b>2031T</b>	<b>2032T</b>	<b>2033T</b>	<b>2034T</b>	<b>2035T</b>
19,3%	19,3%	19,3%	17,3%	17,3%	17,3%
<b>2036T</b>	<b>2037T</b>	<b>2038T</b>			
17,3	17,3	17,3%			

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

### 6.2.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İNA Projeksiyonu (Mn TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
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
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>	<b>-163,7</b>	<b>65,9</b>	<b>194,1</b>	<b>203,5</b>	<b>220,9</b>	<b>228,3</b>	<b>215,9</b>	<b>210,7</b>	<b>196,5</b>	<b>185,2</b>	<b>171,0</b>	<b>157,7</b>	<b>142,9</b>	<b>131,6</b>	<b>121,2</b>
Projeksiyon Dönemi	2.281,7														
Sonsuz Büyüme	5%														
<b>2038 Sonrası Değeri (Sonsuz Değer)</b>	<b>1.032,0</b>														
Firma Değeri	3.313,8														
Net Finansal Borç	676,5														
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>2.637,3</b>														

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

#### Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul

Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05

Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com

info@bullsyatirim.com



## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

### 7. Değerleme ve Sonuç

Şirket'in 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 olan Sümer Varlık Yönetim A.Ş.'nin pay fiyatı **30,72 TL** (halka arz iskontosu yapılmadan) olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemleri	Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Çarpan Analizi (Bin TL)	3.724.250	40,0%	1.489.700
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Bin TL)	2.637.292	60,0%	1.582.375
<b>Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri (Bin TL)</b>			<b>3.072.075</b>
Çıkarılmış Sermaye			100.000.000
<b>Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Pay Başına Değer(TL)</b>			<b>30,72</b>
Halka Arz İskontosu			%28,4
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri (Bin TL)			<b>2.200.000</b>
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Pay Başına Değer (TL)</b>			<b>22,00</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hesaplanan özsermaye değeri üzerinden %28,4 halka arz iskontosu 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

### 8. Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Sümer Varlık ve faaliyet gösterdiği sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- İndirgenmiş nakit akımları yönteminde kullanılan projeksiyonları ve AOSM hesaplamasında kullanılan parametreleri makul buluyoruz. Yine de indirgenmiş nakit akımları yönteminin varsayımlara dayandığını ve bu varsayımların gerçekleşmemesi durumunda değer farklı oluşabileceğini belirtmek isteriz.
- Çarpan Analizi için yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %28,4 iskonto oranı uygulanarak 22,00 TL pay başına fiyat belirlenmesinin makul olduğu görüşündeyiz.

#### Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul  
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05  
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com  
info@bullsyatirim.com



## FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

### Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş, hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer Bulls Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bulls Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle Bulls Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.