

Gelecek Varlık Yönetimi <GLCVY>

Kapsam Dışı Şirket İnceleme

18 Temmuz 2025

(09:00)

Köklü geçmiş parlak Gelecek. Varlık yönetim şirketleri banka ve diğer finans kuruluşlarının tahsili geçmiş alacak portföylerini düzenlenen ihaleler üzerinden satın alarak borçların çözülmesi alanında hizmet veren finansal kuruluşlardır. Böylece kişi veya kurumları yeniden ekonomiye kazandırılması anlamında önemli bir konuma sahiptir. Mevcut durumda varlık yönetim sektöründe 28 şirket faaliyet göstermektedir. 2005 yılındaki kuruluşundan bu yana sektör lideri olarak faaliyet gösteren Gelecek Varlık Yönetimi'nin satın aldığı alacak tutarı 35.5 milyar TL'yi aşarken bugüne dek 940 bin borç dosyasının çözülmesini sağlamıştır. Şirket esnek bilanço yapısı, sıkı finansal koşullara rağmen yüksek özsermaye karlılık oranları (1Ç25 SOA %50) ve öngörülebilir iş modeliyle öne çıkmaktadır.

Düzeltilmiş FVAÖK Gelecek için en önemli gösterge. Şirket'in faaliyetlerinin verimliliğini karşılaştırmak anlamında en önemli ölçüt Düzeltilmiş FVAÖK'tür. Faaliyetlerin tahsilata dayanması (tahakkuk esası yerine), tahsilat süresince anaparadan oluşan amortisman ve itfa giderleri, net faiz gelir/gideri hesaplarken kredi dışı kaynaklı faiz gelir ve giderlerin ayrıştırılması gerekmektedir. Buna ek olarak nakit dışı bir etkiye sahip özel karşılıklardaki değişimde ayrıştırılarak izlenmelidir. 1Ç25 itibarıyla son on iki aylık finansallara göre şirketin Düzeltilmiş FVAÖK 2.86 mlr TL seviyesindeyken düzeltilmiş FVAÖK marjı %60 seviyesindedir. Çeyrek özelinde ise 1Ç25'te FVAÖK 33.4%'lük artışla 671 milyon TL'ye (1Ç24: 503 milyon TL) ulaşmıştır. FVAÖK marjında geçen yılın aynı dönemine göre 2.9 puanlık gerilemede faaliyet giderlerindeki artışların tahsilattaki değişimin üzerinde seyretmesi ana etkindir. Öte yandan Şirket'in son 5 yıllık FVAÖK marjı ortalamasının %64 olduğunu ve 2023, 2024 yıllarında ise FVAÖK marjının sırasıyla %64 ve %60 ile rekabetçi seviyelerde gerçekleştiğini not ediyoruz. Şirket, düzeltilmiş FVAÖK hesaplanmasındaki ilgili kalemleri finansalların dipnotlarında her çeyrek paylaşmaktadır.

Güçlü ve zamanında tahsilat faaliyetlerde kilit faktör. TGA portföyleri ana paraya göre daha düşük maliyetten satın alınabildiğinden, tahsilatların zamanlaması ve oranları yatırım getirilerini etkileyen ana faktörlerdir. Şirket'in 1Ç25 sonu itibarıyla 10 yıllık tahsilat projeksiyonuna göre toplamda 32.2 milyar TL'lik tahsilat öngörülmektedir. Gelecek 5 yıl içerisinde ise mevcut portföy tahsilat beklentisinin %65'inin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Öte yandan Şirket'in tahsilatlardan elde ettiği faiz gelirini gelir tablosunda kaydettiğini anapara tutarının ise kredi bakiyesini etkilediğini not ediyoruz.

Sıkı finansal koşullar bireysel segment TGA satış hacmini artırabilir. 2025 Mart itibarıyla kümülatif TGA satış hacmi 147.5 milyar TL seviyesindeyken, bu tutarın 85 milyar TL'lik kısmı bireysel kalan 62.6 milyar TL'lik kısmı ise Kobi + Ticari segmentten oluşmaktadır. Öte yandan 1Ç25 verilerine göre anapara satış hacmi 12.3 milyar TL iken bireyselin payı %86.8, Kobi ve ticari segmentin payı ise %13.2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket sunumunda paylaşılan 2025 yılı beklentilerinde de takibi geçmiş alacak satış hacminin anapara satış beklentisi 50-55 milyar TL seviyesinde olması, satışların %70-%80'inin bireysel segmentte gerçekleşmesi ve böylece satış hacim büyümesinin tüm yılda devam etmesi öngörülmektedir.

Değerleme Görüşümü: GLCVY hisse senetleri son on iki aylık gerçekleşen finansallara göre 4.0x FD/FVAÖK, 7.6x F/K ve 3.0x F/DD çarpanlarında işlem görmekte olup bu çarpanlar yurt içi benzerlerine kıyasla sırasıyla %85, %73 ve %57 iskontoya karşılık gelmektedir. Şirket'in tarihsel ortalamaları ile kıyaslandığında ise F/K ve F/DD çarpanları %3 iskontoya işaret etmektedir. GLCVY hisse senetleri yıl başından bu yana olan dönemde endeksin %41 üzerinde performans göstermiştir.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL65.35	m.d	m.d
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL9,129mn	USD227mn	TL11,366mn

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	GLCVY.TI / GLCVY.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	3%	3%	62%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):			35.76 / 67.7
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:			74.9
YBB TL Getiri:			49%
Beta (2 yıllık, haftalık)			0.63
BIST-100'deki ağırlığı			0.10%
Ödenmiş Sermaye (mnTL):			140

Kısaca Şirket

2005 yılında Fiba Holding tarafından kurulan Gelecek Varlık Yönetimi, bankaların ve diğer finans kuruluşlarının tahsili geçmiş alacak portföylerini satın alarak borçların çözülmesi alanında hizmet veren finansal bir kuruluştur. Gelecek Varlık , satın alınan toplam anaparada %24.1 kalan anapara bazında ise %26.4'lük bir pazar payı ile TGA satın alım ve hizmet alanında lider konumdadır.Toplam anapara, yatırım ve tahsilatta piyasa liderliğini sürdürmektedir.

Ortaklık Yapısı

Fiba Holding	69.9%
Murat Özyeğin	5.6%
Ayşecan Özyeğin	5.6%
Oktay	0.0%
Fiba Faktoring	0.0%
Fiba Kapital Holding	0.0%
Halka Açık	18.9%

Özet Finansallar	1Ç24	1Ç25	Değişim	2023	2024	Değişim
Özkaynaklar	1,961	3,051	56%	1,639	2,696	64%
Düz. FVAÖK (TLmn)	503	671	33%	1,695	2,692	59%
Net Kar (TLmn)	325	352	8%	855	1,182	38%
Düz.FVAÖK marjı	56.0%	53.0%	-3 pp	65.0%	61.0%	-4 pp
F/K (x)	8.8	7.6		10.7	7.7	
FD/FVAÖK (x)	6.5	4.0		6.7	4.2	
F/DD (x)	4.7	3.0		5.6	3.4	
Hisse Başına Kar(TL)	2.33	2.52		6.12	8.46	

Analist: Kasım Emre Duman

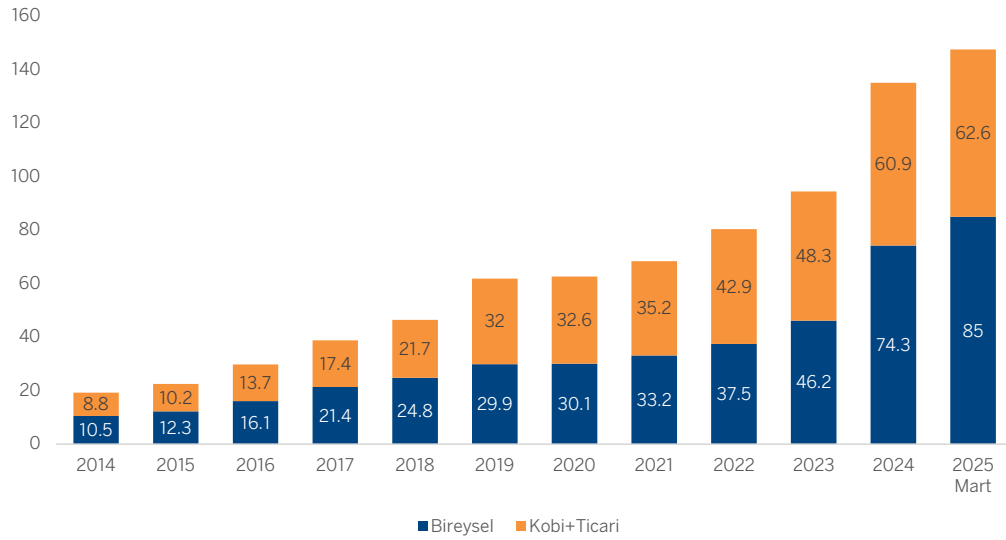
+90 (212) 384 12 70

KasimDu@garantibbva.com.tr

Gelecek Varlık Yönetimi İş Modeli

Gelecek Varlık Yönetimi, lisanslı bir varlık yönetim şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Varlık yönetim şirketleri, TMSF'nin, yurt içi ve yurt dışı yerleşik bankaların, özel finans kurumlarının, diğer mali kurumların ve kredi sigortası veren sigorta şirketlerinin söz konusu hizmetlerinden doğan alacakları ile diğer varlıklarını satın alabilir, satabilirler. Gelecek, başta bankaların bireysel, KOBİ, ticari ve kurumsal segmentlerindeki teminatlı ve teminatsız tüm kredi portföyleri olmak üzere finansal kuruluş alacaklarına yatırım yapan ve tahsilat süreçlerini yöneten bir varlık yönetim şirkettir. Varlık yönetim sektöründeki iş modeli iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşama, kredi portföylerinin değerlemesinin, satın alımının, yapıldığı yatırım kısmı, ikinci aşama ise satın alınan portföylerin çözümlenerek tahsilata/gelire dönüştürüldüğü tahsilat yönetimi kısmıdır.

Varlık Yönetimi Sektörü Kümülatif TGA Satış Hacmi (Milyar TL)



Kaynak: Şirket Verileri, KAP, Garanti BBVA Yatırım

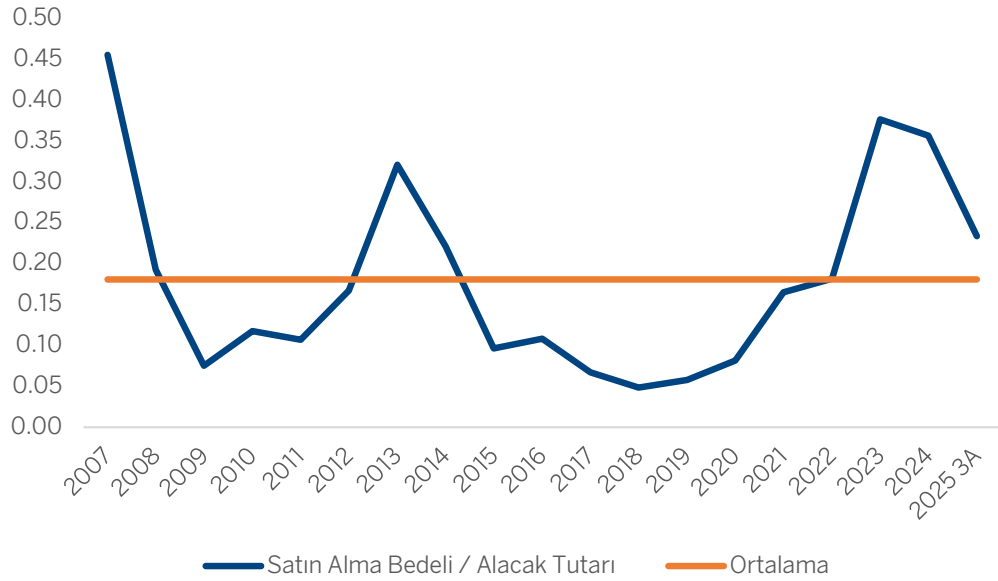
2025 Mart sonunda varlık yönetimi sektörünün kümülatif TGA satış hacmi 147.5 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2024 yıl sonu seviyesine kıyasla bireysel segment satış hacmi %14 artış gösterirken kobi + ticari segmentin satışları aynı dönemde %3 yükseliş göstermiştir. Buna paralel olarak son yıllarda bireysel segmentin toplam satış hacmi içerisindeki payı artmaya devam ederek uzun dönem ortalaması olan % 52'ye kıyasla 2025 Mart döneminde %58'e çıkmıştır.

Şirket sunumunda paylaşılan 2025 beklentilerine göre, 2025 yılında sektörde ana para satış beklentisi 50-55 milyar TL seviyesindeyken, bu satışların yaklaşık olarak %70-80'inin bireysel segmentte olması öngörülmektedir. 1Ç25 döneminde sektördeki ana para satışı 12.3 milyar TL seviyesindeyken ana para satış hacminde bireyselin payı %86.8, Kobi ve Ticari segmentin payı %13.2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Satın Alma Bedeli / Satın Alınan Alacak Tutarı Oranına Farklı Bir Bakış

Şirket'in 31 Mart 2025 tarihi itibarıyla satın alınan alacak tutarı 35.5 milyar TL iken bu satın almalar için 7.56 milyar TL bedel ödenmiştir. Fiyat/Anapara olarak bakıldığında uzun dönem ortalaması 0.18x'e karşılık gelmekteyken son yıllarda bu oranda artışlar gözlemlenmektedir. Son yıllarda bankaların sorunlu kredileri bilançolarında daha az taşıma eğiliminde olması, pandemi sonrası kredi genişlemesi ve yurt içi ekonomik aktiviteyi destekleyici adımlar atılması TGA sektörünün satış hacmi büyüklüğünü hızla yukarı taşıırken F/Ana para oranlarında da yükselişlere yol açmıştır. Bu durumun ilk yatırım maliyetlerini artırabilmesine karşın görece daha yüksek tahsilat oranlarına işaret edebileceğini not etmekteyiz. Buna ek olarak, enflasyonla birlikte önceden alınan portföylerin tahsilatlarında orta vadede yukarı yönlü bir etki oluşturması beklenebilir. Mevcut durumda ise finansal koşulların sıkılığı dikkate alındığında Gelecek'in görece düşük borçluluk oranları rekabetin yoğun olduğu dönemlerde Şirket'i destekleyici bir unsur olabilir.

Satın Alma Bedeli / Satın Alınan Alacak Tutarı

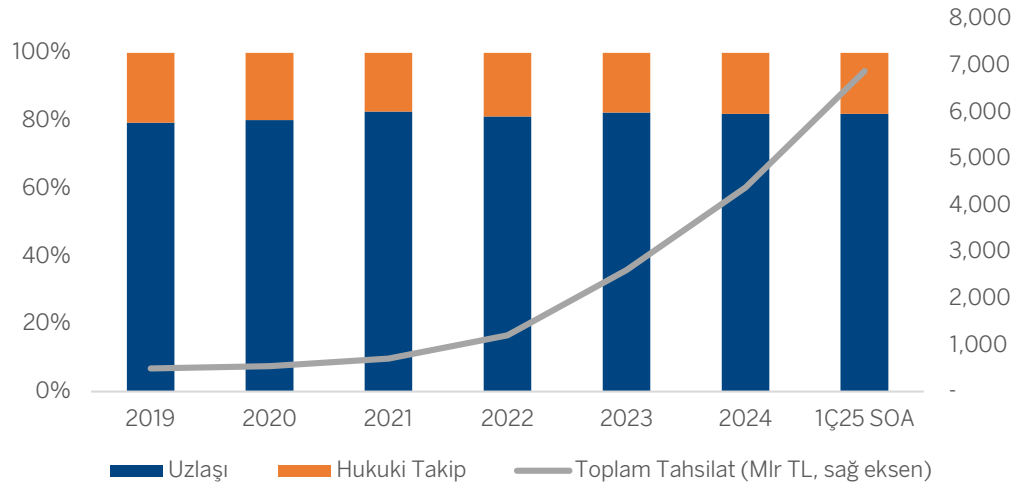


Kaynak: Şirket Verisi, KAP, Garanti BBVA Yatırım

Toplam Tahsilat İçerisinde Yüksek Uzlaşma Ağırlığı Karlılığı Destekliyor

Varlık yönetim şirketlerinin faaliyetlerinde hukuki takip ve uzlaşma olmak üzere iki farklı tahsilat yöntemi bulunmaktadır. Hukuki takip yönteminde, süreç boyunca ek personel ihtiyacı bulunabildiğinden (danışmanlık, avukat), bu yöntem uzlaşma yöntemine göre daha maliyetli bir seçenektir. 2025 Mart son on iki aylık verilere göre, Gelecek Varlık Yönetimi'nin toplam tahsilatları içerisinde uzlaşmanın %82 ve hukuki takibin %18 payı bulunmaktadır. Uzlaşma ağırlığı benzer şekilde 2023 ve 2024 yıllarında da aynı oranda gerçekleşmiştir.

Tahsilatın türe göre dağılımı



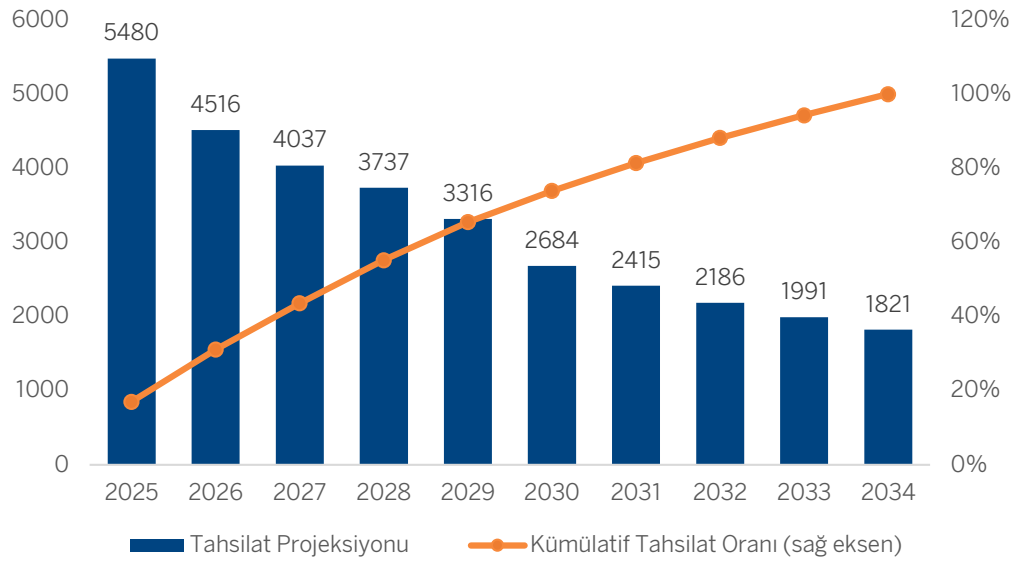
Kaynak: Şirket Sunumu

Ölçek Ekonomisi & Yeni Teknolojilerin Kullanımı

Şirket'in faaliyetlerinde kaldıraç etkisi bulunduğundan (artan tahsilatlara karşın sabit maliyetlerin toplam içerisinde görece yüksek orana sahip olması) lider oyuncu olarak sektörün büyümesinden diğer oyunculara kıyasla daha fazla faydalanabileceğini göstermektedir. Ek olarak Şirket özellikle kobi+ticari segment alacaklarının tahsilat sürecine ilişkin olarak yapay zeka ve makine öğrenimi gibi yeni teknolojileri kullanarak geliştirdiği istatistiksel modelleri kullanmaktadır. Gelecek dönemde bu uygulamaların daha fazla gelişim göstermesi faaliyetlerde verimliliği artıracakken sabit maliyetlerin toplam içerisindeki payının daha fazla düşmesine yol açabilir. Bununla birlikte, Fiba Holding'in bir iştiraki olan Şirket'in güçlü ortaklık yapısı, gelecek dönemde teknolojik gelişmeleri faaliyetlerine hızlıca adapte edebilmesi konusunda rakiplerine kıyasla güçlü yönleri arasındadır.

10 Yıllık Tahsilat Projeksiyonu Güçlü Bir Gelecek'e İşaret Ediyor

Şirket'in 10 yıllık tahsilat projeksiyonu 1Ç25 sonu itibarıyla mevcut portföylerden 32.2 milyar TL toplam tahsilat tutarına işaret etmektedir. Öte yandan toplam büyüklüğün kümülatif tahsilat oranının ilk 5 yıl içerisinde 21.09 milyar TL ile %65'e ulaşması öngörülmektedir. Özellikle, enflasyon etkisiyle eski portföylerin tahsilat performansında bir önceki yıla göre %20 ve üstünde gözlemlenen artış oranlarının önümüzdeki 10 yıl için de tahsilat projeksiyonlarına yukarı yönlü etkisinin bulunduğu belirtilmektedir. Öte yandan Şirket'in tahsilattan elde edilen tutarı gelir tablosunda doğrudan gelir olarak kaydetmediğini not ediyoruz.



Kaynak: Şirket Sunumu

Alınan TGA portföylerinin faiz ve anapara ödemesi olarak geri dönüş sağlamaktadır. Tahsilatlardan elde edilen faiz geliri gelir tablosuna faiz geliri olarak kaydedilirken maliyet kısmı ise bilançodaki kredi kalemini etkilemektedir. Şirket tahsilat yaptıkça net varlıklar ve kaydedilen faiz gelirinde artış yaşanmaktadır.

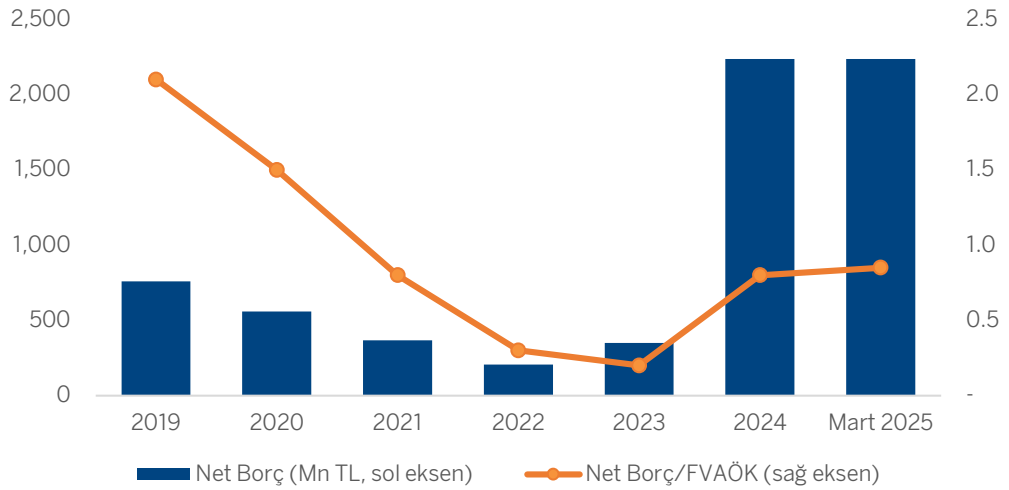
Portföydeki bazı krediler bilanço değerinin altındayken bazı krediler üstünde olabilmektedir. Bu nedenle her dönem hem karşılık hem değer artışı kaynaklı faiz geliri hesaplanmaktadır.

Bu nedenle Şirket için tahsilatların zamanlaması ve daha yüksek seviyede gerçekleşmesi finansallar açısından önem arz etmektedir.

Düşük Borçluluk Oranları Temettü Dağıtımını Destekleyebilir

Şirket'in Net Borç FVAÖK oranı 1Ç25'te geçtiğimiz yıl aynı dönemdeki 0.3x'ten 0.9x'e sınırlı bir artış göstermiş olmasına karşın mevcut seviyeler düşük borçluluk oranlarına işaret etmektedir. Bununla birlikte Şirket'in 2024 yılını 3.5 milyar TL ile (yıllık değişim +%224) yoğun bir yatırım süreciyle geçirdiğini not etmekteyiz. Artan yatırımlara rağmen Şirket halka arz olduğu (Ekim 2021) süreç sonrasında her yıl karından paydaşlarına kar payı dağıtımına devam ederek toplamda 821.8 milyon TL'lik temettü ödemesi yapmıştır. Şirket'in düşük borçluluk oranları dikkate alındığında bu durum gelecek yıllarda temettü dağıtımını destekleyici bir unsur olabilir. Ek olarak Şirket'in düşük borçluluk oranlarına sahip olması rekabetin arttığı durumlarda öne çıkmaktadır.

Artan yatırımlara rağmen borçluluk oranı düşük seviyede



Kaynak: Şirket Sunumu

EK-1: GLCVY 1Ç25 Finansal Sonuçlar

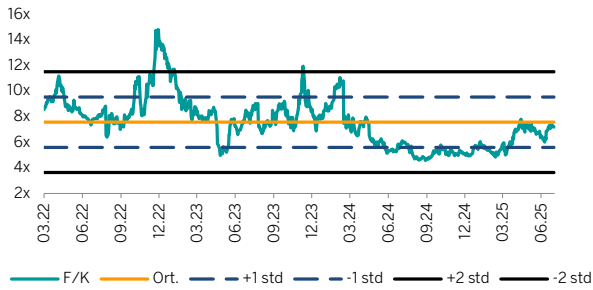
Bilanço (Milyon TL)	2022	2023	2024	2024/03	2025/03
Finansal Varlıklar (net)	116	308	321	161	337
Bankalar	76	204	78	41	79
Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	1	3	1	0	1
Türev Finansal Varlıklar	41	107	217	121	228
Krediler (Net)	1346	1908	5088	2368	5709
Krediler	2450	3490	7316	3950	8331
Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	-1103	-1582	-2228	-1581	-2622
Satış Amaçlı Ende Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Duran Varlıklar	102	262	377	284	363
Ortaklık Yatırımları	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	23	51	109	54	133
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10	14	11	17	9
Diğer Aktifler	24	78	137	101	278
Aktif Toplamı	1622	2622	6043	2986	6829
Alınan Krediler	281	550	1717	473	2280
İhraç Edilen Menkul Değerler	0	0	597	0	218
Türev Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler	4	9	83	7	110
Karşılıklar	28	71	113	71	88
Cari Vergi Borcu	30	102	60	213	76
Ertelenmiş Vergi Borcu	142	196	496	183	651
Diğer Yükümlülükler	41	55	280	79	356
Özkaynaklar	1095	1639	2696	1961	3051
Pasif Toplamı	1622	2622	6043	2986	6829
Aktif Büyüme	21%	62%	130%		129%
Özkaynak Büyüme	46%	50%	64%		56%
Kredi Büyüme	15%	42%	167%		141%
Özkaynak Karlılığı	42%	63%	55%	71%	50%
Özkaynak/Aktif	68%	63%	45%	66%	45%
Kredi karşılık ayırma oranı	45%	45%	30%	40%	31%
Kaynak: Şirket Verisi, Garanti BBVA Yatırım					

EK-2: GLCVY 1Ç25 Finansal Sonuçlar

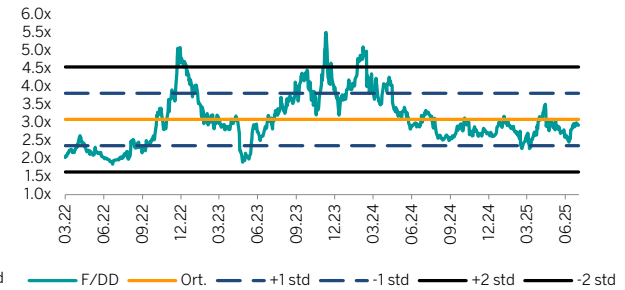
Gelir Tablosu (Milyon TL)	2022	2023	2024	1Ç24	1Ç25
Faiz Gelirleri	1066	2704	4709	862	1714
Faiz Giderleri	71	127	615	48	189
Net Faiz Geliri/Gideri	995	2577	4095	814	1524
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri/Giderleri	-88	-174	-323	-73	-89
Ticari Kar/Zarar	124	41	62	14	-58
Diğer Faaliyet Gelirleri	17	35	100	22	28
Faaliyet Brüt Karı	1048	2479	3933	776	1405
Beklenen Zarar Karşılıkları Giderleri	-166	-500	-600	-21	-373
Personel Giderleri	-181	-389	-736	-173	-268
Diğer Faaliyet Giderleri	-186	-423	-898	-163	-259
Net Faaliyet Karı/Zararı	515	1167	1699	420	505
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı	-125	-312	-517	-95	-153
Dönem Net Karı / Zararı	391	855	1182	325	352
Dönem içi tahsilat	1212	2612	4382	893	1259
FVAÖK	791	1695	2692	503	671
FVAÖK Marjı	65%	64%	60%	55%	52%
Net Borç/FVAÖK (x)	0.3x	0.2x	0.8x	0.3x	0.9x
Net Faiz Geliri/Gideri Büyüme	79%	159%	59%		87%
Faaliyet Brüt Karı Büyüme	64%	137%	59%		81%
Dönem Net Karı/Zararı Büyüme	125%	119%	38%		8%
Dönem içi tahsilat büyüme	70%	115%	68%		41%
FVAÖK büyümesi	75%	114%	59%		33%

Kaynak: Şirket Verisi, Garanti BBVA Yatırım

GLCVY gerçekleşen F/K



GLCVY gerçekleşen F/DD



Kaynak: Rasyonet

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.