

2023 Yıl Sonu Değerlendirme

İyi geçen bir 2023 geride kaldı. Ulusal Faktoring, finansal sıkışmanın yaşandığı geçtiğimiz yılda, **önceki dönem düşük faiz ortamının sağladığı düşük maliyetli kaynaklarından yüksek faaliyet kârı elde etti.** Ulusal Faktoring, çok yüksek oranda sabit faizli kaynak kullanıp, sabit faizli faktoring imkanı sağlamaktadır. Bankalardan kullandığı kredilerin ortalama faizi **bizim raporu yazdığımız 2023/6 döneminde %21,7 seviyesindeyken yıl sonu finansallarıyla beraber aynı faiz oranı %44,2 olarak gerçekleşti.** Ortalama faktoring alacak süresinin 90 günler olduğu sektörde önümüzdeki çeyreklerden itibaren **marjlarda kademeli daralma** bekliyoruz.

Finansallar. Ulusal Faktoring **2023 yılında 2,3mr TL faktoring geliri, 700mn TL net faaliyet kârı ve 503mn TL net kâr elde etmiştir.** Yıl sonu itibarıyla özkaynaklar beklentimize paralel geçen yıla kıyasla %134 artarak **848mn TL** seviyesinde gerçekleşmiştir. Faktoring alacakları son bir yılda 2,7mr TL'den 4,7mr TL'ye yükselirken, takipteki alacaklar **daha düşük oranda yükselerek** 94mn TL'den 142mn TL'ye yükselmiştir. Şirket, son bir yıl içerisinde 7 şube daha açarak toplamda 23 ilde 32 şube ile hizmet vermektedir.

Enflasyon Muhasebesi 2024 için finansal kuruluşlarda es geçildi. Bankacılık denetleme ve düzenleme kurulu, banka ve diğer finansal kuruluşlar için enflasyon muhasebesine geçiş tarihini 01/01/2025 olarak belirledi. En başta iki yıl olması beklenen muafiyet süresinin sadece 2024 yılı olmak üzere bir yıla indirilmesini olumlu karşılıyoruz. **Enflasyon muhasebesi öncesi kârlarından vergi ödemek durumunda olan finansal şirketler, 2023 yılı ve devamı için açıklanan %30* oranında kurumlar vergisi ile yükümlüler. Finansal şirketlerin kazançlarının enflasyon ile düzeltilmeyişi elde ettikleri vergi öncesi kârın olduğundan daha yüksek hesaplanmasına, dolayısıyla da daha yüksek vergi ödemelerine sebep olmaktadır.**

**Borsa İstanbul'da işlem gören ve halka açıklık oranı %20 üzerinde olan şirketler için -2% daha düşük uygulanır.*

Değerleme. Ulusal Faktoring'i **ekonomik katma değer (EKD)** modeline göre değerlendiriyor ve **12 aylık vade için 19,69 TL, %39,3 yukarı potansiyel** hesaplıyoruz. Daha önceki değerlememizin aksine emsal şirket çarpanlarına ilgili benzer şirketlerin ayrışan ve volatil fiyatlamaları nedeniyle yer vermiyoruz. **Hedef fiyatımızın ifade ettiği yukarı potansiyelin, benzer vade için aynı para birimindeki tahviller ile kıyaslandığında önemli bir reel getiri sunmaması nedeniyle önerimizi AI'dan TUT'a güncelliyoruz.**

ULUFA ilk önerimizi başlattığımız 24 Ekim tarihinden bu yana %35,2 Türk lirası bazında performans göstermiş, aynı dönemde Bist100 endeksi %14,8 yükselmiştir.

TAVSİYE

TUT

Hisse Fiyat	14,13 TL
12 Aylık Hedef Fiyat	19,69 TL
Getiri Potansiyeli	39,3%

Hisse Kodu	ULUFA
Piyasa Değeri (mn TL)	1.921
Piyasa Değeri (mn \$)	61,7
Hisse Sayısı (mn adet)	133,5
Halka Açıklık Oranı	%46,82
Günlük Ortalama İşlem (3 aylık-mn TL)	54,5

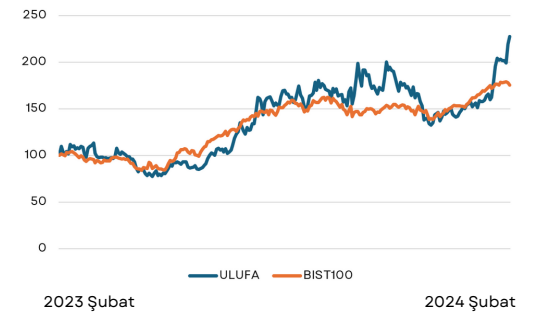
Fiyat Performansı	1Ay	3Ay	12Ay
BIST -100'e göre	30,1%	9,58%	50%
Nominal (TL)	45,8%	23,9%	171%
Nominal (USD)	41,6%	14,9%	64,3%

Gelir Tablosu(mn TL)	2023	2024T	2025T*
Faktoring Gelirleri	2.332	3.312	4.306
Net Faaliyet Kârı	700	775	387
Net Kâr	503	581	349

Değerleme*	2023	2024T	2025T*
PD/DD	1,41	1,32	1,36
F/K	2,38	3,25	6,45
F/NFK	1,71	2,43	4,87
Temettü Verimi (%)	1,45%	3,2%	4,8%

**Enflasyon muhasebesi düzeltilmesi sonrası tahmini verileri içermektedir. Değerleme modeli nominal rakamlar üzerine inşa edilmiş olup 2025 tahminleri reel kâr durumundadır.*

Fiyat Grafiği



Değerleme

- Şirket mali sektörde faaliyet göstermekte olup **ana değer çıktısı net kâr, ve dolayısıyla birikmiş özkaynak** olduğu kabul edilebilir. Bu çerçevede **firma değerlemesi yerine doğrudan hisse senedinin değerlemesi** tercih edilmiştir. Temel dayanak şirketin geçmişte, yakın gelecekte ve terminal dönemde üreteceği net kâr çıktısı ile biriktireceği özkaynak değerini saptamaktır.
- Değerleme modeli enflasyon muhasebesi öncesi nominal tutarlar üzerine inşa edilmiş olup, diğer model parametreleri de yine nominal veriler üzerine kurgulanmıştır.**

- Yıl yıl ayrı **özkaynak maliyeti** hesaplanmış, risksiz faiz olarak uzun vadeli hazine tahvilleri dikkate alınmıştır. Şirketin 5 yıllık endekse göre aylık beta değeri henüz 2,5 yıl önce halka arz olması nedeniyle oluşmamış olup, fiyat tespit raporunda kullanılan 0,8x oranını ise düşük buluyoruz. **Aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin beta değerleri ortalamasını 0,9x olarak hesaplamaktayken, şirket özelinde daha ihtiyatlı olmak adına beta değeri 1x alınmıştır.** Hisse senedi risk primi olarak tahmin dönemi boyunca %6 oranı kullanılmıştır. Ayrıca **ilerleyen yıllarda risksiz faiz oranının enflasyonun düşüşü ile birlikte %16 seviyelerine** kadar gerileyeceğini öngördük.

Gelir projeksiyonu ile ilgili ön kabuller;

- Sektörün özellikle 2002-2017 yılları arası 15 yıllık dönemde yüksek özkaynak getirisi ile birlikte yüksek büyüme gerçekleştirilmesi, bahsedilen dönemde düşük enflasyon ortamı da dikkate alındığında önemli oranda **“özkaynak reel getirisi - return spread”** oluşturmuştu. Devam eden **2018-2022 beş yıllık dönemde ise sektör ve şirketlerin reel anlamda büyümekte ve değer yaratmakta zorlandığı bir dönem** yaşanmıştı. **2023 yılında getiri makasının (spread) pozitif tarafta önemli oranda açıldığını** ve bundan sonraki dönemde sürdürülebilir kârlı seviyelere doğru daralacağını düşünmekteyiz.
- Hesapladığımız 12 aylık hedef fiyat, 2024 özkaynak maliyetinin bugünkü değerine eklenmesiyle hesaplanmıştır.

Ekonomik Katma Değer (EKD)

Ulusal Faktoring EKD - mnt	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	Değer
Net Kar	100,4	503,2	581,3	722,6	867,1	1014,5	1146,4	1329,8	
Ortalama Özkaynak	313,0	605,2	1080,8	1602,4	2238,2	2990,9	3855,2	4845,7	
Özkaynak Karlılığı	32,06%	83,15%	53,78%	45,09%	38,74%	33,92%	29,74%	27,44%	
Özkaynak Maliyeti			32,80%	30,00%	28,00%	26,00%	23,00%	22,00%	
Ö. Karlılığı-Ö. Maliyet farkı (Return Spread)			15,80%	11,61%	8,39%	6,29%	5,48%	4,46%	
Yıllık EKD (Özkaynaklar*Return Spread)	0	0	171	186	188	188	211	216	
İskonto faktörü	1,00	1,00	0,94	0,73	0,57	0,45	0,37	0,30	
Yıllık EKD bugünkü değeri	0	0	161	135	107	85	77	65	
Kümülatif EKD			161	297	403	488	565	630	630
Sonsuz Büyüme								8,00%	
Sonsuz Değer								1.668	Terminal Değerin Katkı Seviyesi
Sonsuz Değerin bugünkü değeri								501	25,30%
Toplam EKD değeri									1.131
2023 Özkaynaklar									848
Düzeltilme									0
Özkaynak Nihai Değeri									1.979
Ödenmiş Sermaye									133,5
12 Aylık Hedef fiyat									19,69

Terminal Büyüme

	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%
20,00%	₺21,36	₺21,89	₺22,49	₺23,19	₺24,02	₺25,02
21,00%	₺19,94	₺20,33	₺20,78	₺21,30	₺21,90	₺22,61
22,00%	₺18,70	₺18,99	₺19,31	₺19,69	₺20,12	₺20,63
23,00%	₺17,61	₺17,81	₺18,05	₺18,31	₺18,62	₺18,97
24,00%	₺16,64	₺16,79	₺16,95	₺17,13	₺17,33	₺17,56

Ekonomik Katma Değer modeli hassasiyet tablosu; özkaynak maliyeti ve terminal büyüme için baz alınan değerlerin farklı girdileri için farklı çıktıları göstermektedir.

Marbaş Menkul Değerler Araştırma - arastirma@marbasmenkul.com.tr

YASAL UYARI

Bu rapor, bir veya daha fazla sermaye piyasası aracı veya bunları ihraç eden ortaklıklar ve kuruluşlar ile piyasa eğilimleri hakkında, belirli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olmamak kaydıyla, Marbaş Menkul Değerler A.Ş. müşterilerine ve/veya dağıtım kanallarına yönelik olarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş.'nin anlaşmalı olduğu dışarıdan hizmet sağlayıcı kuruluş tarafından hazırlanmıştır. 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Marbaş Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Marbaş Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü tazammum etmediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Hiçbir şekil ve surette ve her ne nam altında olursa olsun, her türlü gerçek ve/veya tüzel kişinin, gerek doğrudan gerek dolayısı ile ve bu sebeplerle uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, velhasıl her ne nam altında olursa olsun uğrayabileceği zararlardan hiçbir şekil ve surette Marbaş Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamayacak ve hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Marbaş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. çalışanlarından talepte bulunulmayacaktır.

