

# LİDER FAKTORİNG A.Ş.

## "FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

07 MAYIS 2014



**ZİRAAT YATIRIM**  
**MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
Levent Mah. Boluca Sok. No: 22  
(Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST  
Buyük Mükellefler V.D. 998 010 4594

# İÇİNDEKİLER

I. FAKTÖRİNG SEKTÖRÜ	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. FİNANSAL BİLGİLER	7
IV. NİHAİ GÖRÜŞ	11

İşbu rapor Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı ilke kararında yer alan 'Payların İlk Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esaslar'ın 7. Maddesi çerçevesinde, Tacirler Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin konsorsiyum lideri olarak Lider Faktoring A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'da yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

## I. FAKTORİNG SEKTÖRÜ

*Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler şirketin halka arz izahnamesinden alınmıştır.*

Factoring şirketlerinin amacı alacaklarının temliğine karşılık finansman sağlamaktır. Alacaklar, faturalar ile ispatlanan ticari işlemlere konu olan ileri tarihli çeklerden oluşmaktadır. Faktoringde iki seçenek vardır; (i) kabulü rücu faktoringde şirketin ilgili müşteriye, çekin cirantalarına ve çekin keşidecisine karşı rücu hakkı vardır, (ii) kabulü rücu olmayan faktoringde ise şirket sadece çekin cirantasına ve keşidecisine karşı rücu hakkı vardır.

Ekim 2006'dan itibaren, factoring şirketlerinin denetimi ve kontrolü Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından yapılmaktadır.

Factoring, Türkiye'de ilk olarak 1988 yılında bankalar tarafından bir banka işlemi olarak uygulamaya konulmuş, 1990 yılından itibaren şirketleşerek Faktoring Derneği verilerine göre, 100 milyon USD olan yıllık ciro tutarını toplam factoring işlem hacmi olarak 2012 yılında 44,3 milyar USD'ye ulaştırmıştır. 2012 yılı sonu itibariyle tüm dünyada factoring hacmi 2,8 trilyon USD düzeyindedir. Yıllar itibariyle factoring işlem hacminin dünyada ve Türkiye'deki gelişimi aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

(Milyon USD)	DÜNYA			TÜRKİYE		
	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam	Yurtiçi	Yurtdışı	Toplam
2002	733.547	53.703	<b>787.250</b>	3.216	1.260	<b>4.476</b>
2003	890.821	59.669	<b>950.490</b>	5.250	1.413	<b>6.663</b>
2004	1.069.133	92.208	<b>1.161.340</b>	8.640	2.093	<b>10.733</b>
2005	1.097.472	102.054	<b>1.199.526</b>	11.607	2.352	<b>13.959</b>
2006	1.360.389	136.871	<b>1.497.260</b>	16.216	3.485	<b>19.701</b>
2007	1.683.571	213.153	<b>1.896.724</b>	22.470	3.935	<b>26.405</b>
2008	1.621.350	248.327	<b>1.869.677</b>	24.447	4.230	<b>28.677</b>
2009	1.598.882	236.606	<b>1.835.488</b>	27.110	3.260	<b>30.370</b>
2010	1.860.385	326.023	<b>2.186.408</b>	46.919	4.675	<b>51.594</b>
2011	2.268.640	342.244	<b>2.610.844</b>	36.350	7.348	<b>43.698</b>
2012	2.346.646	464.699	<b>2.811.346</b>	36.330	7.957	<b>44.287</b>

31 Aralık 2013 itibariyle Lider Faktoring de dahil olmak üzere sektörde 76 şirket faaliyet göstermekte olup bunların 69 adedi Finansal Kurumlar Birliği'nin üyesidir.

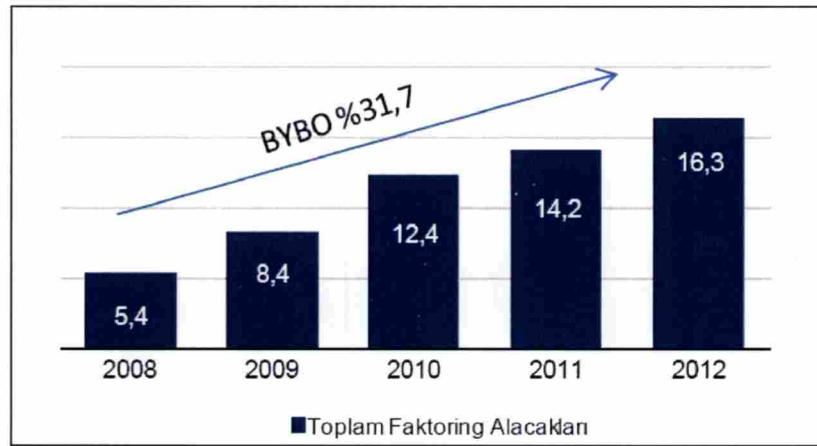
Faturalar ve alacaklar genellikle ileri tarihli çeklerle desteklenmektedir: (i) ileri tarihli çekler genelde ertelenmiş ödemeler için kullanılmaktadır, (ii) çekler ciranta ve keşidecilere rücu edilebilir, (iii) nominal tutar takas sistemi ile tahsil edilmektedir, (iv) her çek ilgili faturası ile gelmelidir.

**ZİRAAT YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Yuvant Mah. Gonca Sok. No: 22  
Emlak Pasajı Kat: 1 Beşiktaş/İST.  
Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594



Kaynak: BDDK, Aralık 2012

Türkiye'nin kredi penetrasyon oranı uluslararası standartlarla kıyaslandığında düşüktür, genellikle ticari banka kredileri kurumsal ve bireysel müşterilere yöneliktir, faktoring sektörü KOBİ'ler için alternatif bir finansman seçeneği olarak ön plana çıkmaktadır. Türkiye'de 2008 yılında 5,4 milyar TL olan toplam faktoring alacakları geçen yıllar zarfında %21,4 bileşik yıllık büyüme oranı sergileyerek 2012 yılında 16,3 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. 30/09/2013 itibariyle faktoring alacakları bir önceki yılın aynı dönemine göre %24,0 oranında artışla 18,4 milyar TL olmuştur.



Kaynak: Lider Faktoring, UFRS Finansal Tablolar

2012 sonunda aktiflerinin toplamı 18,1 milyar TL'ye ulaşan faktoring sektörü ağırlıklı olarak KOBİ olan müşterilerine 16,3 milyar TL finansman sağlamıştır. 2012 yılında özkaynaklar %14,2 artarak 3,4 milyara ulaşmış ve sektörün reel sektöre sağladığı krediler özkaynaklarının 4,2 katını bulmuştur. BDDK verilerine göre, sektörün aktif büyüklüğü 2012 yılsonu 18,2 milyar TL'dir. 30/09/2013 itibariyle faktoring sektörünün aktifleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %21,8 oranında büyümüş olup 19,9 milyar TL'ye ulaşmıştır.

## II. ŞİRKET BİLGİLERİ

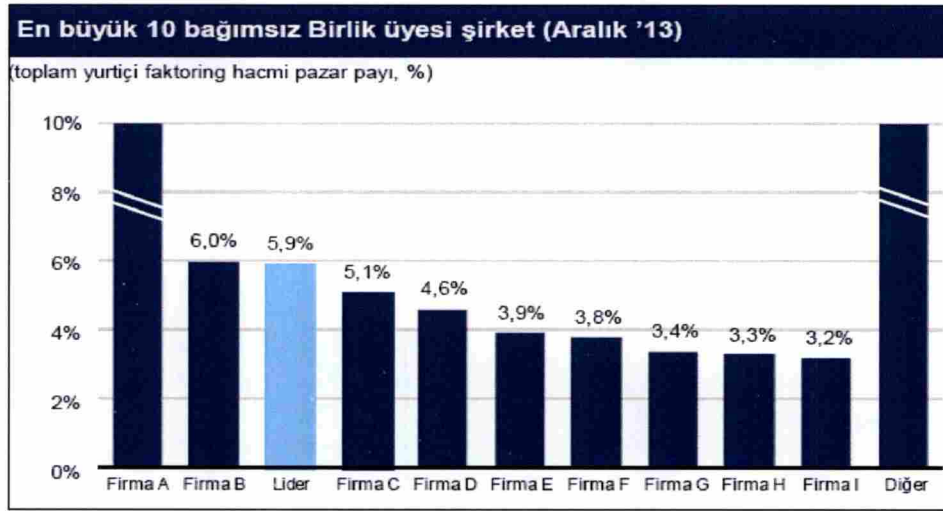
**Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler şirketin halka arz izahnamesinden alınmıştır.**

Lider Faktoring A.Ş. (Şirket) 20 Eylül 1992 yılında Şetat Faktoring Hizmetleri A.Ş. unvanıyla sını ve ticari şirketlere faktoring hizmeti sunmak amacıyla kurulmuştur. 2002 yılında Şetat Faktoring Hizmetleri A.Ş. Şirket'in mevcut hakim ortakları tarafından satın alınmış ve Şirket'in unvanı 12 Haziran 2002 tarihinde Lider Faktoring Hizmetleri A.Ş., 1 Temmuz 2013 tarihinde ise Lider Faktoring A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 2008 yılında Lider Faktoring A.Ş.'nin %9,90 oranında hissesi "Credit Suisse" tarafından satın alınmıştır. Şirket'in Credit Suisse ile aynı zamanda kredi ilişkisi de bulunmaktadır.

**ZİRAAT YATIRIM**  
**MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
 Levent Mah. Gonca Sok. No: 22  
 (Emlak Pasajı) Kat: Beşiktaş/İST.  
 Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594

Lider Faktoring'in genel müdürlüğü İstanbul'da olup farklı şehirlerde toplam 26 şubesi ile müşterilerine hizmet vermektedir. Önümüzdeki yıllarda büyümeye ve temsilcilik sayısını artırmaya yönelik planları bulunmaktadır. Lider Faktoring, coğrafi büyüme stratejisi kapsamında temel olarak faktoringe talep olan, sanayi merkezlerine yakın ve faktoring penetrasyonunun düşük olduğu bölgelere yoğunlaşmaktadır.

Finansal Kurumlar Birliği (Birlik) üyesi bağımsız faktoring şirketleri arasında Lider Faktoring toplam faktoring cirosuna göre %5,9'luk pazar payı ile 2013 yılında 3. sırada yer almaktadır (1.-2012). Lider Faktoring işlem hacmini 2013 yılında da büyütürken 2,1 milyar TL seviyesine çıkarmış ve bir önceki yıla göre %5,2 büyüme sergilemiştir. Son beş yılda üç kez bağımsız faktoring şirketleri arasında işlem hacminde ilk sırada yer almıştır. Şirket, 2013 itibariyle tüm Birlik üyeleri arasında aktifler bazında %2,8 pazar payıyla 9. sırada bulunmaktadır (8.-2012). Yurtiçi faktoring alacakları bazında, Lider Faktoring 2013 yılında tüm Birlik üyeleri arasındaki %2,3'lük pazar payıyla (%4,3-2012) 8. sırada yer almıştır (7.-2012). Lider Faktoring yine Birlik üyeleri arasında 2013 yılında toplam faktoring gelirleri bazında ise (faiz+ücret&komisyon) 5. sırada yer almaktadır (5.-2012).



Kaynak: Finansal Kurumlar Birliği, Aralık 2013

Şirket 2010 yılından bu yana 230 milyon TL nominal tutarlı tahvil ihracı gerçekleştirmiş olup, bunun 140 milyon TL'lik kısmı itfa olmuştur. 90 milyon TL mevcut borçlanma aracı stoku bulunan Şirket, ayrıca 70 milyon TL'ye kadar tahvil ihracı için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan ihraç belgesi almış, bu kapsamda da iki tertipte 30 milyon TL'lik tahvil ve bono ihracı gerçekleştirmiştir.

## II.1. Ortaklık Yapısı

Lider Faktoring'in ana hissedarı aile üyeleri olmakla birlikte Credits Suisse'in Şirket'te %9,90 oranında bir payı bulunmaktadır.

Halka Arz Öncesi						
Paydaşlar	A Grubu	B Grubu	C Grubu	Toplam Pay Adedi	Toplam Pay (TL)	Pay Oranı
Yuda Elenkave	20,000	11,965,000		11,985,000	11,985,000	39.95%
Nedim Menda	10,000	10,445,000		10,455,000	10,455,000	34.85%
Jak Sucaz	10,000	3,050,000		3,060,000	3,060,000	10.20%
Raşel Elenkave	10,000	1,520,000		1,530,000	1,530,000	5.10%
Credit Suisse Investments (Nederland) B.V.			2,970,000	2,970,000	2,970,000	9.90%
<b>Toplam</b>	<b>50,000</b>	<b>26,980,000</b>	<b>2,970,000</b>	<b>30,000,000</b>	<b>30,000,000</b>	<b>100.00%</b>

**ZİRAAT YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Levent Mah. Gonca Sok. No: 22  
(Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST.  
Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594

Halka Arz Sonrası						
Paydaşlar	A Grubu	B Grubu	C Grubu	Toplam Pay Adedi	Toplam Pay (TL)	Pay Oranı
Yuda Elenkave	20,000	11,965,000		7,485,000	4,985,000	24.95%
Nedim Menda	10,000	10,445,000		10,455,000	10,455,000	34.85%
Jak Sucaz	10,000	3,050,000		3,060,000	3,060,000	10.20%
Raşel Elenkave	10,000	1,520,000		1,530,000	1,530,000	5.10%
Credit Suisse Investments (Nederland) B.V.			2,970,000	2,970,000	2,970,000	9.90%
Halka Açık		4,500,000				15%
<b>Toplam</b>	<b>50,000</b>	<b>26,980,000</b>	<b>2,970,000</b>	<b>30,000,000</b>	<b>30,000,000</b>	<b>100.00%</b>

Kaynak: Lider Faktoring İzahname

- Aile üyeleri tüm A grubu paylara sahiptir. Yönetim Kurulu üyelerinin en az yarısından bir fazlasını A Grubu pay sahipleri arasından veya A Grubu pay sahiplerinin göstereceği adaylar arasından genel kurulda seçilmesi zorunludur.
- B Grubu pay sahipleri, her adi paydaşın sahip olduğu hakların yanı sıra, temettü dağıtımlarında ekonomik haklara ve pay ihracı yapıldığı takdirde öncelikli satın alma hakkına sahiptir.
- Credit Suisse ise C Grubu paya sahiptir. Esas sözleşmenin 13. Maddesinde sıralanmış durumlar için C Grubu paydaşların tamamının toplantıda mevcudiyeti ve olumlu oy kullanması gerekmektedir. Bu durumlar arasında bulunanlar: (a) şirketin satışı, birleşmesi; (b) şirketin tavsiyesi ve (c) şirketin kayıtlı sermaye tavanının yenilenmesi

## II.2. Faaliyetler

Lider Faktoring A.Ş. faaliyetlerinin tamamını Türkiye’de sürdüren bir faktoring şirkettir. Faaliyetleri, 13 Aralık 2012 tarih ve 28496 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu hükümleri çerçevesinde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun denetim ve gözetimi altındadır. Kanunun amacı; finansal kuruluş olarak faaliyet gösteren finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketlerinin kuruluş ve çalışma esasları ile finansal kiralama, faktoring ve finansman sözleşmelerine ilişkin usul ve esasları düzenlemektir. Lider Faktoring sadece kabulü rücu faktoring yapmaktadır dolayısıyla cirantalara, keşidecilere ve müşterisine karşı rücu hakkı vardır. Şirket’in faktoring hacmi üretim sanayi başta olmak üzere farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlere verilen küçük ölçekli kredilerden oluşmaktadır. Ek olarak, Lider Faktoring’in ileri düzey kurumsal yönetim kontrolleri mevcuttur. Şirket faaliyetleri dört farklı yönetim komitesi ile denetim altındadır. Bu komiteler; (i) İç kontrol ve Finansal Denetim Komitesi (ii) Yatırımcı İlişkileri Komitesi, (iii) Kamuyu Aydınlatma ve Bilgilendirme Komitesi ve (iv) Kurumsal Yönetim Komitesi’nden oluşmaktadır.

## II.3. Strateji

Lider faktoring kredi verme platformunu ve İstanbul dışındaki faaliyetlerini mevcut şubelerin kapasitelerini artırarak ve yeni şubeler açarak genişletmeyi planlamaktadır.

## II.4. Risk Yönetimi

**Kredi Riski:** Lider Faktoring, üretim sanayinin herhangi bir sektörünü hedeflemektedir, dolayısıyla riski farklı sektörlerde yayılmış durumdadır. Sektör bazında belirlenen limitlerin yanı sıra Lider Faktoring farklı coğrafi bölgeler, müşteri ve keşideci bazında sınırlamalar getirmiştir.

**Kaldıraç Oranı:** Herhangi bir anda özkaynaklar/toplam aktifler oranının belirli bir oranın %12’nin altına düşmemesi hedeflenmektedir.

**Likidite Riski:** Herhangi bir iş gününde vadesi gelen çeklerin, vadesi gelen kredilerden daha fazla olması planlanmaktadır. Şirket’in faktoring alacaklarının, vadesine kadar kalan gün sayısının ağırlıklı ortalaması 70-90 gün iken banka kredilerinin vadesi 120 gün civarındadır. 31 Aralık 2013 itibarıyla ortalama faktoring alacakları vadesi 87 gündür.

**Döviz Kuru Riski:** Şirket sadece TL alacakları faktör etmekte ve genellikle sadece TL bazlı fonlama yapmaktadır.

**Faiz Oranı Riski:** Minimum yabancı para pozisyonu ile Lider Faktoring'in faiz oranı riski vade yapısından kaynaklanabilir; Lider Faktoring'in aktif ve pasifleri sabit ve değişken faizlerin sağlıklı bir kombinasyonundan oluşmaktadır.

## II.5. Kurumsal Yönetim & Raiting

Lider Faktoring'in mevcut (Haziran 2013) kurumsal yönetim derecelendirme notu 8,85 olup son beş yıldır üst üste artış sergilemiştir. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği tarafından verilen Kurumsal Yönetim Ödüllerinde "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu en yüksek halka açık olmayan Şirket" kategorisinde Lider Faktoring 2010, 2011 ve 2013 yıllarında en yüksek notu alarak üç kez Birincilik Ödülü'ne layık görülmüştür. Lider Faktoring 2009 yılında Fitch Ratings'den ilk kredi derecelendirme notu almıştır. Bu kapsamda Şirket'in ulusal para birimi cinsinden uzun vadeli kredi derecelendirmesi BB+ (tur) olarak belirlenen notu, 31 Mayıs 2013 tarihinde Fitch Ratings tarafından iki basamak birden artırılarak A (tur) olarak revize edilmiştir.

## III. FİNANSAL BİLGİLER

**Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler için şirketin halka arz izahnamesi ve Bağımsız Denetim Raporu'ndan yararlanılmıştır.**

Bilanço	31.Ara.13	31.Ara.12	31.Ara.11
Nakit Değerler	17,184	11,232	2,858
Bankalar	912,970	942,586	17,646,386
Faktoring Alacakları	584,146,754	621,502,320	466,061,322
İskontolu Faktoring Alacakları	576,893,184	612,253,928	466,061,322
Diğer Faktoring Alacakları	7,253,570	9,248,392	-
Diğer Alacaklar	761,766	2,621,005	87,585
Takipteki Alacaklar	35	-	-
Takipteki Faktoring Alacakları	21,102,522	19,747,362	11,826,418
Özel Karşılıklar	-21,102,487	-19,747,362	-11,826,418
Maddi Duran Varlıklar	22,630,548	16,415,316	15,942,810
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	130,094	177,279	150,074
Peşin Ödenmiş Giderler	186,202	134,625	122,142
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2,408,498	2,313,814	-
Diğer Aktifler	266,586	740,359	808,300
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>611,460,637</b>	<b>644,858,536</b>	<b>500,821,477</b>
Alınan Krediler	399,389,563	405,458,533	379,162,090
Faktoring Borçları	580,145	1,002,509	422,150
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	18,983,251	-	-
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	91,003,692	149,069,326	47,736,603
Diğer Borçlar	592,569	366,059	289,375
Diğer Yabancı Kaynaklar	21,925	40,833	153,692
Ödenecek Vergi ve Yükümlülükler	1,275,179	1,189,519	1,563,434
Borç ve Gider Karşılıkları	1,672,020	1,798,679	1,450,091
Cari Dönem Vergi Borcu	234,870	2,050,683	872,003
Ertelenmiş Vergi Borcu	-	-	137,309
Özkaynaklar	97,707,423	83,882,395	69,034,730
Ödenmiş Sermaye	30,000,000	30,000,000	30,000,000
Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	18,626,362	12,350,666	9,824,200
Kar Yedekleri	41,531,729	4,154,587	3,558,812
Kar veya Zarar	7,549,332	37,377,142	25,651,718
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>611,460,637</b>	<b>644,858,536</b>	<b>500,821,477</b>

Gelir Tablosu (TL)	31.Ara.13	31.Ara.12	31.Ara.11
Factoring Gelirleri	96,226,856	113,359,455	77,158,352
Finansman Giderleri	-58,757,050	-63,137,817	-40,714,786
<b>Brüt K/Z</b>	<b>37,469,806</b>	<b>50,221,638</b>	<b>36,443,566</b>
Esas Faaliyet Giderleri	-27,452,526	-27,506,196	-22,468,784
Diğer Faaliyet Giderleri	9,269,390	6,316,676	2,944,097
Takipteki Alacaklara İlişkin Özel Karşılıklar	-8,237,432	-13,352,409	-4,468,687
Diğer Faaliyet Giderleri	-2,180,932	-176,344	-597,640
<b>Net Faaliyet K/Z</b>	<b>8,868,306</b>	<b>15,503,365</b>	<b>11,852,552</b>
Vergi Karşılığı	-1,318,974	-3,182,166	-2,402,904
Sürdürülen Faaliyetler Net Dönem Karı/Zararı	7,549,332	12,321,199	9,449,648
<b>Net Dönem Karı/Zararı</b>	<b>7,549,332</b>	<b>12,321,199</b>	<b>9,449,648</b>
Dönem Karının/Zararının Dağılımı	7,549,997	12,321,199	9,449,648
Azınlık Payları	-	-	-
Ana Ortaklık Payları	7,549,997	12,321,199	9,449,648

- Lider Faktoring'in BDDK standartlarında hazırlanmış finansal tablolarına göre, toplam aktifleri 2013 yılının ilk 9 ayında, 2012 yıl sonuna göre %1,4 azalarak 644,9 milyon TL'den 635,6 milyon TL'ye gerilemiştir. Şirket'in 2012 yılında toplam aktiflerinin %28,8 artış göstererek 644,9 milyon TL seviyesine ulaştığı görülmektedir. Bu artışta ağırlıklı olarak faktoring alacakları kaleminde görülen %33'lük artış rol oynamaktadır.
- Faktoring alacakları tarihsel olarak Şirket toplam aktiflerinin en büyük payını oluşturmuştur. 30 Eylül 2013, 31 Aralık 2012, 2011 ve 2010 tarihleri itibarıyla faktoring alacakları toplam bilanço aktiflerinin sırasıyla %96,1, %96,4, %93,1 ve %96,4'ünü oluşturmuştur. 2013 yılının ilk 9 ayında faktoring alacakları kalemi, 2012 yıl sonuna göre %1,7 gerileyerek 621,5 milyon TL'den 611,2 milyon TL'ye azalmıştır. 2012 yılında ise faktoring alacaklarındaki artış oranı, 2011 yıl sonunda yakalanan 466,1 milyon TL seviyesine göre %33,4 olmuştur. Aynı oran 2011 yılında %31,2 olarak gerçekleşmiştir (2010 yıl sonu faktoring alacakları tutarı 355,2 milyon TL).
- Alınan krediler Şirket toplam pasiflerinin büyük kısmını oluşturmaktadır. Alınan krediler toplam pasiflerin 30 Haziran 2013, 31 Aralık 2012, 2011 ve 2010 tarihleri itibarıyla sırası ile %64,8, %62,9, %75,7 ve %71,1'ini oluşturmaktadır. Alınan krediler 31 Aralık 2012 tarihindeki 405,5 milyon TL'den %1,6 artış göstererek 30 Eylül 2013'de 411,9 milyon TL'ye ulaşmıştır.
- Lider Faktoring'in toplam özkaynakları 31 Aralık 2012'deki 83,9 milyon TL seviyesinden %5,5 artış göstererek 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla 88,5 milyon TL'ye yükselmiştir. 31 Aralık 2010 tarihinde 56,2 milyon TL olan toplam özkaynaklar %22,8 oranında artarak 31 Aralık 2011'de 69,0 milyon TL'ye ve devam eden yılda da %21,5 oranında artarak 31 Aralık 2012 tarihinde 83,9 milyon TL olmuştur. Şirket'in karlılığındaki artış toplam özkaynaklarının artmasındaki ana etken olmuştur.
- Şirket'in toplam faktoring gelirleri 30 Eylül 2013'de biten 9 aylık dönemde, 2012 yılının aynı dönemine göre %16,0 azalarak 71,4 milyon TL'ye gerilemiştir. Şirket'in 2012 yılındaki toplam faktoring gelirleri 2011 yılına göre %46,9 artarak 77,2 milyon TL'den 113,4 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu dönemlerdeki artış faktoring alacaklarından alınan faizlerdeki artışı yansıtmaktadır.
- 30 Eylül 2013, 31 Aralık 2012, 2011 ve 2010 tarihleri itibarıyla alınan krediler, sırasıyla %64,8, %62,9, %75,7 ve %71,1 pay ile toplam pasiflerin en büyük kısmını oluşturmaktadır. Bunun sonucu olarak Lider Faktoring'in, banka kredilerine ödediği faiz oranları toplam finansman gideri üzerindeki en büyük etkiye sahiptir. Bu çerçevede toplam finansman giderleri %13,1 azalarak 30



Eylül 2012 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde 50,6 milyon TL'den, 30 Eylül 2013 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde 44,0 milyon TL'ye azalmıştır. Bu azalış kullanılan kredilere ödenen faiz oranlarındaki düşüşten kaynaklanmaktadır.

- Esas faaliyet giderleri, 2013 yılının ilk 9 ayında, geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %1,1 oranında artarak 20,4 milyon TL'den 20,6 milyon TL'ye yükselmiştir. Esas faaliyet giderlerinin enflasyonun altında bir artış sergilemesindeki en önemli faktör reklam ve ilan giderlerinde görülen azalmadır. Esas faaliyet giderleri 2012 yılında ise 27,5 milyon TL'ye yükselerek 2011 yılındaki 22,5 milyon TL'lik seviyesine göre %22,4 oranında artış göstermiştir. Bu dönemdeki artış, ağırlıklı olarak personel giderleri ve genel işletme giderlerindeki (reklam ve ilan giderleri başta olmak üzere) artıştan kaynaklanmaktadır.

## IV. DEĞERLENDİRME

Tacirler Yatırım A.Ş. tarafından hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Lider Faktoring A.Ş Fiyat Tespit Raporu" aşağıdaki iki değerlendirme yöntemine göre yapılmıştır.

- 1- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi
- 2- Piyasa Çarpanları Yöntemi

Nihai piyasa değerine ulaşılırken PD/DD, F/K çarpanları ile İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemlerine eşit ağırlık verilmiştir.

Raporda yapılan analizde;

- Faktoring işlem hacminin 2014 yılı için %6 sonraki yıllar için %10 artacağı varsayılmıştır.
- TRLIBOR faiz oranı 2014-2018 yılları arasında %10 olarak kullanılmıştır.
- Şirketin 2014-2018 yılları arasında, banka kredilerinde TRLIBOR üzerine %2,5-%4,5 arasında ek faiz ödeyeceği öngörülmüştür.
- Özkaynak maliyeti %17,33 olarak kullanılmıştır. Değerlemede; borçlanma maliyeti %18,5, beta 0,82, risksiz faiz oranı %12 ve piyasa risk primi %6,5 olarak alınmıştır.
- Nihai değer hesaplamasında nihai büyüme oranı %2 alınmıştır.

### a) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde 2012 yılı baz alınmış ve 2014-2018 yılları arasındaki dönem için projeksiyon yapılmıştır. Hazırlanan raporda şirkete ilişkin tahminler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Lider Faktoring A.Ş. (mn TL)	ÖZET GELİR TABLOSU				
	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T
Faiz Ve Komisyon Gelirleri	141.56	144.33	158.76	174.63	192.1
Faiz Giderleri	84.73	83.27	89.43	94.47	103
Net Faiz Geliri	56.83	61.05	69.33	80.17	89.1
Personel Giderleri	23.00	25.30	27.83	30.61	33.67
Genel Yönetim Giderleri	8.00	8.80	9.68	10.65	11.71
Amortisman	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Faaliyet Karı	25.58	26.7	31.57	38.66	43.46
Karşılık Giderleri	6.00	4.56	5.01	5.51	6.07
Vergi Öncesi Kar	19.58	22.14	26.56	33.14	37.39
Vergi	3.92	4.43	5.31	6.63	7.48
Net Kar	15.67	17.72	21.25	28.51	29.92

Lider Faktoring A.Ş. (mn TL)	ÖZET BİLANÇO				
	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T
<b>VARLIKLAR</b>					
Hazır Değerler	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Faktoring Alacakları	753.65	765.57	905.57	932.69	1089.4
Şüpheli Alacak Karşılığı	27.10	31.66	36.67	42.19	48.25
Kazanılmamış Faktoring Gelirleri	24.12	24.5	28.98	29.85	34.86
Net Faktoring Alacakları	702.43	709.42	839.92	860.65	1006.28
Sabit Kıymetler	20.51	20.51	20.51	20.51	20.51
Diğer Varlıklar	2.00	2.20	2.42	2.66	2.93
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>724.94</b>	<b>732.13</b>	<b>862.85</b>	<b>883.83</b>	<b>1029.72</b>
<b>YÜKÜMLÜLÜKLER</b>					
Kısa Vadeli Banka Kredileri	324.27	348.57	498.82	539.98	640.95
Tahviller	120.00	135.00	150.00	165.00	180.00
Uzun Vadeli Banka Kredileri	167.30	117.46	61.70	0.00	0.00
Toplam Finansal Yükümlülükler	611.57	601.04	710.51	704.98	820.95
Özkaynaklar	97.71	113.37	131.09	152.34	178.85
Net Kar	15.67	17.72	21.25	26.51	29.92
Toplam Özkaynaklar	113.37	131.09	152.34	178.85	208.77
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>724.94</b>	<b>732.13</b>	<b>862.85</b>	<b>883.83</b>	<b>1029.72</b>

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan raporda şirketin halka arz öncesi toplam firma değeri 156,5 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Şirketin geleceğe yönelik projeksiyonlarının doğru bir biçimde yorumlanabilmesi için söz konusu verilerin temel mantığına vakıf olunması ve bu amaçla da şirket ilgilileri ile konunun görüşülmesi gerekmektedir. Bu yönde bir görüşme olmadığından Lider Faktoring'in fiyat tespit raporunda yer alan indirgenmiş nakit akımları analizi tarafımızca test edilmemiş olup, bu yöntem ile ilgili detaylı görüş verilememektedir.

#### b) Piyasa Çarpanları Analizi

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan raporda yurtiçi piyasada halka açık benzer şirket olarak Creditwest Faktoring A.Ş. ve Garanti Faktoring Hizmetleri A.Ş. firmalarının baz alındığı ifade edilmiştir. Bu iki şirket çarpanlarına %50'şer ağırlık verilerek oluşturulan sektörel çarpanlar üzerinden Lider Faktoring'in piyasa değeri F/K'ya göre 59,4 milyon TL ve PD/DD'ye göre de 113,4 milyon TL bulunmuştur.

Ziraat Yatırım olarak yaptığımız değerlendirme çalışmasında F/K, PD/DD ve PD/FG (Piyasa Değeri/Faktoring Gelirleri) çarpanlarını içerecek şekilde 'Piyasa Çarpanları Yöntemi' kullanılmış olup, benzer şirket olarak tarafımızca da Borsa İstanbul'da işlem gören Creditwest Faktoring A.Ş. ve Garanti Faktoring Hizmetleri A.Ş. firmaları baz alınmıştır. Söz konusu şirketlerin piyasa değerleri ile ağırlıklandırılmış çarpanları üzerinden sektör çarpanları oluşturulmuş ve bu çarpanların her birine %33,3 ağırlık verilerek Lider Faktoring için halka arz öncesi piyasa değeri 104,3 milyon TL olarak bulunmuştur.

Piyasa Çarpanları analizimize ilişkin özet bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Çarpan	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
F/K'ya göre	58,630,651	33.3%	19,524,007
PD/DD'ye göre	114,941,402	33.3%	38,275,487
PD/FG'ye göre	139,510,199	33.3%	46,456,896
<b>LİDER FAKTORİNG Değerleme Sonucu (TL)</b>			<b>104,256,390</b>

<b>LİDER FAKTORİNG Hisse Başı Değer (TL)</b>	<b>3.48</b>
--	-------------

\*Çarpanlar için ilgili hisselerin 17 Nisan 2014 tarihli BİAŞ Pay Piyasası 2.Seans kapanış fiyatları kullanılmıştır.

## V. NİHAİ GÖRÜŞ

Factoring sektörünün son yıllarda işlem hacimlerindeki artış ve mali büyüklüklerdeki olumlu performans bakımından gösterdiği gelişmenin yanı sıra bankacılık dışı finansal sektör içerisindeki payının artıyor olması sektöre yönelik beklentileri yükseltmektedir.

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunun genel olarak net, anlaşılır ve makul olduğunu düşünmekteyiz. Lider Faktoring'in fiyat tespit raporunda yer alan indirgenmiş nakit akımları analizi tarafımızca test edilememiş olup, bu yöntem ile ilgili görüş verilememektedir. Tacirler Yatırım, Lider Faktoring için F/K, PD/DD çarpanları ve İNA yöntemine göre hesapladığı piyasa değerlerinin eşit ağırlıklı ortalamasını alarak 109.766.901 TL nihai piyasa değerine ulaşmıştır. Fiyat tespit raporunda, söz konusu değer üzerinden %18 iskonto ile halka arz fiyatının 3,00 TL olarak tespit edildiği ifade edilmektedir.

Tarafımızca yapılan Piyasa Çarpanları analizine göre Lider Faktoring'in halka arz öncesi piyasa değeri 104,3 milyon TL ve bağlı olarak pay başı değeri 3,48 TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre Tacirler Yatırım tarafından açıklanan halka arz fiyatının yaklaşık %14 iskontolu olduğu sonucu çıkarılmıştır.

*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 dayanılarak 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 yayımlanamaz.*

**ZİRAAT YATIRIM**

**MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

Levent Mah. Gönca Sok. No:22

(Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST

Büyük Mükellefler V.D.098 010 4594