



Gelecek Varlık Yönetimi

Araştırma Başlangıç Raporu

17 Ağustos 2022

Sorunlu Kredilerden Gelir. Gelecek Varlık Yönetimi, finansal kurumların TGA'larının satın alınarak tahsili sağlanan varlık yönetim sektörünün lider firmasıdır. Türk bankalarının satmış olduğu toplam portföyler içerisinde, anapara bazında %27 paya sahiptir. Yüksek enflasyonun tahsilat miktarlarını arttırmasını ve 2020 yılında başlamış olan kredi genişlemesinin ardından bankaların TGA portföy satışlarının artmasını bekliyoruz ve gerçekleşmesini beklediğimiz büyüme potansiyelinin ve iş modelinin piyasa tarafından yeterince farkedilmediğini düşünüyoruz.

Cazip iş Modeli ile %47 vergi öncesi iç verim oranı hesaplıyoruz. Gelecek'in 0.12x fiyat-anapara çarpanı ile alınmış, 15,9 milyar TL'lik anapara bakiyesine sahip, defter değeri 1,3 milyar TL olan bir kredi portföyü bulunmaktadır. Defter değerinin şirketin içsel değerinin altında olduğunu düşünüyoruz. Şirketin 2008'den beri yıllık ortalama %66 nakit tahsilat getirisi (yıllık tahsilatın önceki yıl sonu defter değerine oranı), bu düşüncemizi destekliyor. Önümüzdeki 10 yılda mevcut kredi portföyünden, 3,7 milyar TL'si ilk 4 yıl içerisinde olmak üzere, toplam 5,6 milyar TL tahsilat bekliyoruz. Bu tahsilatların net bugünkü değerini, mevcut piyasa değerinin %151'ine denk gelen 2,8 milyar TL olarak hesaplıyoruz. Mevcut tahsilat performansını Ekim 2021'deki halka arz projeksiyonlarıyla karşılaştırdığımızda, 2022 performansının ilk tahminlerin %34 üzerinde ve 2023 için son tahsilat beklentimizin de ilk tahminin %25 üzerinde olduğunu görüyoruz. Yüksek enflasyon ve artan teminat değerlerinin, tahsilat performansını artıran temel unsurlar olduğunu düşünüyoruz.

TGA portföylerinin ve satışlarının büyümesi Gelecek için fırsat yaratır. Bankalarının sermaye yeterlilik oranları yaklaşık %18 seviyesinde tutunmuş olsa da, TL'deki değer kaybı ve makro görünümün aktif kalitesi üzerinde risk oluşturabilir. Ayrıca, BDDK'nın, Covid-19 pandemisinin olumsuz etkilerine karşı 2020-21 döneminde TGA sınıflandırma kurallarını hafiflettiği düzenlemelerin 2021 sonunda normale dönmesi, TGA oluşumu ve satışını hızlandırabilir.

Yeni portföy yapısı Gelecek için daha olumlu bir görünüm sunuyor. Mevcut portföylerdeki bireysel portföylerin ağırlığı daha yüksekken, ticari kredilerin payının bundan sonraki süreçte artması beklenmektedir. 2022'ye kadar, Gelecek Varlık'ın portföylerinde anapara açısından ticari kredilerin payı %43 iken, 2022 yılı içerisinde alınan portföylerin anapara açısından ticari kredi payı %66'dır. Ticari kredilerin teminatlılık oranının daha yüksek olması ve yapılandırma imkanlarının daha yüksek olması nedeniyle tahsilat performansları daha yüksektir. Bu durumun tahsilatları hızlandırmasını ve sermaye devir hızı ile özsermaye getirisini arttırmasını bekliyoruz.

Menkul kıymetleştirme imkanı büyümeye katkı sağlayabilir. Gelecek Varlık, 14 yıllık tecrübesiyle, sektör lideri olarak, regülasyon değişimi ile oluşan fırsatlara hızla ayak uydurabilmektedir. Sektör için yeni olan TGA'ların menkul kıymetleştirilmesi, yurtdışından fon sağlama imkanını artırma potansiyeline sahiptir ve Gelecek, sektörün seküritizasyonlarla gelişimi konusunda önemli bir oyuncu olabileceklerini belirtmektedir.

Şirketin yüksek serbest nakit yaratması, düşük kaldıraç ve temettü imkanını artırıyor. Halka arz öncesi 1.5x olan Net Borç-FAVÖK oranı, 2Ç22 itibarıyla 0.6x'dır ve bu düşük kaldıraç seviyesi, yatırımlar için borçlanma imkanını ve %25 temettü dağıtım politikasını devam ettirmesine imkan sağlıyor(2023T %8 temettü verimi).

22.1 hedef fiyat ve %64 getiri potansiyeli ile araştırma kapsamına alıyoruz.

Gelecek'i İNA(%70) ve çarpan yaklaşımı(%30) ile değerlendiriyoruz. Şirket, mevcutta 4.7x ve 3.2x 2022/23 F/K ile işlem görüyor ve uluslararası benzer şirketlere göre %41 ve %57 iskontoya işaret ediyor.

Tavsiye

Hedef Fiyat

TL22.1

Hisse Fiyatı

TL13.5

Getiri potansiyeli

64%

Bloomberg Hisse Kodu

GLCVY TI

Piyasa Değeri (TLmn)

1,879

Halka Açıklık Oranı

19%

Hisse adedi (mn)

140

Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)

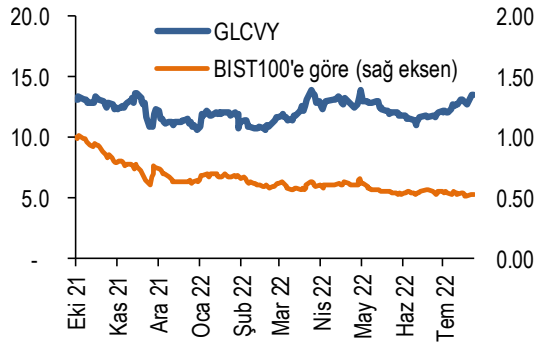
16

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	Halka Arz
Nominal (TL)	15%	6%	-1%
Nominal (USD)	12%	-6%	-48%
BIST100'e göre	-6%	-13%	-50%

Tahminler (TLmn)	2021	2022E	2023E
Net Satışlar	712	1,000	1,374
FAVÖK	451	644	914
Net Kar	174	399	590

Değerleme	2021	2022E	2023E
F/K	10.8x	4.7x	3.2x
FD/FAVÖK	4.9x	3.2x	2.4x
F/DD	2.5x	1.8x	1.3x
Temettü verimi	2%	5%	8%

Fiyat Grafiği



Selim Bülbül, CFA

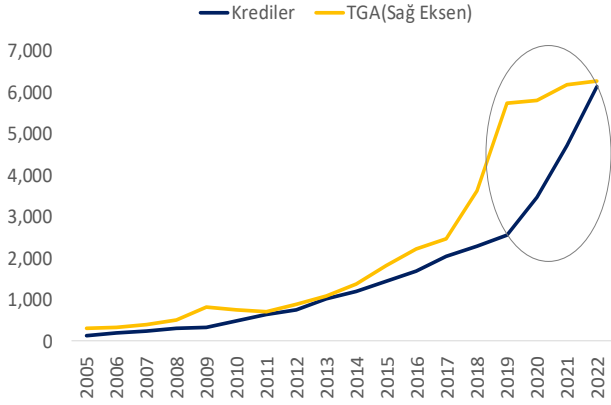
selim.bulbul@yf.com.tr

Özet Finansal Veriler

Milyon TL								
Gelir Tablosu	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Faiz Geliri	631	410	632	1,129	1,562	1,800	2,486	2,823
Faiz Gideri	143	97	78	90	107	138	185	223
NET FAİZ GELİRİ	487	312	554	1,039	1,455	1,661	2,301	2,600
Karşılık Gideri	216	22	181	100	137	158	219	248
Diğer Operasyonel Gelirler	10	10	24	10	25	35	40	45
Diğer Operasyonel Giderler	149	170	158	416	555	668	869	1,013
Vergi Öncesi Kar	132	130	239	532	787	870	1,252	1,384
Vergi(%25)	27	28	65	133	197	218	313	346
% Efektif Vergi Oranı	21%	21%	27%	25%	25%	25%	25%	25%
Net Kar	105	102	174	399	590	653	939	1,038
% marj	21%	19%	24%	40%	43%	41%	43%	42%
TAHSİLAT	502	551	712	1,000	1,374	1,585	2,193	2,483
% büyüme		10%	29%	40%	37%	15%	38%	13%
Düzeltilmiş FAVÖK	357	371	451	644	914	1,033	1,479	1,642
% marj	69%	67%	62%	64%	67%	65%	67%	66%
Bilanço	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
VARLIKLAR								
Nakit	14	26	58	171	234	327	408	511
Krediler(Brüt)	1,889	1,763	2,029	2,203	2,784	3,569	4,373	5,362
Beklenen Zarar Karşılıkları	723	693	858	958	1,095	1,254	1,473	1,721
Krediler(Net)	1,165	1,070	1,171	1,245	1,689	2,315	2,900	3,641
Diğer Varlıklar	87	101	115	187	339	561	797	1,148
Toplam Varlıklar	1,266	1,197	1,343	1,603	2,262	3,203	4,105	5,300
YÜKÜMLÜLÜKLER								
Finansal Borç	773	584	426	349	504	877	972	1,254
Diğer Yükümlülükler	108	152	167	203	264	343	446	580
Toplam Yükümlülükler	881	736	592	552	768	1,220	1,418	1,834
ÖZKAYNAKLAR	385	461	751	1,051	1,493	1,983	2,687	3,466
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	1,266	1,197	1,343	1,603	2,262	3,203	4,105	5,300
Net Borç	760	558	368	178	271	550	564	743
Net Borç/FAVÖK	2.1x	1.5x	0.8x	0.3x	0.3x	0.5x	0.4x	0.5x

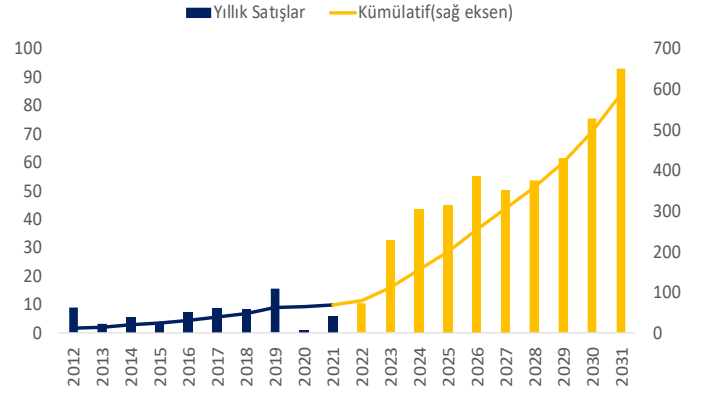
Önemli Grafikler

2020-22 kredi büyümesi TGA'lara henüz yansımada
Kolaylaştırıcı regülasyonlar önemli bir neden



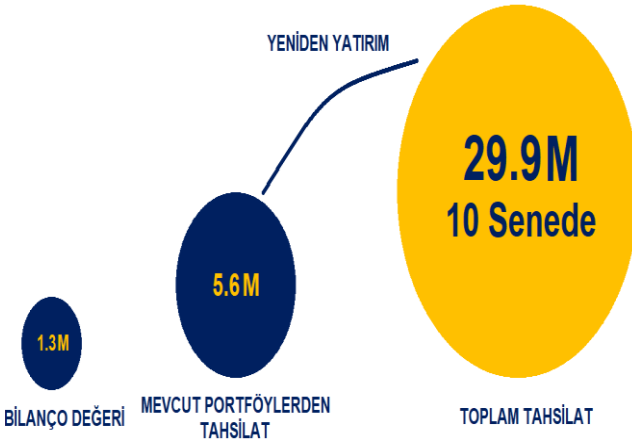
Kaynak: TCMB, YF Araştırma

...kademeli olarak TGA oranını arttıracak
TGA satışlarının YBBO'nun %32 olması bekleniyor



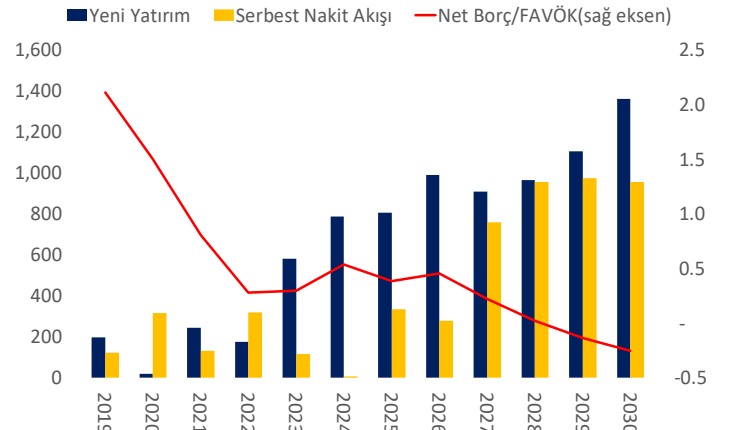
Kaynak: Gelecek, YF Araştırma

Uzun vadeli bileşik getiri
%23 tahsilat YBBO



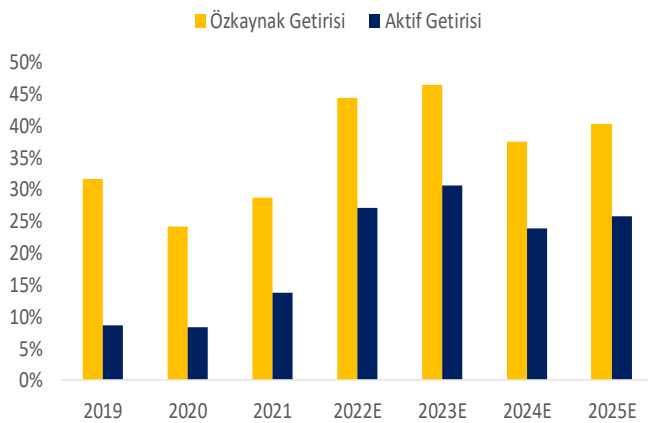
Kaynak: Gelecek, YF Araştırma

...sınırlı kaldıraçla büyüme potansiyeli
Maksimum 0.5x Net Borç/FAVÖK



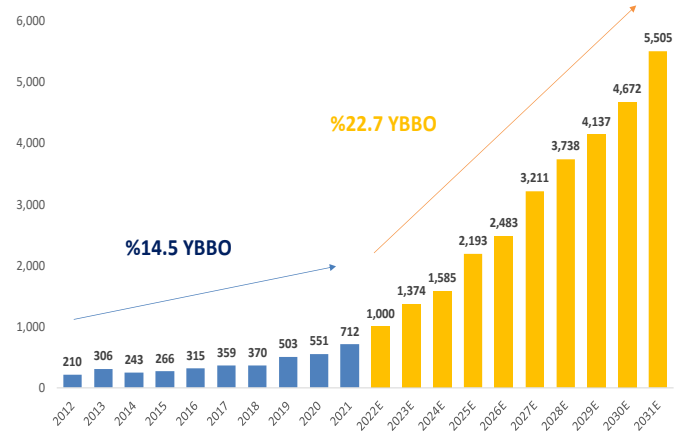
Kaynak: Gelecek, YF Araştırma

Güçlü özkaynak getirisi
%46'ya ulaşan özkaynak getirisi



Kaynak: Gelecek, YF Araştırma

...hızlı büyüyen tahsilatlar sayesinde
2022'de %40 ve 2023'de %37 tahsilat büyümesi

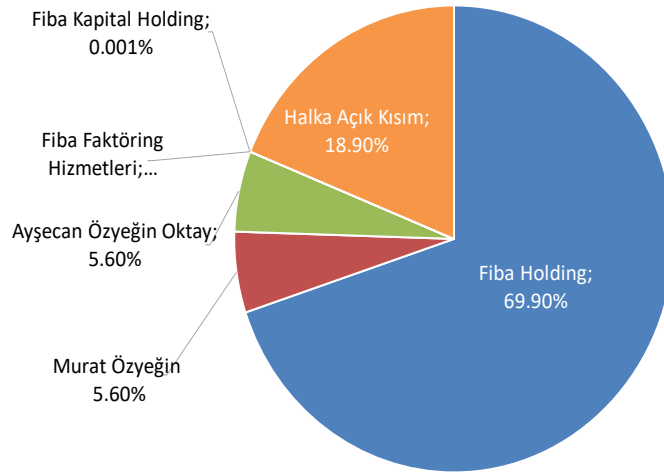


Kaynak: Gelecek, YF Araştırma

Şirket Profili

Gelecek Varlık, 2005 yılında Finans Varlık Yönetimi adıyla kurulmuştur. Şirket şimdiki adını ve yapısını 2018 yılında almıştır. Şirket, tecrübesi ve pazar payı ile TGA yönetimi sektöründe Türkiye'nin lider şirkettir. Fiba Holding tarafından kontrol edilen şirketin halka açık kısım hariç diğer tüm paylar Fiba Holding'e veya Fiba Holding sahiplerine aittir. 1Y22 itibarıyla Gelecek'in alacak portföyü anapara olarak 14,4 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu kredi portföyünün Gelecek'in bilançosundaki net defter değeri 1,3 milyar TL'dir (brüt 2,2 milyar TL; karşılık 910 milyon TL). Şirketin 1Y2022 itibarıyla 565 çalışanı vardır.

Gelecek Varlık Yönetimi - Ortaklık Yapısı



*Halka açık kısmın %3.175'lik kısmı Fiba Holding'e aittir.

Fiba Holding Hakkında

Fiba Holding, bankacılık ve finans, perakende, enerji, gayrimenkul ve turizm iş kollarında faaliyet gösteren Türkiye'nin en büyük holdinglerinden biridir. Fiba Holding'in kurucusu, saygın bir girişimci, bankacılık yöneticisi ve Türkiye'nin en zenginlerinden biri olan Hüsnü Özyeğin'dir. Hüsnü Özyeğin'in servetinin büyük kısmı, 2006 yılında o güne kadar Türkiye'ye en yüksek yabancı sermaye girişini sağlayan bir anlaşmayla satılan Finansbank'ın satışından gelmektedir. Bu satışın ardından, bugün 2 milyon müşteriye hizmet veren Türkiye'nin lider ve en iyi dijital bankası olma hedefiyle Fibabanka kurulmuştur. Fiba Emeklilik, Fiba Faktoring, Fiba Portföy Yönetimi, Gelecek Varlık Yönetimi ve fintech girişimi Finberg, grubun Türkiye'deki diğer finansal yatırımları arasında yer almaktadır. Grup, finansal olmayan yatırımlar için uluslararası güçlü şirket ve markalarla işbirlikleri yaparak büyümesini sürdürmektedir. Fiba Perakende, Marks & Spencer, Gap ve Banana Republic markalarının Türkiye, Rusya ve Ukrayna'daki franchise haklarına sahipken, bölgedeki global markalar için de güvenilir bir ortaktır. Fiba Commercial Properties, alışveriş merkezleri ile Çin, Romanya ve Moldova'da en büyük Türk gayrimenkul yatırımcısı olarak geniş bir gayrimenkul portföyünü yönetmektedir. Ayrıca grup, Türkiye'de rüzgar ve güneş santralleri ile yenilenebilir enerji sektörünün önde gelen şirketleri arasında yer alan Fina Enerji ile enerji sektöründeki yatırımlarını büyötmeye devam etmektedir.

Tarihçe

- 2005**
 - Grup, Lehman Brothers ile birlikte, TMSF'nin (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) düzenlediği 1,0 milyar dolarlık ihaleyi kazandı.
 - Şirket, Finans Varlık Yönetimi adıyla kuruldu.
- 2007**
 - Şirket'in ismi Girişim Varlık olarak değişti.
- 2008**
 - Girişim Varlık, bir özel bankadan ilk portföyünü satın aldı.
- 2014**
 - Güven Varlık kuruldu.
- 2015**
 - Girişim Varlık ve Güven Varlık, Güven Varlık çatısı altında birleşti
- 2018**
 - Gelecek Varlık kuruldu.
- 2019**
 - Güven Varlık ve Gelecek Varlık , Gelecek Varlık çatısı altında birleşti.
- 2021**
 - Gelecek Varlık Finansal Kurumlar Birliği(FKB)'ne üye oldu.
 - Gelecek Varlık halka arzı gerçekleşti.

Varlık Yönetim Şirketleri – İş Modeli

Varlık yönetim şirketleri, tahsili gecikmiş alacakların tahsili konusunda uzmanlaşmıştır. Banka ve banka dışı finansal kuruluşlardan şüpheli alacak portföylerini, anapara değerine göre düşük maliyetle alıp, bu borçları tahsil ederek gelir elde ederler. Tahsilatların zamanlaması ve miktarı, bu iş modelindeki yatırımların getirisini etkileyen iki temel unsurdur.



Kaynak: Gelecek, YF Araştırma

Varlık yönetim şirketleri, alacakları tahsil ederken ilk seçenek olarak borçlulara ulaşarak anlaşma yoluna gitmeye çalışırlar. Anlaşma sağlanamazsa, yasal süreç başlar. Borçlunun borcunu ödeyememesi gibi farklı faktörler nedeniyle hukuki süreç de borcun tahsilini garanti edemez. Dolayısıyla iş modeli, kredilerin bir kısmının tahsil edilememe olasılığını içermektedir. Ancak bu modeldeki kilit nokta, şüpheli alacak portföylerinin satın alınması için yatırım maliyetinin, portföyün beklenen tahsil edilebilir kısmından çok daha düşük olmasıdır. Böylece varlık yönetim şirketleri yüksek iskonto ile şüpheli alacakları satın alabilir ve bu alacakların sadece bir kısmını tahsil ederek gelir yaratabilmektedir. Ek olarak, şüpheli alacak portföylerinin satın alma maliyetleri genel olarak sadece anapara değerlerine kıyasla değerlendirilmekte, ancak bu borçların faiz kısmı da bulunmaktadır. Bu nedenle, iskonto miktarı, genellikle bakılan yatırım / anapara oranından çok daha fazladır.

Varlık yönetim şirketlerinin diğer bir gelir kalemi de, portföylerinde bulunan teminatların satışından kaynaklanan gelirdir.

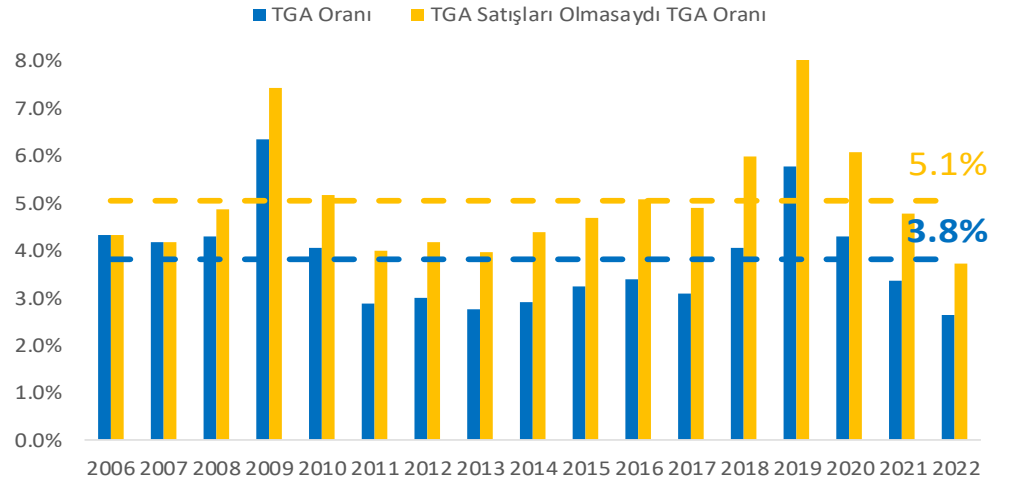
Varlık yönetim şirketlerinin operasyonlarındaki ana maliyet kalemleri, çalışan giderleri ve tahsilat giderleridir. Hukuki masraflar, avukatlar sürece dahil edildiğinde gider yaratır, bu nedenle alacakların uzlaşma yoluyla, yasal süreç olmadan tahsil edilmesi, operasyonel giderleri en aza indirir. Bu nedenle uzlaşmalı tahsilatın toplam tahsilatlar içindeki payı operasyonel karlılık açısından önemlidir. Gelecek Varlık'ın uzlaşmalı tahsilat payı %82,5'tir.

Ölçek ekonomisi, bu iş modelinde sadece yasal giderler ve çalışan giderlerini azaltmak açısından değil, aynı zamanda yatırım yapılacak yeni TGA portföylerinin daha iyi değerlendirilmesine olanak tanıyan veri tabanının gelişmesi açısından da önemli bir faktördür.

Varlık Yönetim Şirketlerinin Ekonomideki Rolü

VARlık yönetim şirketlerinin bankacılık sektörü ve ekonomi için en büyük faydası, ödenmemiş borçları nedeniyle finansal sistemden dışlanan kişi ve firmaların finansal sisteme yeniden erişimlerini sağlamalarıdır. Diğer bir avantaj ise, zarar olarak yazılan takipteki alacaklarının, en azından bir kısmını geri alan bankalara sermaye sağlayarak bankacılık sisteminin sermaye yeterliliğini ve aktif kalitesini artırmaktır. Ek olarak, takipteki kredi yönetim şirketleri bankaları batık kredileri tahsil etmek için gereken operasyonel yükten kurtarır. Bu avantaj ile bankalar asıl işlerine odaklanabilirler.

TGA Satışlarının Bankacılık Sektörü TGA Oranına Etkisi



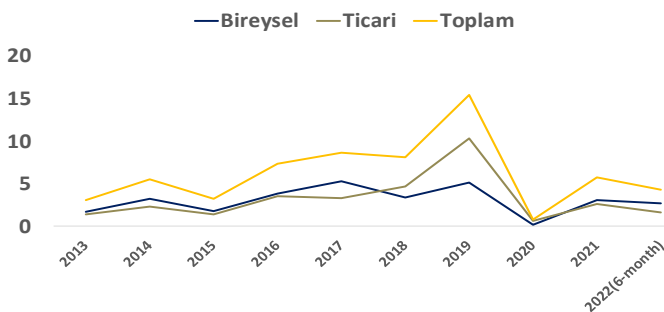
Kaynak: TCMB, Gelecek, YF Araştırma

Türkiye’de TGA Sektörü

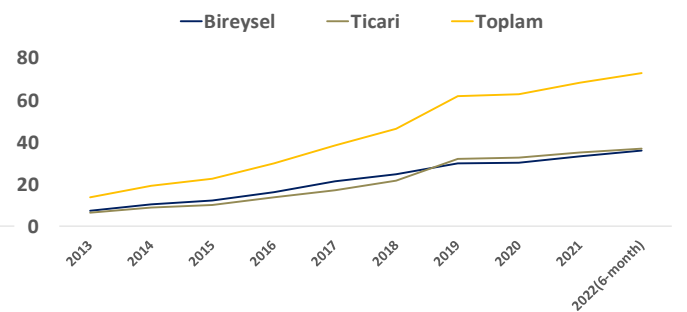
Türkiye’deki varlık yönetim operasyonları, TMSF tarafından devralınan bankaların TGA portföylerinin satışı ile başladı. 2005 yılında çıkarılan ve TGA yönetimi sektörünü düzenleyen mevzuatın ardından, ticari bankalar tarafından gerçekleştirilen ilk TGA portföy satışı 2008 yılında gerçekleşti. 2008 yılından sonra takipteki alacak yönetimi sektörünün faydaları konusundaki farkındalığın artmasıyla birlikte bankalar TGA satışlarını istikrarlı bir şekilde artırmışlardır. 1Y22’ye kadar, bankalar ve banka dışı finansal kuruluşlar, tahsili gecikmiş alacak yönetimi şirketlerine kümülatif bazda 72,7 milyar TL sattı.

2019 yılına kadar ticari kredilerin toplam satışlar içindeki payı bireysel segmentin gerisinde kalmıştır. Ancak 2018 yılında yaşanan ekonomik turbulans sonrasında ticari kredilerin payı perakende segmentin payını geçmiştir.

TGA Satışı – Yıllık



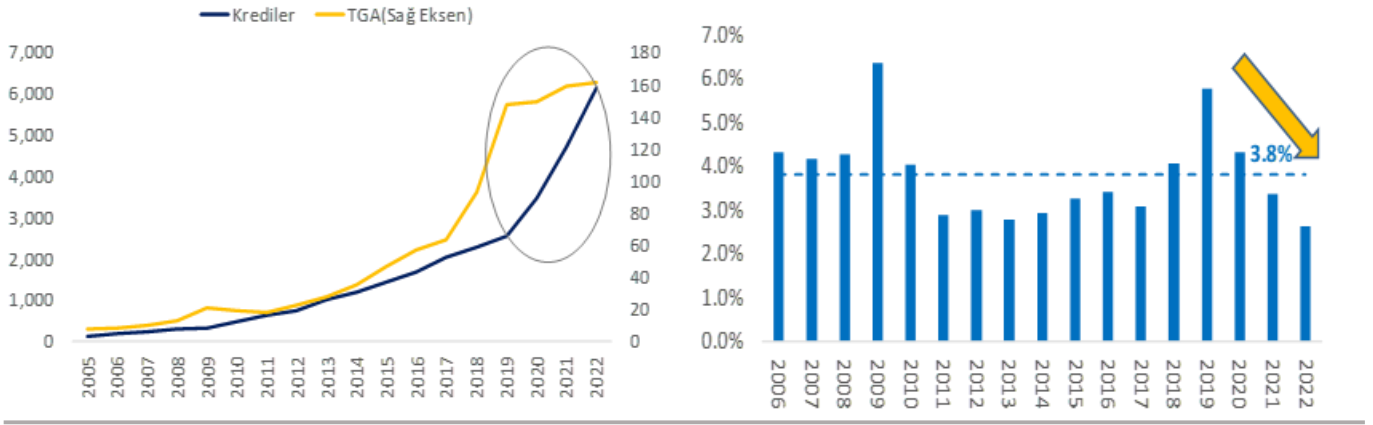
TGA Satışı – Kümülatif



Kaynak: Gelecek, YF Araştırma

TGA piyasası, finansal sistemdeki kredi büyümesi ve TGA oranı dinamiklerinden doğrudan etkilenmektedir. TGA oranları arttığında, bankacılık sisteminin aktif kalitesini artırma ihtiyacı nedeniyle TGA satışları da artma eğilimindedir. Bu nedenle, TGA oranı dinamiklerini anlamak, TGA yönetimi sektörünü analiz etmek için kritik öneme sahiptir.

Krediler ve TGA

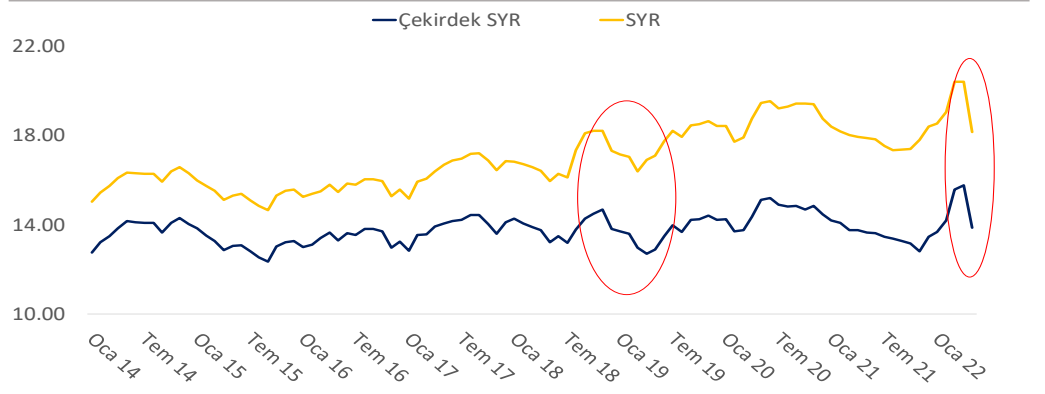


Kaynak: TCMB, YF Araştırma

Küresel kriz dönemi hariç, 2017 yılına kadar kredi büyümesi ve takipteki alacaklar bakiyesi büyümesinde benzer bir eğilim olmuştur. Ardından, 2018 döviz şokundan sonra, takipteki alacak oranı neredeyse küresel kriz seviyelerine çarpıcı bir şekilde yükselmiştir. Bu nedenle 2019'da TGA satışları, o yıla kadar kümülatif TGA satışlarının %33'üne denk gelen 15,4 milyar TL ile zirve yaptı. 2020 yılında, Covid-19 pandemisi nedeniyle büyük bir kredi büyümesi süreci başlamıştır. 2020 ve 2021 yıllarında kredi büyüme oranları sırasıyla %35 ve %36 olarak gerçekleşmiştir. 2022'nin ilk 7 ayında, kredi büyümesi 2021 sonuna göre şimdiden %30 seviyesine ulaşmıştır. 2020 yılında, pandemi nedeniyle BDDK, bankalar için TGA sınıflandırma kurallarını kolaylaştıran bazı düzenlemeler getirmiştir. 2021'in son çeyreğine kadar bu düzenlemeler yürürlükte kalmıştır. 2022'de, son 2-3 yılda görülen hızlı kredi büyümesinin bir sonucu olarak bir miktar normalleşme ve takipteki alacak oluşumunun gecikmeli etkisinin olmasını bekliyoruz.

Yüksek TGA stokunun bankalar açısından bir diğer dezavantajı da sermaye yeterlilik oranlarına olumsuz etki yapmasıdır. Dolayısıyla, azalan bir SYR yapısı bankaları daha fazla TGA satmaya teşvik etmektedir. 2018 yılının ikinci yarısında kur şoku ve ekonomik yavaşlama ile birlikte bankacılık sisteminin SYR'si hem takipteki alacak girişi hem de TL'nin değer kaybetmesinin SYR üzerindeki etkisi nedeniyle düşmüştür. 2019'daki 15,4 milyar TL'lik TGA satışının ana nedeni budur. SYR'de olası bir düşüş bankaları TGA satışlarını artırmaya itebilir.

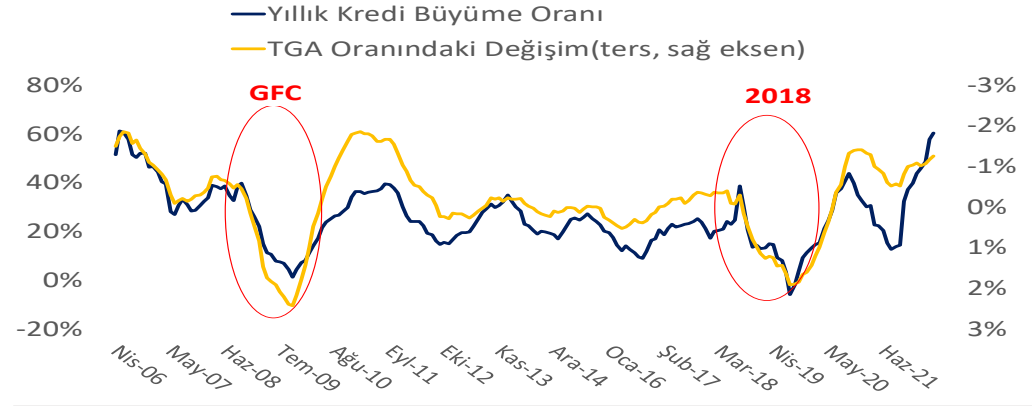
Sermaye Yeterliliği



Kaynak: BDDK, YF Araştırma

Kredi ivmesi ve TGA girişi ilişkisine baktığımızda, finansal sıkılaştırmanın başlamasıyla birlikte TGA girişinin artmaya başladığı rahatlıkla görülmektedir.

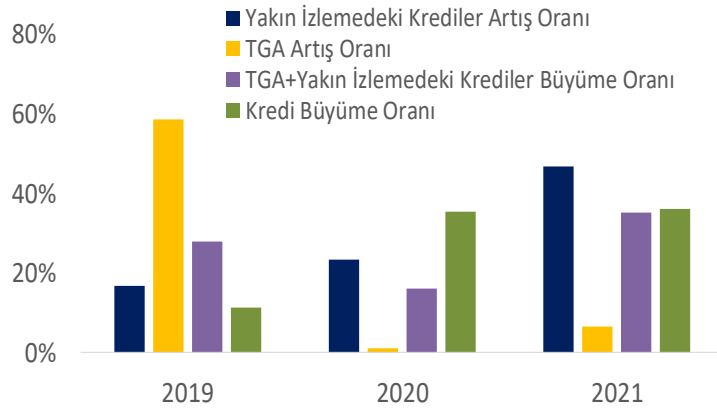
Kredi Büyümesi ve NPL Gelişimi



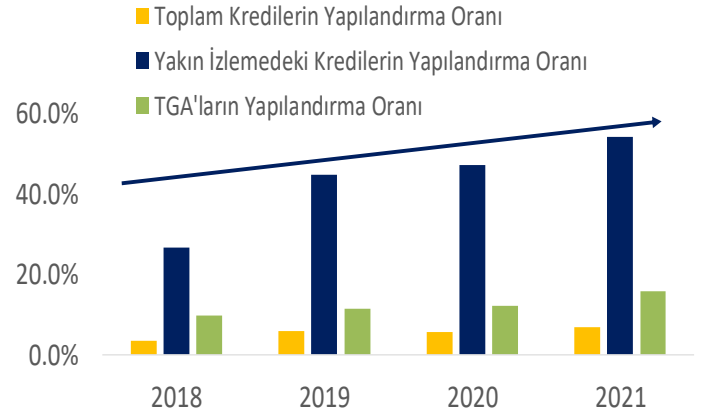
Kaynak: TCMB, YF Araştırma

TGA stokunda olası bir artışın bir diğer önemli göstergesi de sektörün yakın izlemedeki kredi bakiyesindeki ve yeniden yapılandırılan kredi bakiyesindeki hızlı artıştır.

Yakın İzlemedeki Kredilerdeki Artış



Yapılandırılan Kredilerdeki Artış



Kaynak: TBB, YF Araştırma

Menkul Kıymetleştirme İmkânı Benzeri Yeni Düzenlemeler

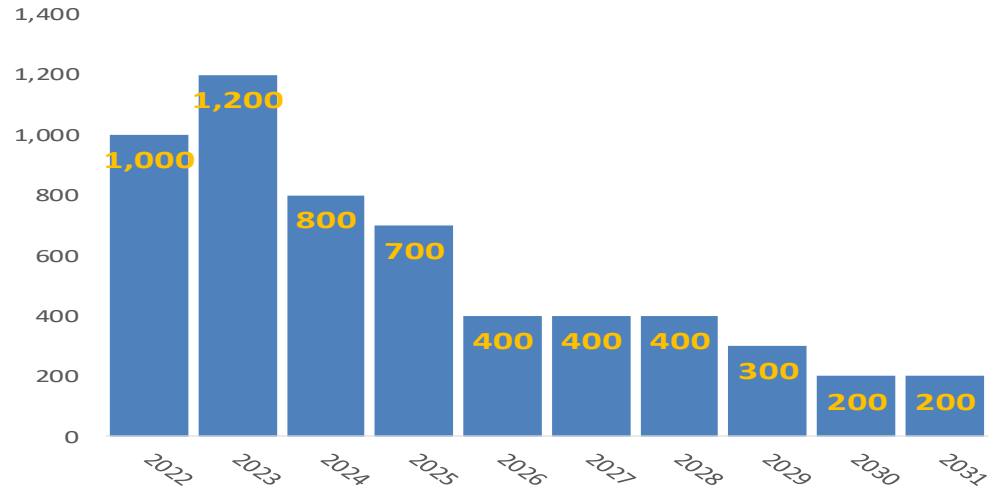
2021 yılında varlık yönetim şirketlerine ilişkin yeni bir yönetmelik yayımlanmıştır. Bu düzenleme, takipteki alacak yönetimi şirketlerinin sorunlu kredilere ek olarak canlı kredi portföyü satın almalarının önünü açmıştır. Bu düzenleme, ek olarak yurt dışından portföy alımına izin vermektedir. Ayrıca diğer bir düzenleme ile, yurtdışına ihraç edilmek üzere, varlık yönetim şirketlerinin alacak portföylerindeki varlıklara dayalı menkul kıymet ihraç etmelerine izin verilmektedir. Bu düzenlemeler potansiyel satılabilir portföy büyüklüğünü önemli ölçüde artırmakta ve takipteki alacak yönetimi sektöründeki büyümeyi finanse etmek için yabancı kaynak imkanını artırmaktadır.

Tahsilat Projeksiyonları

Mevcut Portföyler

Gelecek Varlık, 2022-2031 arasında, mevcut portföylerinden 5.6 milyar TL tahsilat ve bu tahsilatın %64'ünü ilk 4 sene içerisinde beklemektedir. Gelecek'in beklentileri ve bizim hesaplamalarımıza göre, mevcut portföylerden tahsilat projeksiyonumuz aşağıdaki gibidir.

Mevcut Portföylerden Tahsilat



Kaynak: Gelecek, YF Araştırma

Yeni Yatırımlar

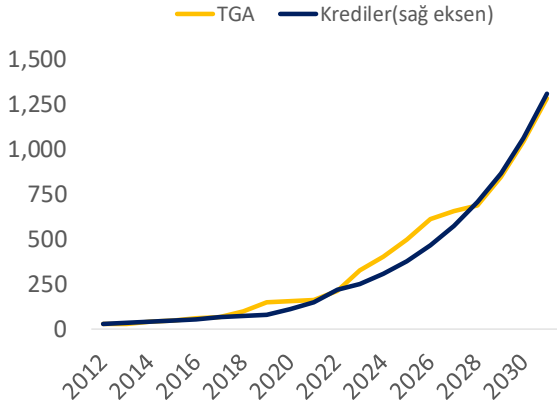
2022 yılında Türk bankacılık sektörü için %50 kredi büyümesi; 2023 için %15; daha sonra 2031'e kadar %23 istikrarlı büyüme varsayıyoruz. Bu varsayımlar, 2021-2031 yılları arasında tarihsel büyüme oranına paralel olarak %24,6 YBBO'ya işaret ediyor.

Türk Bankacılık Sektörü'nde 2005-2021 yılları arasında ortalama TGA oranı %4,0'dır. 2022'den sonra olası bir kredi sıkılaştırma dönemi beklentisiyle, 2022'de %3,0; 2023-2026 arasında %4,0; 2024'te %4,5; 2027'de %3,5; daha sonra 2031 yılına kadar %3,0 sabit TGA oranı kullanıyoruz ve bu varsayımlar, 2022-2031 yılları arasında ortalama olarak, tarihsel ortalamadan düşük olan %3,5 seviyesine işaret etmektedir.

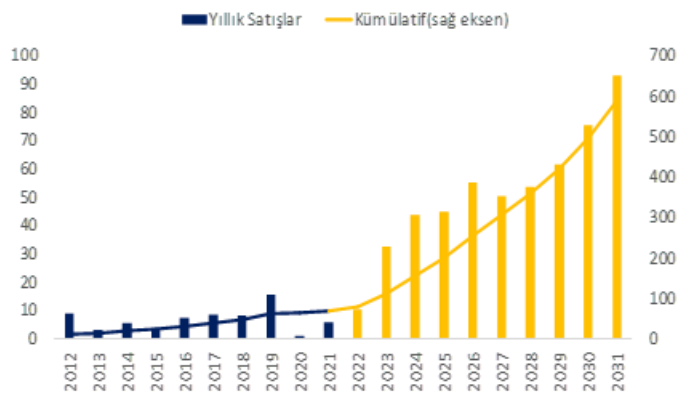
2012-2021 yılları arasında bankaların TGA stoklarına oranla TGA satışları ortalama %13,6 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranın 2022'de %5,5 olarak gerçekleşeceğini, 2023-2024'te %12,0; 2025-2026'da %10,0 olarak gerçekleşeceğini; daha sonra 2031 yılına kadar %8,0 seviyesinde sabit kalmasını bekliyoruz. Bu beklentiler, ortalama olarak, tarihsel ortalamanın altında olan %9,0 seviyesine işaret ediyor.

Bu varsayımlarla, 2031 itibarıyla kredi, TGA ve TGA Satış bakiyelerinin sırasıyla 42,7 milyar TL, 1,3 milyar TL ve 92,8 milyon TL olmasını, 2031 yılında kümülatif satışların ise 587,8 milyon TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.

Kredi ve TGA Projeksiyonları



TGA Satış Projeksiyonu

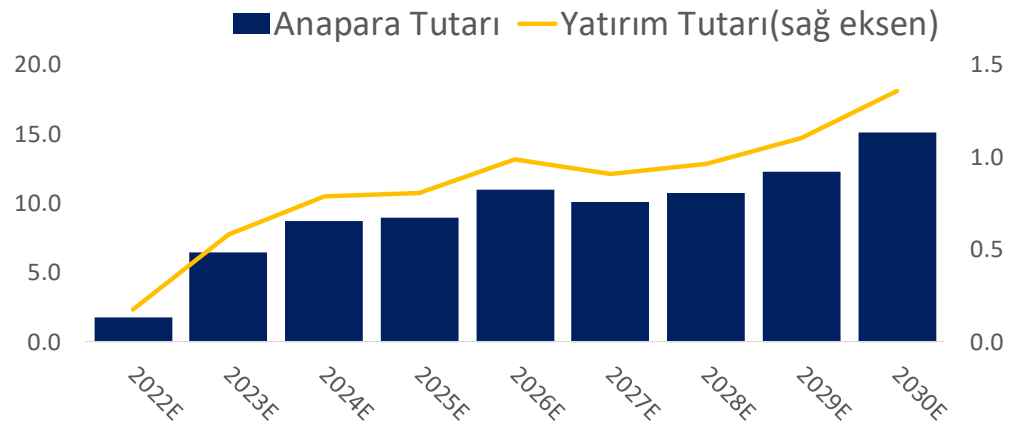


Kaynak: TCMB, YF Araştırma

Gelecek'in TGA satın alımlarında pazar payı, kümülatif bazda %27'dir. Daha karlılık odaklı büyümesini beklediğimiz Gelecek Varlık'ın Pazar payını, ortalama olarak %20 olarak varsayıyoruz.

Bu beklentiler ile Gelecek'in 10 yılda 85,0 milyar TL kümülatif anapara değerinde yeni TGA portföyüne, 7.7 milyar TL yatırım yapmasını bekliyoruz.

Yatırım Projeksiyonu

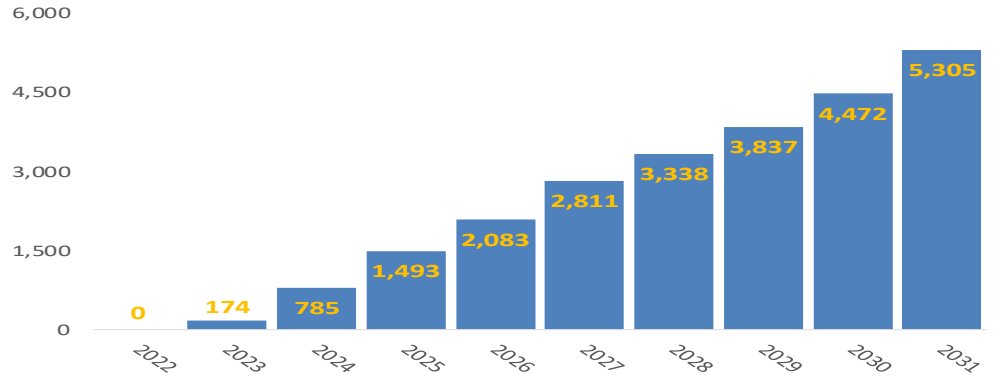


Kaynak: YF Araştırma

Yeni yatırımlardan gelecek olan tahsilatları projekte edebilmek için, her portföyün 10 yıl boyunca her bir yıl anapara değerinin ne kadarını tahsil edeceğine dair tahsilat oranı atayan bir yaş vektörü varsayıyoruz. Satın alma işleminden sonraki ilk 10 yıllık dönemde yatırımların %50'sinin toplanabileceğini varsayıyoruz. Portföy alımını takipeden ilk yıl için %10 tahsilat, ikinci yıl için %8, daha sonra 10 yıla kadar yılda %3'e kadar istikrarlı bir şekilde azalan tahsilat yapılabileceğini varsayıyoruz. Bu varsayım ve yatırım projeksiyonları ile, Gelecek'in yeni yatırımlardan 2022-2031 arasında kümülatif tahsilatının 19,7 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz (aynı dönemdeki 5,8 milyar TL'lik toplam yatırıma karşılık).

Yeni Yatırımlardan Tahsilat Projeksiyonu

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
2022	0	174	139	104	104	87	70	70	70	52
2023		0	646	517	388	388	323	258	258	258
2024			0	872	697	523	523	436	349	349
2025				0	894	715	536	536	447	357
2026					0	1,099	879	659	659	550
2027						0	1,007	806	604	604
2028							0	1,072	858	643
2029								0	1,227	982
2030									0	1,509
2031										0
Yeni Yatırımlardan Toplam	0	174	785	1,493	2,083	2,811	3,338	3,837	4,472	5,305



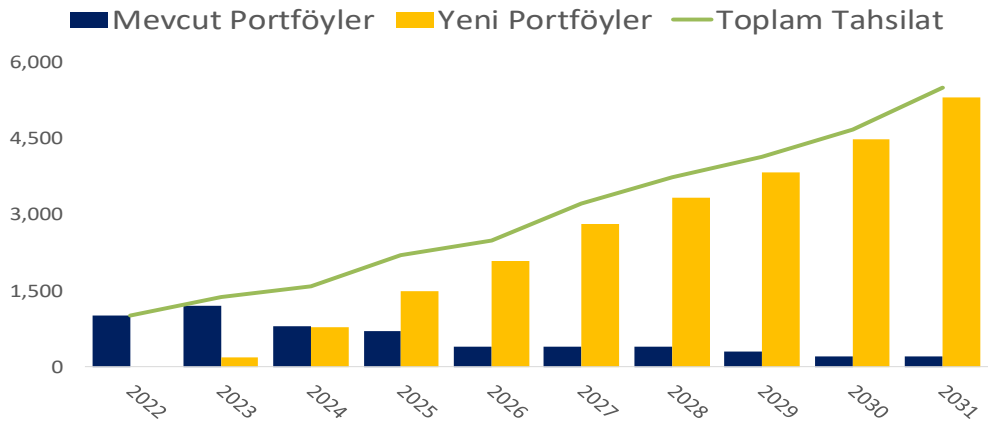
Kaynak: YF Araştırma

Toplam Tahsilat Projeksiyonu

Mevcut portföylerden ve yeni yatırımlardan tahsilat projeksiyonları ile önümüzdeki 10 yılda toplam kümülatif tahsilatın 29,9 milyar TL olmasını bekliyoruz.

Toplam Tahsilat Projeksiyonu

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Mevcut Portföyler	1,000	1,200	800	700	400	400	400	300	200	200
Yeni Portföyler	0	174	785	1,493	2,083	2,811	3,338	3,837	4,472	5,305
Toplam Tahsilat	1,000	1,374	1,585	2,193	2,483	3,211	3,738	4,137	4,672	5,505



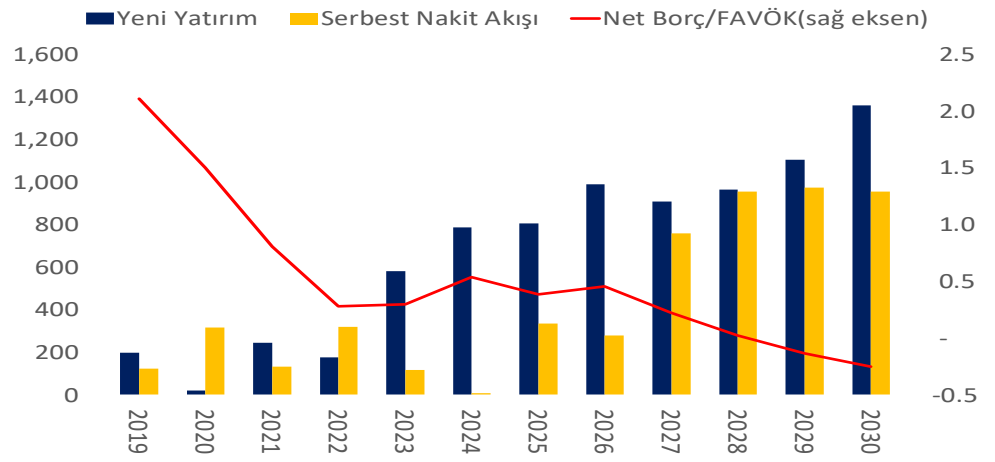
Kaynak: YF Araştırma

Borçluluk Profili

Büyük bir yatırım döngüsü beklentisi ile birlikte, şirketin nakit yaratma kapasitesi, yeni yatırımların önemli bir kısmının iç kaynaklarla finanse edilmesini mümkün kılıyor. Ayrıca halka arzdan sonra Gelecek'in kaldırıcı önemli ölçüde düşmesi de borçlanma imkanlarını olası kılıyor.

Halka arz öncesi 0.93x olan Gelecek'in borç/öz kaynak oranı 1Y22 itibarıyla 0.39x, finansal kaldıraç oranı ise 1.64x'tür. Ayrıca halka arz öncesi 1,5x olan Net Borç/Düzeltilmiş FAVÖK oranı 0,6x seviyesindedir. Şirketin Net Borç/Düzeltilmiş FAVÖK oranının, maksimum 0,5x seviyesinde kalmasını bekliyoruz.

Nakit Yaratma Gücü ile Fon Yaratma Kapasitesi

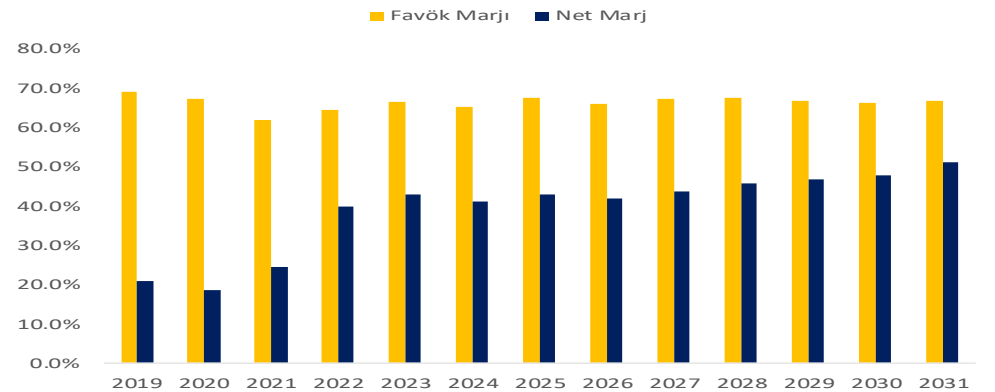


Kaynak: Gelecek, YF Araştırma

Karlılık

1Y22 itibarıyla, Gelecek'in Düzeltilmiş FAVÖK Marjı %63'tür. Düşük faaliyet gider yapısı nedeniyle, bu iş modelinde düzeltilmiş FAVÖK marjı geleneksel sektörler göre çok daha yüksektir. Düzeltilmiş FAVÖK marjının 2031'e kadar %66 civarında ortalama ile stabil kalacağını hesaplıyoruz. Şirketin net marjı, 1Y22 itibarıyla %38'dir. Tahsilatlardaki artış ve azalan borç kullanımı sayesinde net marjın %50'ye kadar artabileceğini hesaplıyoruz.

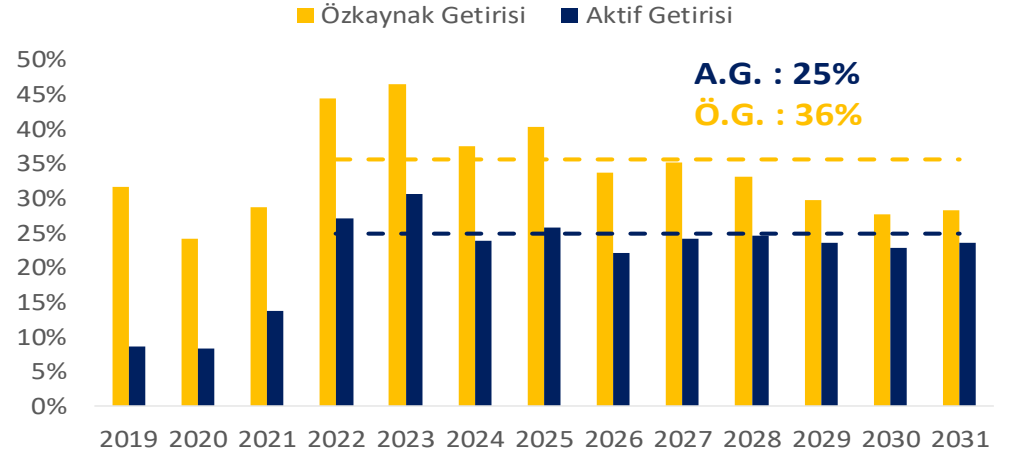
Marjlar



Kaynak: Gelecek, YF Araştırma

Bu marjlarla, 2022-2031 yılları arasında ortalama özkaynak getirisini ve aktif getirisini sırasıyla %35,6 ve %24,8 olarak hesaplıyoruz.

Karlılık

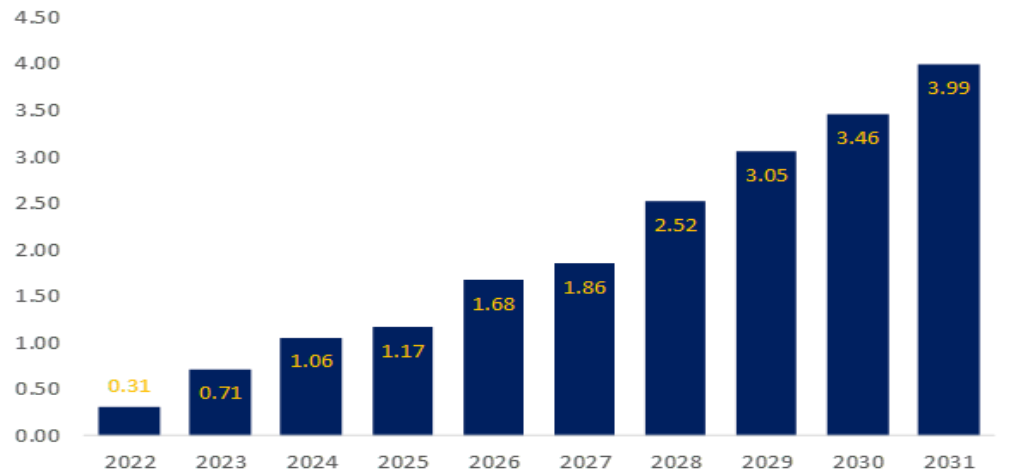


Kaynak: Gelecek, YF Araştırma

Temettü

Şirket 2021 net gelirinin %25'ini 2022'de temettü olarak ödemiştir. Yüksek nakit yaratma kapasitesi sayesinde Gelecek'in her yıl net gelirinin %25'ini temettü olarak ödemesini bekliyoruz. Bu varsayım ve net gelir beklentileri ile Gelecek'in, 2022 ve 2023'te sırasıyla %5 ve %8 temettü verimi sunabileceğini düşünüyoruz.

Hisse Başı Temettü



Kaynak: Gelecek, YF Araştırma

Yukarı ve Aşağı Yönlü Riskler

Değerlememiz sadece bankacılık sistemi kredi projeksiyonlarına dayanmaktadır, ancak varlık yönetim şirketleri banka dışı finansal kuruluşlardan da portföy satın alabilmektedir. Banka dışı finansal kuruluşların Türkiye kredi pazarındaki payı yaklaşık %5'tir. Dolayısıyla, banka dışı finans şirketlerinden gelebilecek TGA girişi, bir miktar yukarı yönlü potansiyele sunabilir.

Ek olarak, yurtdışı portföylere yapılabilecek yeni yatırımlar da Gelecek için ek yatırım imkanı sağlayabilir. İlgili mevzuat henüz bir yıl önce çıkmasına rağmen, Gelecek Varlık, ilk yurtdışı yatırımını 40 milyon ABD doları anapara değeri olan bir portföye yapmıştır. Dolayısıyla Türk Bankacılık Sektörü dışındaki diğer TGA piyasaları da Gelecek için iyi bir potansiyel olabilir.

Tahminlerimizden daha uzun olacak ek bir devlet destekli hızlı kredi büyümesi, Gelecek için olası düşük maliyetli yatırım fırsatlarını erteleyebilir ve şirketin değerini olumsuz etkileyebilir, ancak kredi piyasasındaki mevcut eğilim bu olasılığın düşük kalmasını işaret ediyor.

Varlık yönetim sektörü için düzenleyici çerçeve yıllardır her gün geliyor olsa da, Gelecek için olası bir diğer risk de sektöre ve şirkete zarar verebilecek mevzuat değişiklikleri olabilir.

Varlık Yönetim Şirketi Muhasebesi

Varlık yönetim şirketleri genellikle bir ihale süreci yoluyla bankalardan şüpheli alacak portföylerini satın alırlar. Şirket, ilk aşamada portföyün satın alma değerini bilançosunda "kredi" varlığı olarak kaydeder. Şirket, kredilerden bir gelir(faiz) ödemesi ve bir maliyet(anapara) ödemesi beklemektedir. Tahsilatların faiz kısmı, kredilerden faiz geliri olarak doğrudan gelir tablosuna giderken, anapara kısmı bilançodaki kredi kaleminden düşülür (nakit bakiyesinde eşzamanlı bir artışla). Her tahsilatta, şirketin net varlıkları veya özkaynakları, kaydedilen faiz geliri miktarı kadar artar.

Öte yandan, portföylerin güncellenmiş tahsilat projeksiyonları ve net bugünkü değeri, ilk projeksiyon ve değerlemelerden farklı olabilir. Portföyün net bugünkü değeri defter değerinden yüksekse aradaki fark da faiz geliri olarak gelir tablosuna kaydedilir. Güncellenmiş tahsilat projeksiyonlarına sahip portföylerin net bugünkü değerinin defter değerinden düşük olması durumunda, aradaki fark bilançonun aktif tarafındaki özel karşılığı artıracak ve bu da şirketin net kredi bakiyesini ve net aktif büyüklüğünü azaltacaktır.

Özet olarak, önceden öngörülen tahsilatlardan daha yüksek tahsilat performansı ve projeksiyonları, öngörülenden daha yüksek gelir ve nakit girişi yaratacaktır. Dolayısıyla, tahsilat performansındaki bir artış, şirketin içsel değerini doğrudan artıracaktır.



Kaynak: YF Araştırma

Birincil Performans Göstergesi: Düzeltilmiş FAVÖK

Bir finans kuruluşu olmasına ve kredi işlemleri yapmasına rağmen, varlık yönetim şirketlerinin ana faaliyet alanı bankalardan farklıdır. Bankaların ana kar faktörü, aktif ve pasif arasındaki faiz farklılıklarından oluşan gelirdir. Ancak varlık yönetim şirketlerinde ana kar unsuru, tahakkuk esasına dayanmayan, nakit bir kalem olan alacakların tahsilatıdır. Dolayısıyla faiz oranları ve faize dayalı metrikler, işletmenin başarısı için en önemli faktör değildir. Bu nedenle, operasyonel başarıyı operasyonel bir metrik ile ölçmek, faize dayalı metriklerden daha uygundur. Dolayısıyla, düzeltilmiş FAVÖK, bir varlık yönetim şirketinin başarısını ölçmek için izlenen ana göstergedir.

Tahsilatlar iş modelinin en önemli bileşenidir ve tüm değer üretimi bu tahsilatlardan gelir. Ancak tahsilatların anapara kısmı, kar olarak kaydedilmek yerine kredi bakiyesini düşürür. Dolayısıyla, bir varlık yönetim şirketinin ana varlığı olan kredi kaleminin amortizasyonu, nakit bir operasyonel gelir olarak görülmelidir.

Diğer taraftan, kredi portföyleri haricinden kazanılan faiz gelirleri ile tüm faiz giderleri şirketin faaliyet gelirleri içerisinde yer almamaktadır. Dolayısıyla banka finansallarında en önemli kalemlerden biri olan gelir tablosundaki net faiz geliri satırı, varlık yönetim şirketleri için bir performans göstergesi değildir. Bir varlık yönetim şirketinin operasyonel verimliliği için önemli olan tek faiz kalemi, kredilerden kazanılan faizdir. Bu nedenle, operasyonel performansı değerlendirmek için diğer faiz gelir ve giderlerinin ayrıştırılması gerekir.

Bir diğer önemli düzeltme ihtiyacı ise özel karşılıklardaki değişim ile ilgilidir. Çünkü portföylerin güncellenen tahsilat projeksiyonlarına göre değerlemesindeki değişiklik nakit dışı bir giderdir ve şirketin ilgili dönemdeki operasyonel performansı ile ilgili değildir. Bu nedenle, şirketin operasyonel başarısını ölçebilmek için özel karşılık giderinin ayrıştırılması önemlidir.

Bu nedenlerle, kredi kaynaklı olmayan faiz kalemleri, kredi portföyünün tahsilat nedeniyle amortismanı ve özel karşılıklar kalemindeki değişim konularında düzeltilmiş bir gelir ölçüsü olan düzeltilmiş FAVÖK, Gelecek Varlık gibi varlık yönetim şirketlerinin operasyonel performansını analiz etmek için en uygun ve en sık kullanılan yoldur.

Değerlerme

Gelecek Varlık değerlemesi için indirgenmiş nakit akışları(%70) ve benzer şirket çarpanları yaklaşımını(%30) kullanıyoruz. Değerlememize göre, İNA yaklaşımı ile 19.8TL; çarpan yaklaşımı ile 27.4TL hedef fiyat hesaplıyoruz ve nihai hedef fiyatımızı, %64 getiri potansiyeli ile 22.1TL olarak hesaplıyoruz.

Nihai Değerleme	Değerleme	Ağırlık
İNA Yaklaşımı	19.8	70%
Çarpan Yaklaşımı	27.4	30%
Hedef Fiyat	22.1	
Mevcut Fiyat	13.5	
Getiri Potansiyeli	64%	

İNA Değerlemesi

İNA modelimizde, 10 yıllık projeksiyonlar ve portföylerin 10 yıl sonunda kalan anapara tutarına dayalı bir uç değer kullanıyoruz.

Uç değeri hesaplarken 2031 sonu itibarıyla 69,3 milyar TL kalan anapara bakiyesi hesaplıyoruz. Bu değer %15'i ile 2031'de 10,4 milyar TL uç değeri buluyor ve bugünkü değerini alarak 1,4 milyar TL değerine ulaşıyoruz.

İNA Değerleme (milyon TL)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Düzeltilmiş FAVÖK	644	914	1,033	1,479	1,642	2,165	2,525	2,762	3,099	3,671
Yeni Yatırımlar	174	581	785	804	989	906	965	1,104	1,358	0
Sermaye Harcaması	20	22	24	27	29	32	35	39	43	47
Verig	133	197	218	313	346	469	569	645	744	939
Serbest Nakit Akışı	317	114	6	335	278	758	956	974	953	2,685
İskonto Faktörü	1	1.25	1.57	1.96	2.46	3.08	3.86	4.84	6.06	7.59
İndirgenmiş Nakit Akışı	158	91	4	170	113	246	248	201	157	354

İNA Toplamı(2022-2031)	1,743
Uç Değer (Kalan Anaparanın %15'i)	1,371
Net Borç	341
Hedef Özsermaye Değeri	2,773
Ödenmiş Sermaye	139.7
Hedef Fiyat	19.85

AOSM Varsayımları	
Risksiz Faiz Oranı	22%
Beta	1.2
Hisse Senedi Risk Primi	5.0%
Özsermaye Maliyeti	28%
Borçlanma Maliyeti	30%
Vergi Oranı	25%
Vergi Sonrası Borçlanma Oranı	22.5%
AOSM	25%
% ağırlık (Özsermaye)	50%
% ağırlık (Borç)	50%

Çarpan Yaklaşımı ile Değerleme

Çarpan yaklaşımı için, Avrupa merkezli 6 adet varlık yönetim şirketinin, ileriye dönük Fiyat/Kazanç oranını kullanıyoruz.

Benzer Şirket Çarpanları	Piyasa Değeri milyon USD	F/K	
		2022T	2023T
Uluslararası Benzer Şirketler			
Axactor	216	7.3	5.2
B2Holding	373	7.8	5.9
doValue	487	10.1	9.1
Hoist Finance	330	6.6	9.7
Intrum	4,515	8.3	6.9
Kruk Spolka Akcyjna	118	8.1	7.9
Ortalama		8.0	7.4
Gelecek	105	4.7	3.2
Benzer Şirketlere göre iskonto		-41%	-57%

Değerleme

Ortalama Net Kar(2022T-2023T)	495
Ortalama Benzer Şirket F/K(2022T-2023T)	7.7
Özsermaye Değeri	3,825
Ödenmiş Sermaye	140
Hedef Fiyat	27.4

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayımlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler 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 e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy	Genel Müdür Yrd.	levent.durusoy@vf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
----------------	------------------	--	---------------------

Araştırma Bölümü

Serhat Kaya	Müdür	serhat.kaya@vf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
-------------	-------	--	---------------------

Erol Gürcan	Ekonomist	erol.gurcan@vf.com.tr	+90 (212) 334 98 37
-------------	-----------	--	---------------------

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Bodrum	+90 (252) 999 14 04