Ekim Turizm Ticaret Ve Sanayi A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU
22.05.2026

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Etiyolu Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34 35 İSTANBUL
Tel:0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 70
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 351228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8259
Mersis No: 0-9220-0883-5000017

İçindekiler

1. Giriş 4
1.1. Raporun Amacı 4
1.2. Proje Ekibi 4
1.3. Etik İlkeler 5
1.4. Sınırlayıcı Şartlar 5
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler 6
2.1. Kuruluş 6
2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı 7
2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler 7
3. Sektörel Bilgiler 15
4. Finansal Veriler 24
4.1. Bilanço 25
4.2. Gelir Tablosu 35
5. Değerleme 39
5.1. Değerleme Yöntemleri 39
5.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi 40
5.1.1.1. Projeksiyonlar 40
5.1.1.1.2. Net Satış Gelirleri Projeksiyonu 40
5.1.1.1.3. Satışların Maliyeti Projeksiyonu 49
5.1.1.1.4. Faaliyet Giderleri Projeksiyonu 49
5.1.1.1.5. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu 52
5.1.1.1.6. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu 53
5.1.1.1.7. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) 53
5.1.3. Çarpan Analizi 58
5.1.4. Çarpan Analizi Sonucu 61
5.2. Değerleme Sonucu 65
6. Ekler 66
6.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı 66
6.2. EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı 67

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No 18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 [illegible]
www.vakifyatirim.com
İstanbul Ticaret Sicil No: 357728
Bağlıçı Kurumlar V.D. 922 000 8350
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Kısaltmalar ve Tanımlar

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
AOSM	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Ak Yatçılık	:	Ak Yatçılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.
A.Ş.	:	Anonim Şirketi
Advent International	:	Advent International, L.P.
Avro, EUR	:	Avro Bölgesi Para Birimi
Covid-19	:	Koronavirüs Hastalığı 2019
DEG	:	Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft
Eylül Tarım	:	Eylül Tarım Oto Kiralama ve Pazarlama A.Ş.
FD	:	Firma Değeri
FVÖK	:	Faiz, Vergi Öncesi Kâr
FAVÖK	:	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
F/K	:	Fiyat/Kazanç
FMO	:	Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden N.V.
IVSC	:	Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi
IFC	:	International Finance Corporation
İNA	:	İndirgenmiş Nakit Akımları
Intercity, Intercity Grubu, Grup, Ekim Turizm, Şirket	:	Ekim Turizm Ticaret Ve Sanayi A.Ş.
KDV	:	Katma Değer Vergisi
km		Kilometre
m2	:	Metrekare
MC	:	Mitsubishi Corporation
mn	:	milyon
MUL	:	Mitsubishi UFJ Lease & Finance Company Limited
ODMD	:	Otomobil Distribütörleri ve Mobilite Derneği
PD/DD	:	Piyasa Değeri / Defter Değeri
September	:	September Yachting Limited
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPL	:	Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
SPV	:	Özel Amaçlı Şirket (Special Purpose Vehicle)
TFRS		Türkiye Finansal Raporlama Standartı
TOKKDER	:	Tüm Oto Kiralama Kuruluşları Derneği
TSRSB	:	Türkiye Sigorta Reasürans ve Emeklilik Şirketleri Birliği
TSRSB Değeri	:	TSRSB'nin sigorta işlemleri için motorlu kara taşıtlarının araç değeri belirlemede yardımcı olmak üzere piyasa fiyatlarını göz önüne alarak tespit ettiği kasko sigortasına esas değer
TUİK	:	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	:	Tüketici Fiyat Endeksi
TL	:	Türk Lirası
UDS	:	Uluslararası Değerleme Standartları
Vakıf Yatırım	:	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Victorious	:	September'ın sahip olduğu, Cayman Adaları bayraklı, 85 metre boyunda, 2.291 gross ton ağırlığında bir süperyat
YBBO	:	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Nova Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 35 77 Faks: [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 331229
Bağlantılı Kuruluşlar V.D. 422 058 8229
Mersis No: 0-9229-0833-[illegible]

1. Giriş

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29.maddesinin 1.fıkrası uyarınca, halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracakları değerleme faaliyetlerinde kullanılacak değerleme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'in 3.maddesinin 1.fıkrası uyarınca, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışması çerçevesinde, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği tarafından yayımlanan "Uluslararası Değerleme Standartları"nın güncellendiği ve Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu, Ekim Turizm Ticaret Ve Sanayi A.Ş.'nin (bundan böyle aşağıda "Şirket", "Intercity" veya "Ekim Turizm" olarak anılacaktır) halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (bundan böyle aşağıda "Vakıf Yatırım" olarak anılacaktır) tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Ekim Turizm ile Vakıf Yatırım arasında 02.01.2023 tarihinde imzalanmış olan Fiyat Tespit Raporu Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.

Ekim Turizm ile halka arzda Konsorsiyum Lideri olarak görev alan Vakıf Yatırım arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Vakıf Yatırım ve Ekim Turizm arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Vakıf Yatırım'ın halka arz işlemi nedeniyle elde edeceği aracılık komisyonu haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

1.1. Raporun Amacı

Bu rapor, Vakıf Yatırım ile Ekim Turizm arasında 02.01.2023 tarihinde imzalanmış olan Fiyat Tespit Raporu Sözleşmesi kapsamında, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

1.2. Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Vakıf Yatırım'ın konusunda uzman çalışma ekibi tarafından yürütülmüştür. Proje Ekibi üyeleri, SPK mevzuatı uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahiptir.

Mehmet Doğa DOĞMUŞ, Kurumsal Finansman Birimi Müdürü, iş hayatına vergi denetimi alanında başlamıştır. Kurumsal Finansman Biriminde görev yapmakta olup, pek çok sektöre yönelik analiz, değerleme ve raporlama süreci yürütmüştür. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri bölümünden Lisans derecesine sahip olan Doğmuş, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı, Türev Araçlar Lisansı ve Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 924586, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 927118, Kredi Derecelendirme Lisansı Belge Numarası 927244, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Belge Numarası 927542).

Deniz DEMİR, Kurumsal Finansman Birimi Uzman Yardımcısı olup iş hayatında ağırlıklı olarak finans sektöründe görev almıştır. Anadolu Üniversitesi Finans alanında yüksek lisans derecesini tamamlayan

Demir'in çeşitli dergilerde yayımlanmış akademik çalışmaları bulunmaktadır. Kurumsal finansman alanındaki deneyimi kapsamında birçok halka arz ve borçlanma aracı ihracı projelerinde aktif rol almıştır. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı ile Türev Araçlar Lisansına sahiptir. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 939456, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 939461).

1.3. Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmasının, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Vakıf Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.

1.4. Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Şirket bağımsız denetim raporları, Şirket Yönetim Sunumları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Vakıf Yatırım'ın analizlerine ve tahminlerine dayanmaktadır. Vakıf Yatırım değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Vakıf Yatırım, değerleme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Vakıf Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir.

Vakıf Yatırım tarafından projeksiyon dönemine ait verilerin oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Vakıf Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Vakıf Yatırım ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 357 35 77 Fax: 0(212) 357 36 [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 327228
Boğaziçi Kurumlar V.K. 922 006 8759
Mersis No: 0-9220-0882-8800[illegible]

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1. Kuruluş

Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi ("Intercity", "Ekim Turizm", "Şirket") 3 Şubat 1992 tarihinde Kadıköy/İstanbul'da kurulmuş olup, 9 Mayıs 2005'te tüzel kişiliğini anonim şirkete dönüştürmüştür.
Şirket'in genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır. Şirket'in ayrıca İstanbul, İzmir, Ankara, Antalya, Adana, Bursa ve Samsun'da ofisleri bulunmaktadır.

Şirket Tarihçesi

1992	Şirket, limited şirket olarak kurulmuştur.
2004	Advent International, IFC, DEG ve FMO Şirket'e ortak olmuştur.
2005	Şirket, anonim şirkete dönüşmüştür.
2007	Şirket, 110 milyon Avro tutarında tahvil ihracı gerçekleştirmiştir.
2008	Şirket ortakları IFC, DEG ve FMO'nun sahip olduğu paylar, MC ve MUL tarafından devralınmıştır.
2015	Şirket 91 milyon TL tutarında tahvil ihracı gerçekleştirmiştir.
2018	Ali Vural AK, Şirket'in doğrudan ve dolaylı olarak paylarının tamamına sahip olmuştur. Şirket, Eylül Tarım ile birleşmiştir. Eylül Tarım çatısı altında yürütülmekte olan tarım faaliyetleri, birtakım arsa ve araziler ve bu gayrimenkullerin yönetimi ve İstanbul Park Formula 1 pistinin işletilmesi faaliyetleri Şirket çatısı altına girmiştir.
2020	İstanbul Park'ta Formula 1 DHL Turkish Grand Prix 2020 etkinliği gerçekleştirilmiştir.
2021	İstanbul Park'ta Formula 1 Rolex Turkish Grand Prix 2021 etkinliği gerçekleştirilmiştir. Şirket, Ak Yatçılık'ın paylarının tamamını satın almış ve aynı zamanda aktifinde süperyat bulunan ve Ak Yatçılık'ın sermayesinin tamamına sahip olduğu bağlı ortaklığı konumunda olan September'ın paylarının da dolaylı olarak sahibi haline gelmiştir. Şirket, bu satın alma ile Kocaeli Başiskele Serbest Ticaret Bölgesi'nde 15 bin m2 alan üzerine kurulu mega yatlar inşa eden bir tersaneye ve bu tersanenin ilk üretimi olan ve Türkiye'de bugüne kadar yapılmış en büyük yat unvanına sahip 85 metrelik bir süperyata (Victorius) sahip olmuştur.
2022	2018 yılında Eylül Tarım ile birleşme neticesinde devralınan yatırım amaçlı gayrimenkuller ile tarımsal faaliyetlerde kullanılan gayrimenkullerin kısmi bölünme ile Şirket'ten ayrılmasına karar verilmiştir. Ak Yatçılık'ın yat inşa (tersane) ve bakım onarım faaliyetleri için kullandığı üst yapılar ve bunlara ilişkin haklar, ilişkili taraf Akyacht Yatçılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye devredilmiş ve tersanecilik faaliyetlerine son verilmiştir. Ak Yatçılık'ın sahipliği altında süperyatın kiralanmasına (charter) ilişkin faaliyetlere ise devam edilmiş ve Victorious, 2022 yılında dünya sularında charter (kiralama) seferlerine başlamıştır. Şirket, Fortune dergisi tarafından her yıl yayımlanan, Türkiye'nin en büyük şirketlerinin yer aldığı "Fortune 500" listesinin 2022 yılı sıralamasında filo kiralama sektörünün birincisi olarak; genel sıralamada faiz ve vergi öncesi kâra göre 82., özkaynaklara göre 104., aktif toplamına göre 121. ve net satışlara göre 385. sırada yer almıştır. *(Kaynak:https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2022&fcode=ekim-turizm-tic-ve-san-as-F24462).*
2023	Şirket'in kısmi bölünme öncesi 209.556.000 TL olan sermayesi kısmi bölünme kapsamında 113.824.983,28 TL azaltılmış ve yeni sermayesi 95.731.016,72 TL olmuş, Eylül Tarım ile 2018 yılında gerçekleştirilen birleşme sonrasında yürütülmeye başlanan tarım faaliyetleri ve gayrimenkul işletme faaliyetlerine son verilmiştir. Bu sadeleştirme neticesinde, Intercity Grubu'nun ana faaliyetleri uzun dönem operasyonel kara araçları kiralama, operasyonel deniz aracı (süperyat) kiralama ve operasyonel kiralamadan dönen ikinci el araçların satışı olarak üç kola ayrılmıştır. Şirket, Fortune dergisi tarafından her yıl yayımlanan, Türkiye'nin en büyük şirketlerinin yer aldığı "Fortune 500" listesinin 2023 yılı genel sıralamada faiz ve vergi öncesi kâra göre 76., özkaynaklara göre 83., aktif toplamına göre 89. ve net satışlara göre 284. sırada yer almıştır. *(Kaynak: https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2023&fcode=ekim-turizm-ticaret-ve-sanayi-as-F244625)*
2024	Şirket yönetim kurulunun 28 Mart 2024 tarih ve 2024/05 sayılı yönetim kurulu kararı ile 95.731.016,72 TL tutarındaki çıkarılmış sermayenin, 1.000.000.000 TL tutarındaki kayıtlı sermaye tavanı dâhilinde 604.268.983,28 TL tutarında artırılarak 700.000.000,00 TL'ye

	çıkarılmasına karar verilmiştir. Artırılan toplam 604.268.983,28 TL'nin tamamı geçmiş yıl kârları hesabından karşılanmıştır. Şirket, 27 Mayıs 2024 tarih ve 17 sayılı yönetim kurulu kararı ile Şirket merkezinin Cevizli Mah., Tugay Yolu Cad., No: 69A, İç Kapı No: 171, Maltepe, İstanbul adresine taşınmasına karar vermiş, bu neticede İstanbul Park tesislerinin işletilmesi faaliyetlerine son verilmiştir. Şirket, Fortune dergisi tarafından her yıl yayımlanan, Türkiye'nin en büyük şirketlerinin yer aldığı "Fortune 500" listesinin 2024 yılı genel sıralamada özkaynaklara göre 96., aktif toplamına göre 102. ve net satışlara göre 279. sırada yer almıştır. (*Kaynak: https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2024&fcode=ekim-turizm-ticaret-ve-sanayi-as-F244625*)
2025	Şirket, Ak Yatçılık ile birleşmiştir. Ak Yatçılık'ın sermayesinin tamamına sahip olduğu bağlı ortaklığı konumunda olan September'ın payları birleşme sonrası külli halefiyet gereği Şirket tarafından iktisap edilmiş ve birleşme öncesi Şirket'in dolaylı bağlı ortaklığı olan September birleşme sonrası Şirket'in doğrudan bağlı ortaklığı haline gelmiştir.

Kaynak: Şirket

2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda gösterilmektedir.

Ödenmiş Sermaye (TL)	31.Ara.23	31.Ara.24	31.Ara.25	31.Mart.26
Rafan Holding B.V.	34.059.177	249.045.971	249.045.971	249.045.971
Ali Vural AK	33.622.610	245.853.722	245.853.722	245.853.722
INTERCITY Yatırım Holding A.Ş.	28.049.230	205.100.307	205.100.307	205.100.307
Toplam	**95.731.017**	**700.000.000**	**700.000.000**	**700.000.000**
Hisse oranı (%)	**31.Ara.23**	**31.Ara.24**	**31.Ara.25**	**31.Mart.26**
Rafan Holding B.V.	35,6%	35,6%	35,6%	35,6%
Ali Vural AK	35,1%	35,1%	35,1%	35,1%
INTERCITY Yatırım Holding A.Ş.	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%
Toplam	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

Şirket, bağlı ortaklıkları Ak Yatçılık ve September ile birlikte Intercity Grubu'nu oluşturmaktadır.

Şirket'in bağlı ortaklıklarının detayı aşağıda verilmektedir:

Bağlı Ortaklıklar	Kuruluş ve Faaliyet Yeri	Esas Faaliyet Konuları	İştirak Payı ve Sahip Olunan Oy Hakkı(%)
September Yacthing Limited ("September")	İngiltere, Cayman Adaları	Yat kiralama ve işletme	100%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in işbu rapor tarihi itibarıyla September'dan başka herhangi bir iştiraki bulunmamaktadır. Şirket yönetim kurulunun 21 Kasım 2025 tarih ve 2025/16 sayılı yönetim kurulu kararı uyarınca Şirket, sermayesinin tamamına sahip olduğu iştiraki olan Ak Yatçılık ile kolaylaştırılmış usulde birleşmiş, birleşme işlemi 1 Aralık 2025 tarihinde İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde tescil edilmiştir. Birleşme öncesi Şirket'in bağlı ortaklığı olan Ak Yatçılık birleşme işleminin tescili ile infisah etmiş ve Ak Yatçılık'a ait bütün hak ve yükümlülükler külli halefiyet gereği Şirket'e devredilmiştir.

Şirket, 30 Haziran 2021 tarihinde büyüme ve kiralama iş kolunu geliştirme stratejileri kapsamında yine tek pay sahibi Ali Vural AK olan Ak Yatçılık'ın paylarının tamamını satın almış, bu sayede aktifinde süperyat bulunan ve Ak Yatçılık'ın %100 bağlı ortaklığı konumunda olan September'ın paylarının tamamının da dolaylı olarak sahibi haline gelmiştir. Intercity Grubu, bu satın alma ile Kocaeli Başiskele Serbest Ticaret Bölgesi'nde 15 bin m2 alan üzerine kurulu mega yatlar inşa eden bir tersaneye ve bu tersanenin ilk üretimi olan ve Türkiye'de bugüne kadar yapılmış en büyük yat unvanına sahip 85 metrelik Victorious isimli süperyata sahip olmuştur. Victorious, 2022 yılında dünya sularında seferlerine başlamıştır. Victorious'un tüm işletmesi ve kiralanması yetkili uluslararası bir acente vasıtasıyla yürütülmektedir. Victorious, İzahname tarihi itibarıyla Şirket'in Cayman Adaları'nda kurulu bağlı ortaklığı September'ın mülkiyetindedir ve Cayman Adaları bayraklıdır.

Şirket, halka arz planlaması kapsamında, sermayesinin %100'üne sahip olduğu Ak Yatçılık'ın yat inşa (tersane) ve bakım onarım faaliyetleri için kullandığı üst yapıları ve bunlara ilişkin haklarını Akyacht Yatçılık'a devretmeye karar vererek tersanecilik faaliyetlerine son vermiştir. Devir işlemi sonrası Ak Yatçılık, September'ın %100 sahibi olan bir SPV olarak faaliyetlerine 1 Aralık 2025 tarihine kadar devam etmiştir. Şirket ile Ak Yatçılık arasında gerçekleştirilen ve 1 Aralık 2025 tarihinde tescil edilen birleşme işlemi ile birlikte September, Şirket'in doğrudan bağlı ortaklığı haline gelmiştir.

Şirket'in temel faaliyet alanı her türlü motorlu ve motorsuz kara, hava ve deniz taşıtlarının kiralanması, alınması ve satılmasıdır. Bu kapsamda Intercity Grubu'nun ana faaliyetleri uzun dönem operasyonel kara aracı kiralama, operasyonel kiralamadan dönen ikinci el araçların satışı ve operasyonel deniz aracı (süperyat) kiralama olarak üç kola ayrılmıştır.

i) Uzun Dönem Operasyonel Kara Aracı Kiralama: Şirket, operasyonel kiralama sektöründe sahip olduğu 34 yıllık tecrübe ile ülkemizde bu amaçla faaliyet göstermek için kurulmuş ilk ve en köklü şirketlerdendir. Şirket, küçük ve orta boy işletmelerden, kamu kurum ve kuruluşlarına, ulusal ve uluslararası şirket ve holdinglere kadar geniş bir müşteri kitlesinin 12-47 aya kadar araç kiralama ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Müşterilerin talepleri doğrultusunda bayilerden satın alınan sıfır km araçlar düzenlenen bir sözleşme ile aylık kira bedeli karşılığında müşterilere kiralanmaktadır. Müşteriler araç kiralayarak özsermayelerini kullanmadan faaliyetleri için ihtiyaç duyduğu araçlara sahip olmakta ve kendilerine birçok operasyonel kolaylık sağlamaktadır. Şirket'in sunmuş olduğu operasyonel kiralama hizmeti, bakım, onarım, kasko, ikame araç, yol yardım ve araç transfer gibi birçok operasyonel hizmeti kapsamaktadır. Şirketlere sunulan operasyonel kiralama hizmeti ile müşterilere, vergisel, operasyonel, sermaye yönetimi ve nakit akışı kullanımı konularında önemli avantajlar sağlanmaktadır. Şirket'in müşteri portföyü, sağlık, telekomünikasyon, finans-ekonomi, sanayi, otomotiv, üretim ve bilgi teknolojileri endüstrisi gibi sektörlerde faaliyet gösteren kurumsal ulusal ve uluslararası müşterilerden oluşmaktadır.

ii) Operasyonel Kiralamadan Dönen İkinci El Araçların Satışı: Operasyonel kiralamada kullanılan araçların, kira sözleşmesi sonunda müşterilerden iade alınması ile ikinci el satışı süreci başlamaktadır. Araçlar müşterilerden iade alınırken detaylı bir ekspertiz çalışması yapılmaktadır. İade sırasında araç üzerinde tespit edilen hasar ve eksik teslimat gibi hususlar müşteri ile mutabakat sağlanarak tutanaklarla kayıt altına alınmaktadır. Araç üzerinde tespit edilen ve müşteriye yansıtılması gereken hasarlar ise düzenlenen faturalar ile müşteriye yansıtılmaktadır. Şirket kiradan dönen araçlarını tekrar kiralamaya konu etmemektedir. Araçlar üzerinde tespit edilen hasar ve eksiklikler tamamlanarak aracın fiyatlama sürecine geçilmektedir. Aracın fiyatlama aşamasında, satılacak olan aracın ekspertizi, kilometresi, markası, modeli ve piyasanın söz konusu araca olan eğilimi ve talebi gibi parametreler önem taşımaktadır. Bu doğrultuda Şirket'in temel amacı piyasa dinamikleri içerisinde aracın satılabileceği en iyi fiyattan satılabilmesidir. Bu amaçla, piyasanın durumu, Şirket'in ikinci el stok durumu ve çevrimiçi sitelerde benzer araçlar için talep edilen fiyatlar değerlendirilerek Şirket için en ideal fiyat belirlenmektedir. Araçların ideal satış fiyatı, perakende ve toptan satış kanallarına göre değişiklik gösterebilmektedir.

iii) Operasyonel Deniz Aracı (Süperyat) Kiralama: Şirket faaliyetlerinin üçüncü ana kolunu September vasıtasıyla sahip olduğu süperyat Victorious'un uluslararası sularda haftalık ve aylık olarak kiralanması işlemleri oluşturmaktadır. Victorious, çeşitli uluslararası ödüller almış, lüks tatil imkânı sunan bir süperyattır. Intercity Grubu Victorious'u yaz döneminde Fransa, İtalya, Hırvatistan gibi Akdeniz ülkelerinde ve kış sezonunda Karayipler'de kullanılması için kiralamakta ve böylece döviz

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Avenue Sitesi
F Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
(0212) 352 35 77 Fax. (212) 352 35 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357278
Boğaziçi Kurumlar V.D. 7270009158
Mersis No: 0-9270-0095-5800017

geliri elde etmektedir. Kiralama süreleri genelde bir haftalık olmakla beraber daha uzun süreli de olabilmektedir.

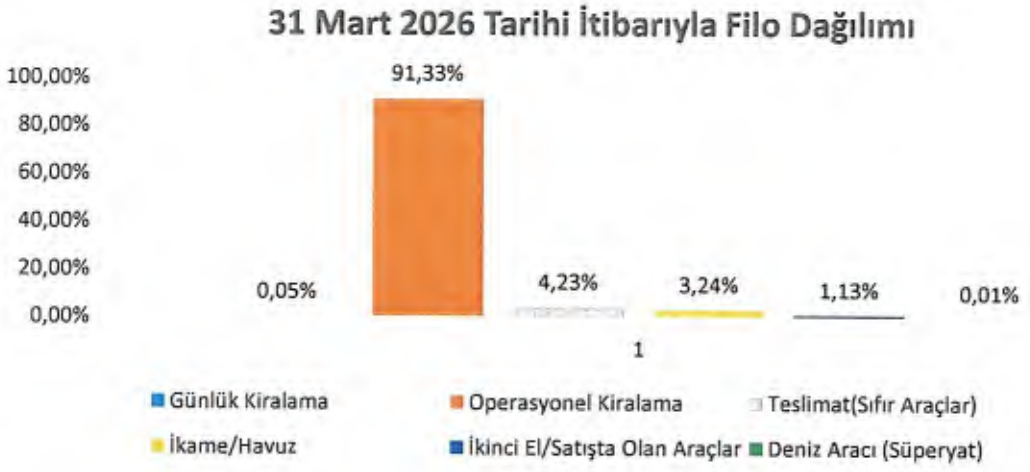
Satış Modelleri ve Faaliyetler

Şirket'in hasılatı 2023 yılında 16.058.546.333 TL, 2024 yılında 15.903.465.377TL ve 2025 yılında 15.361.882.723 TL, 31 Mart 2025 tarihinde sona eren finansal dönemde 2.641.919.404 Mart 2026 tarihinde sona eren finansal dönemde 2.891.487.512 TL olarak gerçekleşmiştir. Hasılatta, 2024 yılında 2023 yılına kıyasla önemli bir değişim gerçekleşmemiştir. 2025 yılında ise 2024 tarihine kıyasla hasılatta %3 azalış gerçekleşmiştir. 31 Mart 2026 tarihinde sona eren finansal dönemde ise 31 Mart 2025 tarihinde sona eren finansal dönemde kıyasla hasılatta %1 artış gerçekleşmiştir.

Şirket'in filosu, ağırlıklı olarak Şirket bünyesindeki uzun dönem operasyonel kiralamada kullanılan araçlardan oluşmaktadır. Filo bilgisine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. Şirket, uzun dönem operasyonel kiralama sektöründe faaliyet gösterdiği için aşağıdaki tabloda kullanıldığı anlamıyla günlük kiralama kaleminde sınıflandırılan araçlar, kısa süreli kiraya verilen araçları kapsamakta olup, bu araçlar tek günlük kiralama faaliyetlerine konu edilmemektedir. Teslimat (sıfır araçlar) kaleminde sınıflandırılan araçlar ise operasyonel kiralamada kullanılmak üzere satın alınmış, ancak henüz kiraya verilmemiş ya da teslimatı yapılmamış araçlardan oluşmaktadır. Havuz araçları, müşterilere kiralanan araçların sözleşme süresi boyunca periyodik bakım-onarımlarının yapılması ya da aracın kaza-hasara uğraması gibi durumlarda ikame olarak müşterilere verilmek üzere kullanılan araçları ifade etmektedir. İkinci el ve satışta olan araçlar ise daha önce operasyonel kiralamada kullanılmış olmakla birlikte kira süresi sonunda satılmayı bekleyen araçlardır. Aşağıdaki tablodaki süperyat, uluslararası denizlerde kiralama faaliyetlerinde kullanılan Victorious isimli deniz aracıdır. Intercity Grubu'nun finansal tablolarında ikinci el/satışta olan araçlar "Stoklar" bilanço kaleminde; operasyonel kiralamada kullanılan araçlar, sıfır km araçlar, havuz/ikame olarak kullanılan araçlar ve süperyat segmentindeki araç ise "Operasyonel Kiralamada Kullanılan Varlıklar" bilanço kaleminde sınıflanmaktadır. Şirket'in filosuna ilişkin bilgilere aşağıdaki tabloda yer verilmektedir:

Filo Bilgisi	31 Aralık 2023		31 Aralık 2024		31 Aralık 2025		31 Mart 2026	
	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)
Günlük Kiralama	10	0,05	17	0,09	16	0,09	9	0,05
Operasyonel Kiralama	19.079	89,98	17.063	85,96	15.291	87,67	15.175	91,33
Teslimat(Sıfır Araçlar)	567	2,67	1.777	8,95	1.224	7,02	703	4,23
İkame/ Havuz	694	3,27	686	3,44	716	4,11	539	3,24
İkinci El/Satışta Olan Araçlar	853	4,02	309	1,56	194	1,11	188	1,13
Deniz Aracı (Süperyat)	1	0,00	1	0,01	1	0,01	1	0,01
Toplam	**21.204**	**100,00**	**19.853**	**100,00**	**17.442**	**100,00**	**16.615**	**100,00**

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebebola Mardin Cad. Park Maya Sitesi
H-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 35 77 Fax: 0(212) 3
www.vakifyatirim
İstanbul Ticaret Sicil
Boğaziçi Kurumlar V.D.
Mersis No: 0-9229-0863

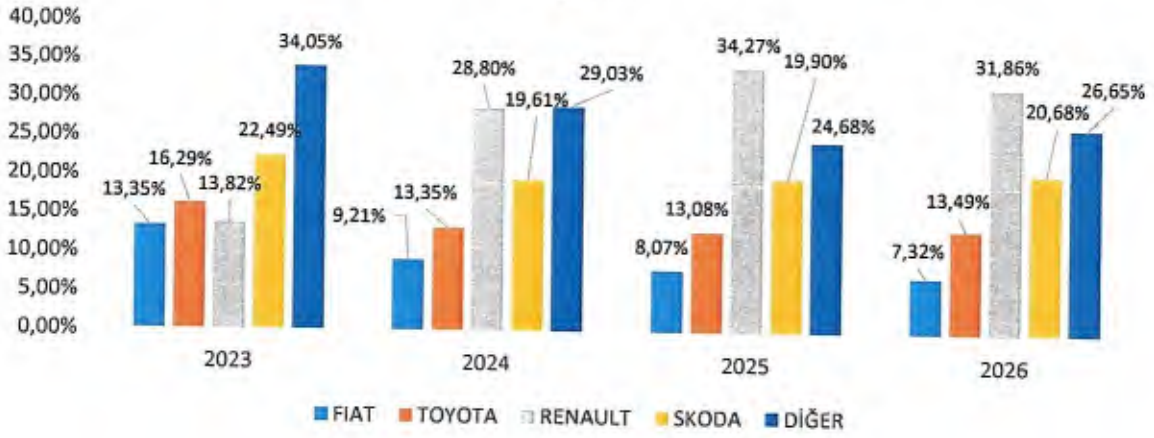


Şirket'in filosundaki araçların marka dağılımına aşağıdaki tablolarda yer verilmektedir:

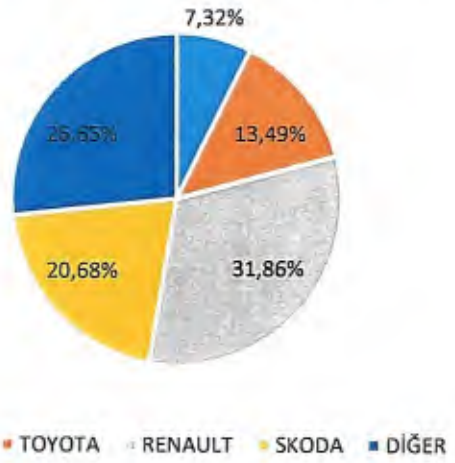
Araç Marka Dağılım	31 Aralık 2023		31 Aralık 2024		31 Aralık 2025		31 Mart 2026	
	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)
Skoda	4.768	22,49	3.893	19,61	3.471	19,90	3.436	20,68
Toyota	3.455	16,29	2.651	13,35	2.281	13,08	2.241	13,49
Renault	2.930	13,82	5.717	28,80	5.978	34,27	5.293	31,86
Fiat	2.831	13,35	1.829	9,21	1.407	8,07	1.216	7,32
Hyundai	1.914	9,03	1.597	8,04	1.076	6,17	871	5,24
Volkswagen	1.527	7,20	1.109	5,59	616	3,53	600	3,61
Citroen	823	3,88	510	2,57	225	1,29	221	1,33
Peugeot	627	2,96	623	3,14	678	3,89	676	4,07
Audi	539	2,54	387	1,95	303	1,74	306	1,84
Dacia	373	1,76	364	1,83	251	1,44	236	1,42
Kia	253	1,19	244	1,23	11	0,06	14	0,08
Opel	225	1,06	196	0,99	148	0,85	128	0,77
Nissan	174	0,82	259	1,30	282	1,62	278	1,67

Araç Marka Dağılım	31 Aralık 2023		31 Aralık 2024		31 Aralık 2025		31 Mart 2026	
	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)
Ford	324	1,53	138	0,70	104	0,60	331	1,99
Bmw	179	0,84	139	0,70	117	0,67	249	1,50
Mercedes	122	0,58	77	0,39	72	0,41	70	0,42
Suzuki	0	0,00	32	0,16	34	0,19	59	0,36
Seat	34	0,16	10	0,05	316	1,81	317	1,91
Volvo	21	0,10	22	0,11	19	0,11	19	0,11
Diğer	84	0,40	55	0,28	52	0,30	53	0,32
Deniz Aracı(Süper yat)	1	0,00	1	0,01	1	0,01	1	0,01
Toplam	21.204	100	19.853	100	17.442	100,00	16.615	100,00

31 Mart 2026 Tarihi İtibarıyla Yıllara Göre Araç Marka Dağılımı



31 Mart 2026 Tarihi İtibarıyla Filo Marka Dağılımı

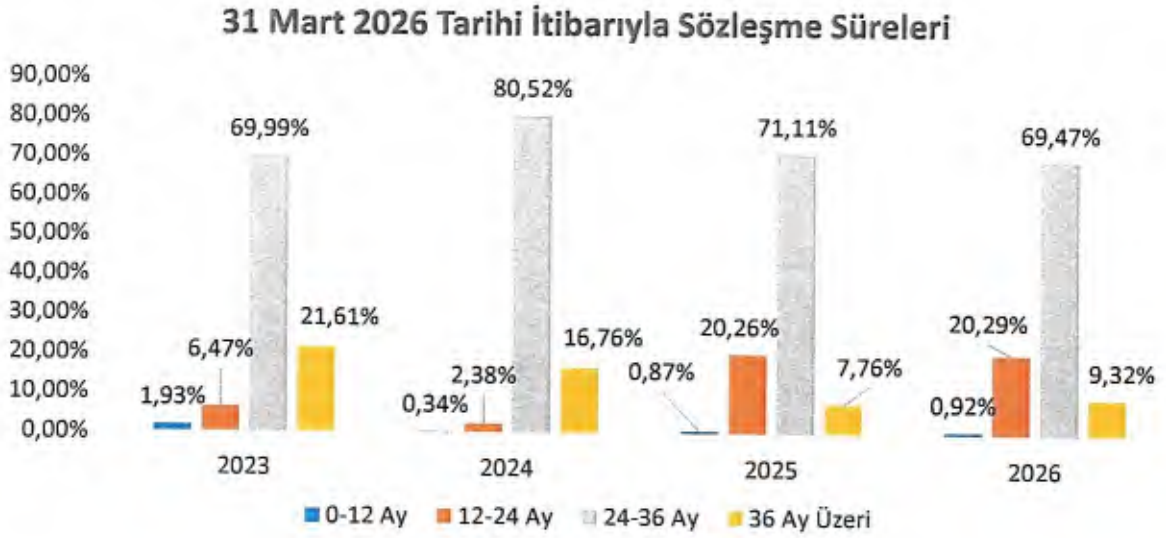


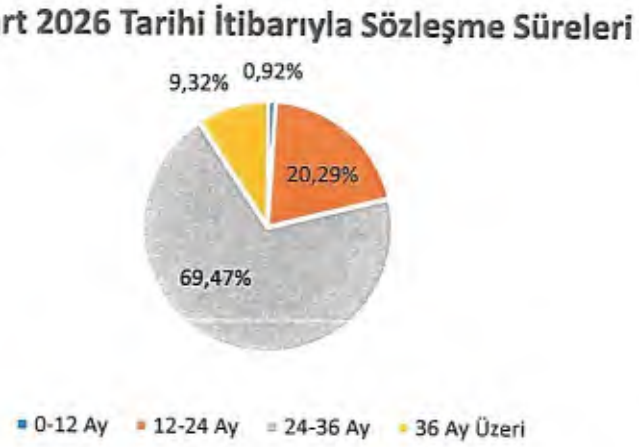
31 Mart 2026 tarihi itibarıyla Grup'un araç filosu 1.216 adet Fiat, 2.241 adet Toyota, 5.293 adet Renault, 3.436 adet Skoda, 600 adet Volkswagen 871 adet Hyundai, 221 adet Citroen, 676 adet Peugeot, 2.061 adet diğer markalar olmak üzere toplam 16.615 adet araç ve bir adet süperyattan oluşmaktadır.

Şirket'in araç kiralama sözleşme sürelerine ilişkin bilgilere aşağıdaki tabloda yer verilmektedir:

	31 Aralık 2023		31 Aralık 2024		31 Aralık 2025		31 Mart 2026	
	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)
0 - 12 Ay (*)	367	1,93	58	0,34	133	0,87	140	0,92
12 - 24 Ay	1.232	6,47	405	2,38	3.098	20,26	3.078	20,29
24 - 36 Ay	13.323	69,99	13.721	80,52	10.871	71,11	10.539	69,47
36 Ay Üzeri	4.114	21,61	2.857	16,76	1.186	7,76	1.413	9,32
Toplam	19.036	100,00	17.041	100,00	15.288	100,00	15.170	100,00

(*) 0-12 ay süreli araç kiralama faaliyeti kısa süreli araç kiralama faaliyeti olarak sınıflandırılmakta olup, günlük kiralama faaliyeti anlamına gelmemektedir.





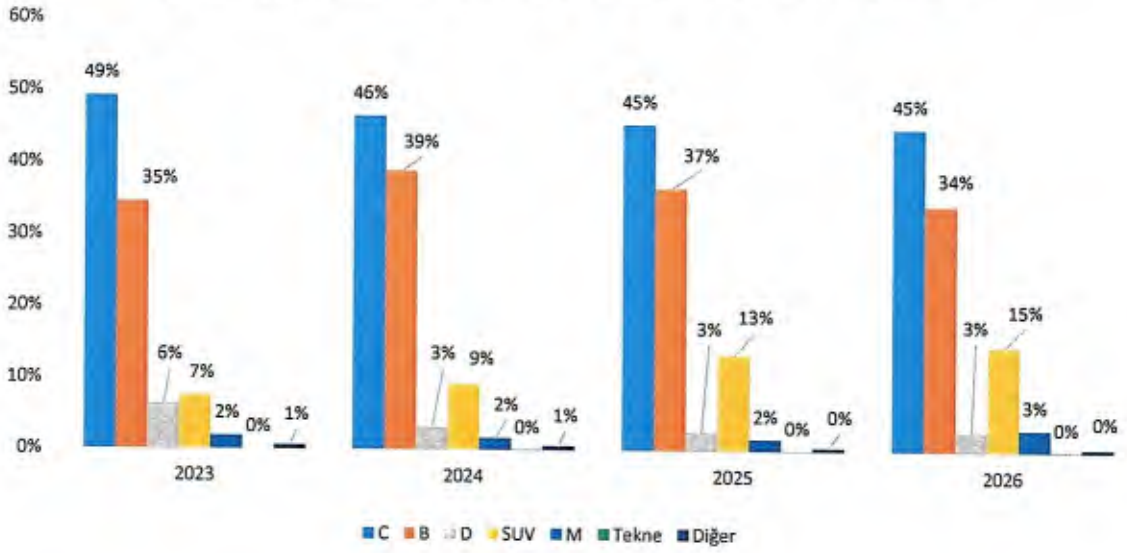
31 Mart 2026 tarihi itibarıyla Grup'un kiraya verilen 15.170 adet aracının 140 adedi 0-12 ay, 3.078 adedi 12-24 ay, 10.539 adedi 24-36 ay arasında, 1.413 adedi ise 36 ay ve üstü süreli kiraya verilmiştir.

Şirket filosunun araç segment dağılımına ilişkin bilgilere aşağıdaki tabloda yer verilmektedir:

	31 Aralık 2023		31 Aralık 2024		31 Aralık 2025		31 Mart 2026	
	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)
C	10.426	49,17	9.223	46,46	7.913	45,37	7.458	44,89
B	7.335	34,59	7.727	38,92	6.383	36,60	5.695	34,28
D	1.337	6,31	642	3,23	466	2,67	451	2,71
SUV	1.586	7,48	1.831	9,22	2.324	13,32	2.426	14,60

	31 Aralık 2023		31 Aralık 2024		31 Aralık 2025		31 Mart 2026	
	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)
M	395	1,86	322	1,62	277	1,59	509	3,06
Deniz Aracı (Süperyat)	1	0,00	1	0,01	1	0,01	1	0,01
Diğer	124	0,58	107	0,54	78	0,45	75	0,45
Toplam	21.204	100,00	19.853	100,00	17.442	100,00	16.615	100,00

31 Mart 2026 Tarihi İtibarıyla Araç Segment Dağılımı



Satış Kanalları
Operasyonel Kiralamada Kullanılan Varlıklar

Kara Araçları
Intercity Grubu'nun operasyonel kiralamaları Şirket tarafından gerçekleştirilmektedir. Şirket Türkiye'de bugünkü anlamda operasyonel kiralamaya öncülük eden ilk şirketlerdendir. Şirket, küçük ve orta boy işletmelerden, ulusal ve uluslararası birçok kurumsal şirkete 12-47 ay arasında değişen süreler ile araç kiralamaktadır. Şirket'in sektörün öncülerinden olması ve marka bilinirliğinin yüksek olması araç kiralamak isteyen müşteriler nezdinde de öncelikli tercih sebebi olmaktadır. Şirket satış operasyonlarını kendisi yönetmekte olup hiçbir bayisi, acentesi veya herhangi dış kaynak kullanımı bulunmamaktadır.
Şirket'in internet sitesi www.intercityfilo.com vasıtasıyla hem mevcut müşterilerine hem de siteyi ziyaret eden potansiyel müşteri adaylarına operasyonel kiralama hizmetleri hakkında detaylı bilgiler verilmektedir. İnternet sitesinde araç kiralamanın avantajları, kiralama kampanyaları ve kiralama taleplerinde bulunmaya ilişkin bilgiler yer almaktadır. Şirket'in, İstanbul, Ankara, İzmir, Bursa, Samsun, Adana ve Antalya şehirlerinde yer alan satış ofisleri ile Türkiye geneline hizmet verilmektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Nova Sitesi
F-3/A Blok No:16 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel:0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 35 00
www.vakifyatirim.com
İstanbul Ticaret Sicil No: 353226
Boğaziçi Kurumlar V.D. 8270 056 8728
Mersis No: 0-8270-0568-7280001728

Şirket'in satış ekibinin, sektördeki iş tecrübesi ve eğitim seviyesi yüksek, ikna yeteneği güçlü, sonuç odaklı, ileri seviye yabancı dil bilgisine sahip, müşteri ile etkili iletişim kurabilen ve müşteriye güven veren işinin ehli kişilerden oluştuğu düşünülmektedir.
Şirket'in satış ekibi iki gruba ayrılmaktadır:
i) Bunlardan ilki filodaki mevcut müşterilerin yönetiminden sorumludur. Bu grupta yer alan satış temsilcilerinin ilk önceliği mevcut müşteriler nezdinde Şirket'in derinliğini (kiralık araç sayısını) arttırmaktır. Şirket'in, müşteri nezdindeki pazar payını artırarak müşterinin bütün filosunun yönetiminin Şirket tarafından yönetilmesi amaçlanmaktadır. Bu grup, kira süresi boyunca yüksek müşteri memnuniyeti ve sadakati sağlamayı amaçlamaktadırlar. Bu süreçte müşterilerin grup şirketlerinin de varsa kirada olan araçlarını Şirket filosuna dahil etmek bir diğer amaçtır. Bu grup, 31 Mart 2026 itibarıyla yaklaşık 818 adet müşteriden sorumludur (2023 yılı: 1.110 adet, 2024 yılı: 892 adet, 2025 yılı: 757 adet ve 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla: 818 adet) ve kendi içlerinde "Stratejik Müşteriler" ve "Büyük Müşteriler" olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Stratejik müşteriler ve büyük müşteriler satış ekipleri, Türkiye'nin en büyük filolarına sahip ulusal ve uluslararası ölçekli şirketlerinin filo kiralama ihtiyaçlarını karşılamakta ve araç filolarını yönetmektedir.
ii) İkinci grup satış ekibi ise Şirket müşteri portföyüne yeni müşteriler dahil etmekten sorumludur. Bu ekibin amacı satışta genişliği sağlamak ve sektördeki bütün işleri yakından takip ederek stratejik önemi olduğu düşünülen müşterileri filoya dahil etmektir. Şirket'e gelen operasyonel kiralama talepleri satış destek ekibi tarafından karşılanmakta ve bu grupta yer alan satış temsilcilerine yönlendirilerek satışa dönüştürülmektedir. Bu ekip 31 Mart 2026 itibarıyla yaklaşık 818adet müşterinin takibini ve yönetimini gerçekleştirmektedir. Ek olarak bu ekip sürekli olarak müşteri taramaları yaparak potansiyel müşterileri tespit etmekte ve araç parklarını değişim tarihlerini yakın takip ederek, ziyaretler gerçekleştirmektedir. Bu amaçla satış destek ekibi tarafından müşteri tarama listeleri, sektörel raporlar, ticaret odaları kayıtları, internet aramaları, müşteri görüşmeleriyle sürekli güncel tutulmaktadır. Bu grubun portföye dahil ettiği yeni müşterilerin on iki ay boyunca takibi ve yönetimi yapılmakta, daha sonra ise ilgili müşteriler birinci grup satış ekibine devredilmektedir.
Şirket ayrıca müşterileri nezdinde memnuniyet anketleri yapmakta ve ilgili anketlerin sonuçları her hafta satış yönetim ekibi tarafından değerlendirilerek müşteriye geri dönüş süreleri, satış temsilcisine ulaşılabilirlik, çözüm odaklılık gibi kriterler detaylı olarak ölçülmektedir.

Deniz Araçları (Süperyat)
Şirket, bağlı ortaklığı September vasıtasıyla sahip olduğu Victorious isimli süperyat ile uluslararası sularda kiralama (charter) faaliyetleri gerçekleştirmektedir. Victorious'un idari yönetimi ve kiralama faaliyetleri yönetimi, dünyada bu sektörün öncülerinden, en büyüklerinden ve en prestijlilerinden olan Monako merkezli uluslararası bir şirket tarafından yapılmaktadır. Bu şirket hem kendi bünyesinde bulunan hem de tüm dünyadaki diğer brokerlar aracılığıyla Victorious için kiralama talepleri toplamakta ve kira süresi, ücreti, destinasyon gibi hususlarda mutabık kalınması halinde, kabul edilen kiralama taleplerini sözleşmeye bağlayarak kiralama faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Kira süreleri gelen taleplere göre değişiklik göstermekle birlikte genellikle haftalık olarak gerçekleşmektedir.

İkinci El Araç Satış
Şirket, operasyonel kiradan dönen ve fiyatlama süreci tamamlanan araçların satışını üç satış kanalı vasıtasıyla yapmaktadır. Birincisi, Şirket'in sahip olduğu www.https://intercity2.com web adresi üzerinden araçların satışa çıkarılmasıdır. Benzer şekilde bu tarz aracılık hizmeti veren işletmelerin web siteleri vasıtasıyla da satış gerçekleştirilebilmektedir. Şirket ikinci satış kanalı olarak, İstanbul, Ankara, İzmir, Bursa, Samsun, Adana ve Antalya'da olmak üzere toplam yedi ilde bulunan şubelerini irtibat ofisi şeklinde kullanmaktadır. Bu şubeler vasıtasıyla ülkenin yedi bölgesine hitap edilerek gelecek talepler merkeze yönlendirilmek suretiyle karşılanmaktadır. Şirket üçüncü satış kanalı olarak ihale ile satış yöntemini kullanmaktadır. Şirket'in hedef kitlesi aracı kiralık olarak kullanan ve kira süresi sonunda satın almak isteyen müşteriler ya da kullanıcıları, son kullanıcılar ve araç alım satımı yapan oto galerisi işletmelerdir.

3. Sektörel Bilgiler

Operasyonel Kiralama Sektörü
Operasyonel Kara Araçları Kiralama Sektörü
Türkiye'de operasyonel kiralama faaliyetleri 30 yıldan fazla bir geçmişe sahip olmasına rağmen, sektör yasal mevzuatta düzenleme yapmaya yetkili, denetim ve gözetim yapabilen herhangi bir otorite veya üst kurul benzeri bir yapıya bağlı değildir.
Şirket'in işbu rapor tarihi itibarıyla kendi sektöründe herhangi bir derneğe üyeliği bulunmamaktadır.

Sektörün büyük oyuncularının daha çok banka/finans kuruluşu iştirakleri ve yabancı filo kiralama şirketleri olduğu görülmektedir.
Sektörün bağlı olduğu bir regülatör, üst kurul, denetim ve gözetime yetkili özel bir otorite bulunmadığı için, sektörel verilerin tümüyle toplanması, işlenmesi ve güvenilir şekilde yayınlanması ile ilgili de iyileştirmeler beklenmektedir.
Otomobil Distribütörleri ve Mobilite Derneği'nin verilerine göre Türkiye otomobil ve hafif ticari araç pazarı 31 Mart 2026 itibarıyla 265.398 adet olarak gerçekleşmiştir.
(Kaynak: https://www.odmd.org.tr/web_2837_1/neuralnetwork.aspx?type=26 www.odmd.org.tr/folders/2837/categorial1docs/6091/Makroekonomik%20Değerlendirme%20-%20Mart%202026.pdf)

YIL	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Toplam
2010	20.095	31.172	51.769	54.946	59.377	60.896	61.345	61.764	63.814	73.404	73.962	148.369	760.913
2011	44.892	58.663	78.403	77.695	80.646	81.573	63.044	58.406	60.129	69.421	63.657	127.910	864.439
2012	29.545	41.324	64.884	62.949	70.863	71.067	62.304	58.148	69.629	59.938	71.710	115.400	777.761
2013	35.523	48.307	68.774	73.575	81.468	74.096	71.596	65.043	67.963	58.014	79.301	129.718	853.378
2014	32.670	35.021	47.581	53.305	58.121	60.163	59.907	60.199	66.531	66.573	80.621	146.989	767.681
2015	34.615	55.331	83.302	91.602	81.542	86.158	83.836	82.577	64.025	64.255	84.601	156.173	968.017
2016	32.713	52.825	82.948	84.887	93.904	91.540	58.533	71.556	67.593	83.000	122.309	141.912	983.720
2017	35.323	46.965	73.802	75.988	85.422	83.658	82.297	72.536	71.352	91.752	100.859	136.240	956.194
2018	35.076	47.009	76.345	71.126	72.755	51.037	52.734	34.346	23.028	21.571	58.204	77.706	620.937
2019	14.373	24.875	49.221	30.971	33.016	42.688	17.927	26.246	41.992	49.075	58.176	90.500	479.060
2020	27.273	47.122	50.008	26.457	32.235	70.973	87.401	61.533	90.619	94.733	80.141	104.293	772.788
2021	43.728	58.504	96.428	61.488	54.734	79.819	47.849	58.454	57.141	56.746	60.216	62.243	737.350
2022	38.131	49.652	64.267	60.035	65.167	80.652	52.206	48.336	62.084	65.222	82.311	115.220	783.283
2023	50.894	81.148	103.929	97.679	111.556	112.163	113.959	89.454	96.793	101.367	115.040	158.653	1.232.635
2024	79.701	105.990	109.828	75.919	100.305	106.238	94.037	90.134	87.740	97.274	121.094	170.249	1.238.509
2025	68.654	90.730	116.900	105.352	107.730	118.611	107.718	101.650	110.302	116.149	132.984	191.620	1.368.400
2026	75.362	88.039	101.997										265.398
10 Yıllık Ort.	*42.587*	*60.482*	*82.368*	*68.990*	*75.682*	*83.738*	*71.466*	*65.425*	*70.864*	*77.689*	*93.133*	*124.864*	917.288
%	*61,2%*	*50,0%*	*41,9%*	*52,7%*	*42,3%*	*41,6%*	*50,7%*	*55,4%*	*55,7%*	*49,5%*	*42,8%*	*53,5%*	

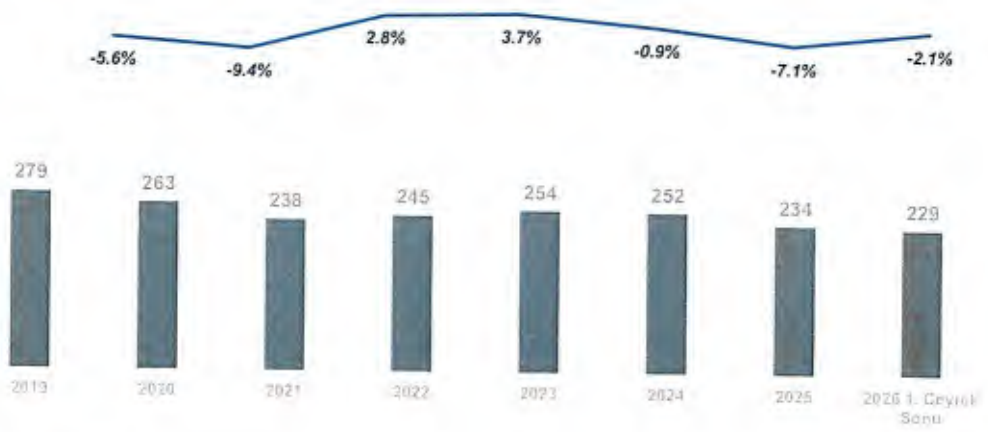
(Kaynak: https://www.odmd.org.tr/web_2837_1/neuralnetwork.aspx?type=26 www.odmd.org.tr/folders/2837/categorial1docs/6091/Makroekonomik%20Değerlendirme%20-%20Mart%202026.pdf)

2018 yılında, 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun kapsamında yapılan mevzuat değişikliği ile araç kiralama şirketlerine TL sözleşme yapılması yönünde zorunluluk getirilmiştir. Bu tarihe kadar sektörde ağırlıklı olarak yabancı para biriminde sözleşme yapılmakta ve aynı şekilde yabancı para birimi cinsinden kredi kullanılmakta iken bu değişiklik sonrası sektör TL sözleşme yapmaya ve TL kredi kullanmaya başlamıştır. 2018 yılında döviz kurlarında yaşanan hızlı yükselişin araç satın alma fiyatlarında yaratmış olduğu artışa ek olarak TL kredi faiz oranlarındaki yükseklik araç kiralama fiyatlarında yükselişe sebep olmuştur.
TOKKDER 2026 verilerine göre, araç kiralama sektöründe 2023 yıl sonu itibarıyla 254.000 adet olan araç parkı 2024 yıl sonu itibarıyla 252.000 adete, 2025 yıl sonu itibarıyla 234.000 adete ve 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla 229.000 adete kadar gerilemiştir. 2023 yılı ile 31 Mart 2026 tarihi arasında sektör araç parkı sayısı %9,8 küçülmüştür. *(Kaynak: https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf)*

SEKTÖR ARAÇ PARKI GELİŞİM TAHMİNİ

YILLIK

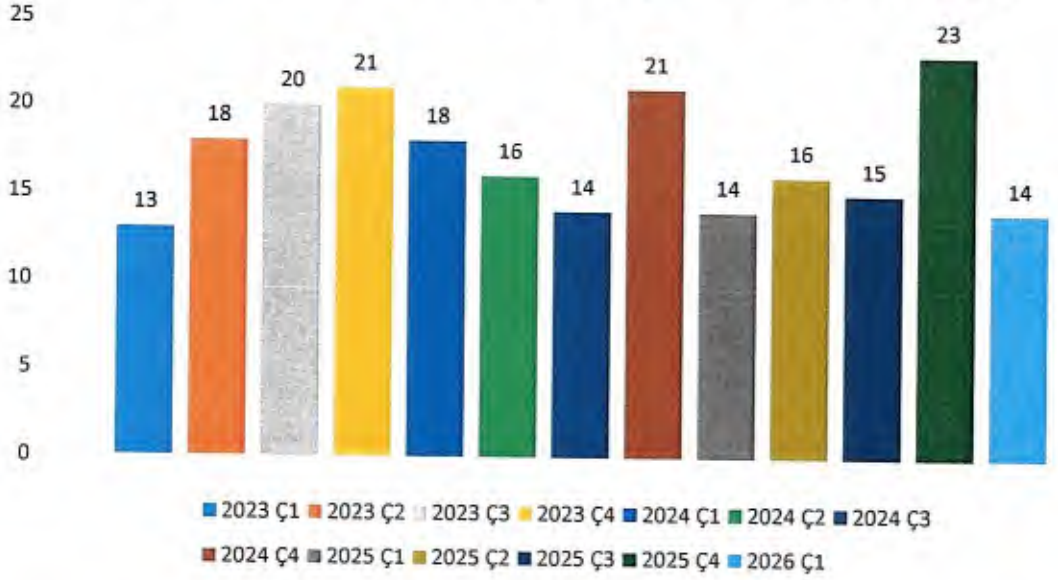
(000 ADET)



(Kaynak: https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf)

Araç kiralama sektöründe 2023 yılında 72.000 bin adet araç alımı için 78,2 milyar TL, 2024 yılında 69.000 adet araç alımı için 95,8 milyar TL, 2025 yılında 67.700 adet araç alımı için 121 milyar TL ve 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla 13.700 adet araç alımı için 27,9 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirilmiştir. *(Kaynak: https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf)*

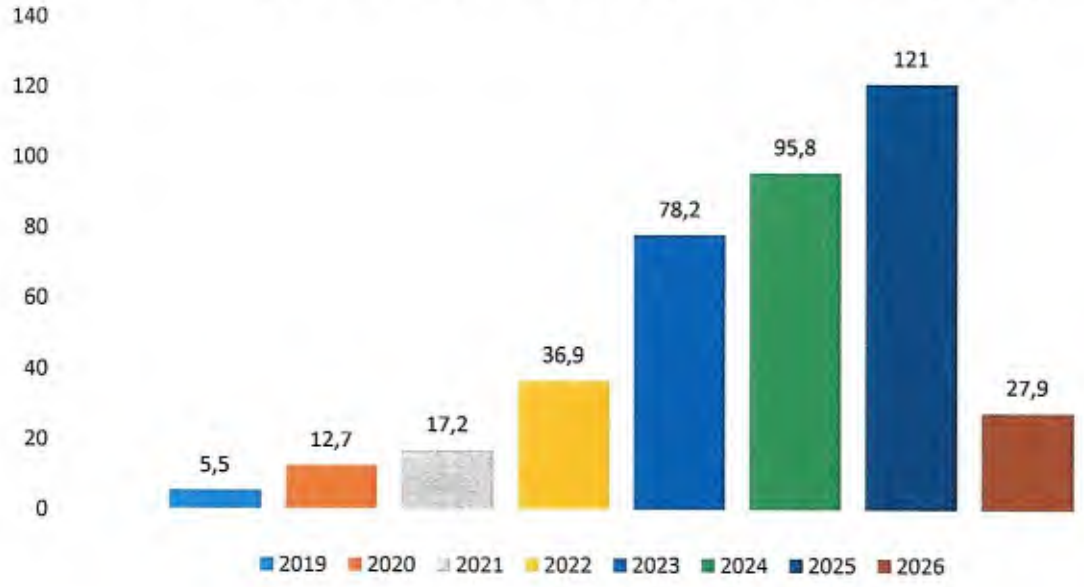
31 Mart 2026 Tarihi İtibarıyla Araç Alım Adedi (000 Adet)



(Kaynak: https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf)

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Etiler Mardin Cad. Park Avenue Sitesi
F-2/A Blok No:1 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 35 77 Fax: (212) 274 26 40
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 328
Boğaziçi Kurumlar V.D. 9370008 8357
Mersis No: 0-9220-0837-9500017

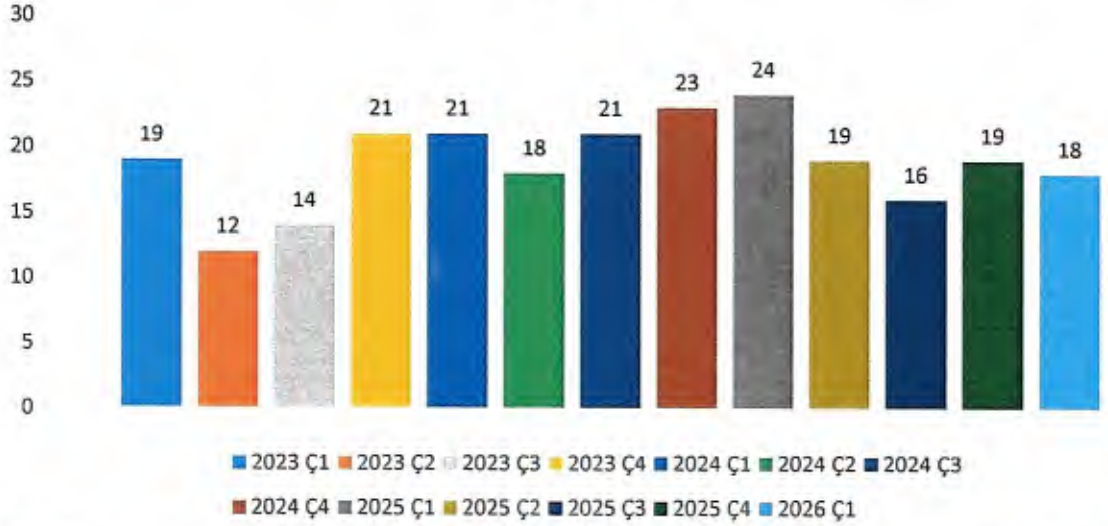
31 Mart 2026 Tarihi İtibarıyla Araç Alım Tutarı (Milyar TL)



(Kaynak: https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf)

Sektördeki ortalama araç alım bedeli 2023 yılında 1.071.600 TL, 2024 yılında 1.375.800 TL, 2025 yılında 1.787.600 TL ve 31 Mart 2026 tarihinde 2.032.200 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu süreçte ortalama alım bedelleri 2024 yılında %28,4, 2025 yıl sonunda %29,9 artış ve 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla %13,7 oranında artış göstermiştir. *(Kaynak: https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf)*
Sektörde, 2023 yılında 66.000 adet, 2024 yılında 83.000 adet, 2025 yılında 77.700 ve 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla 17.500 adet araç satışı gerçekleştirilmiştir. *(Kaynak: https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf)*

31 Mart 2026 Tarihi İtibarıyla Araç Satım Adetleri (000 Adet)



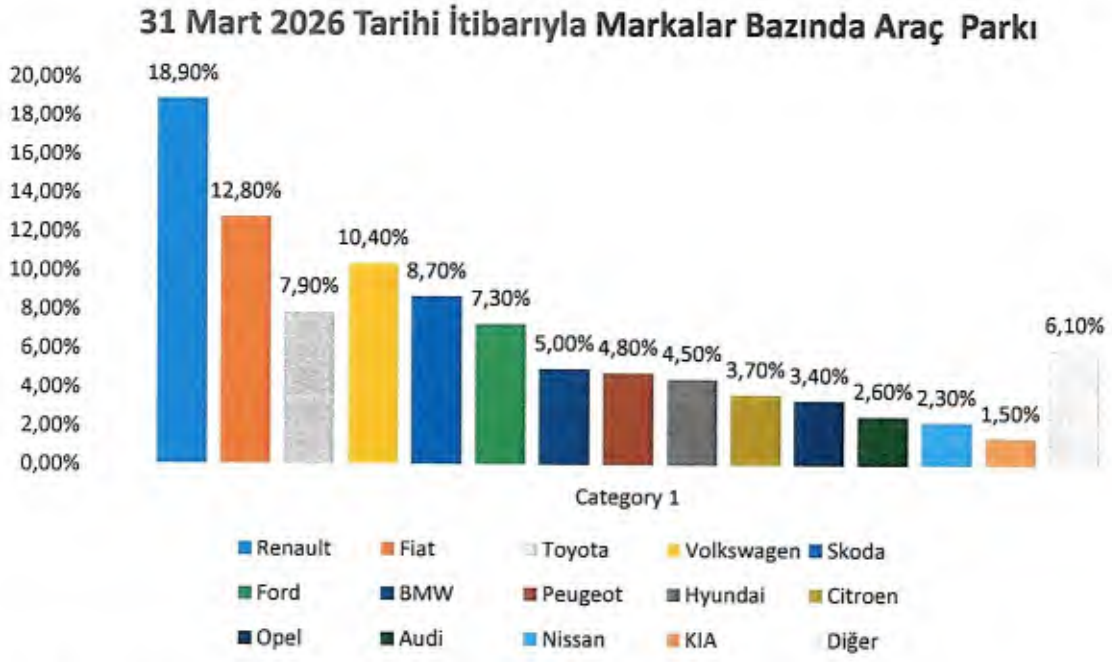
(Kaynak: https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf)

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Büyükdere Caddesi Park Maya Sitesi
B2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel:(0212) 352 35 77 Faks: (0212) 352 45 40
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357298
Boğaziçi Kurumlar V.D. 7022006 8858
Mersis No: 0-9290-0802-0390001-7

Araç kiralama sektöründe, 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla araç parkı 10 binden büyük on beş şirket yer almaktadır. Tüm sektörün tahmini araç parkı 229.000 adet olup 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla 13.600 adet araç satın alınmış ve buna karşılık 17.500 adet araç satılmıştır. Sektörün tahmini müşteri adedi ise 26.700'dür. Tüm sektör, 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla devlete KDV, MTV ve ÖTV toplamı olarak 14,4 milyar TL kaynak sağlamıştır. Tüm sektörün tahmini aktif büyüklüğü 364,2 milyar TL seviyesindedir. Müşterilerin yaklaşık % 67'si 30 ay ve üzeri kiralama sürelerini tercih etmektedir. 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla 16.614 adetlik araç parkı ile Intercity tahmini olarak pazarda %7'lik bir pazar payına sahiptir. Şirket, 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla tüm sektörde satın alınan araçların tahmini olarak %4'i kadar araç satın almış, yine aynı dönemde tüm sektörde satılan araçların tahmini olarak %8'i kadar araç satmıştır. *(Kaynak: https://tokkder.org/wp-content/uploads/2024/10/TOKKDER-Kiralama-Sektor-Raporu-Sunumu_2025-4.Ceyrek_v1.0.pdf)*

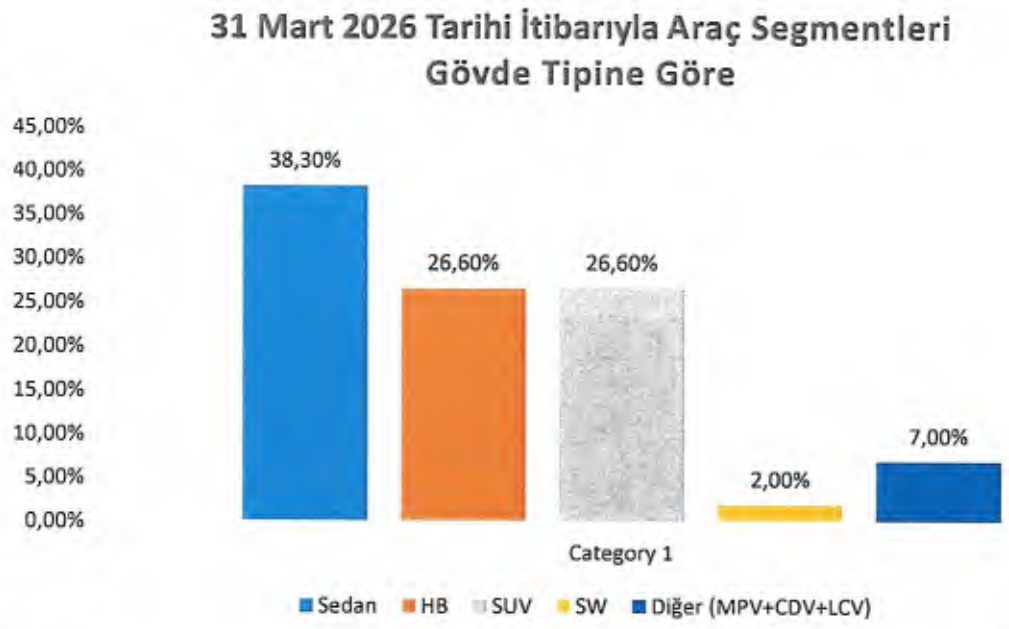
Markalar Bazında Araç Parkı

31 Mart 2026 tarihi itibarıyla sektördeki araçların markalar bazında dağılımı aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir.

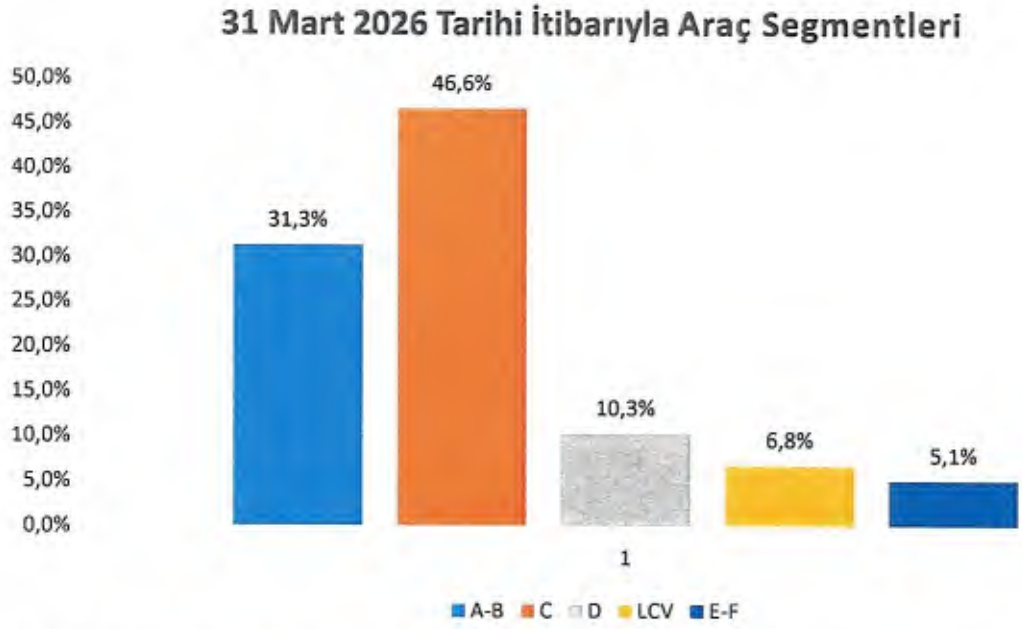


Araç Segmentleri

31 Mart 2026 tarihi itibarıyla sektördeki araçların segment bazında dağılımı aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir



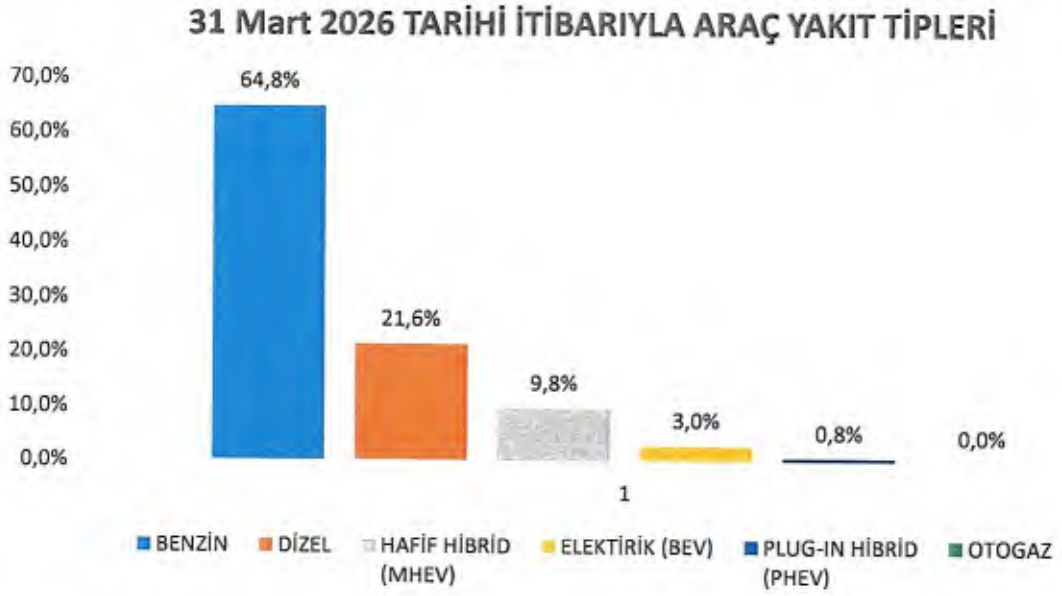
(*Kaynak: https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf*)



(***Kaynak:*** *https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf)*

Araç Yakıt Tipleri

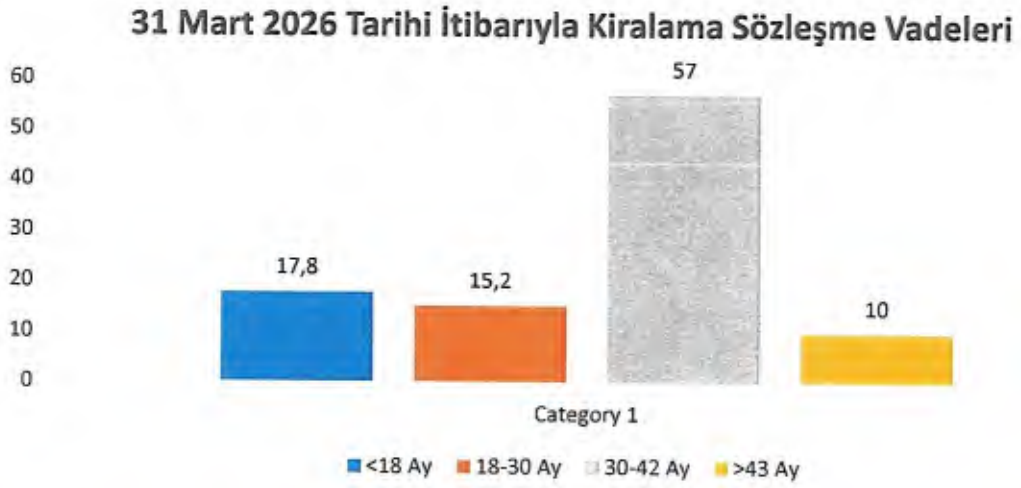
31 Mart 2026 tarihi itibarıyla sektördeki araçların yakıt tiplerine göre dağılımı aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir.



(*Kaynak:https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf*)

Kiralama Sözleşme Vadeleri

31 Mart 2026 tarihi itibarıyla sektördeki araçların sözleşme vadelerine göre dağılımı aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir.



(Kaynak: https://www.oydertr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf)

Operasyonel kiralama sektörünü genel olarak etkileyen mevzuat değişiklerinin başlıcaları, araçlar üzerinde uygulanan ÖTV ve MTV oranları ve matrah kalemlerinde yapılan değişiklikler ile kambiyo mevzuatında yapılan dövizle ödemelerin kısıtlanmasına ilişkin düzenlenmelerdir. Bu değişiklikler direkt olarak sıfır km araç satış fiyatları ile kiralama bedellerini etkilemektedir.

Sektör özelinde 7194 sayılı Dijital Hizmet Vergisi ile Bazı Kanunlarda ve 375 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun'un 13. maddesi ile GVK'nın 40. maddesinde yapılan değişikliklerle şirketlerin satın aldığı ve kiraladığı araçlara ilişkin yeni bazı vergisel düzenlemeler yapılmıştır. Konuya ilişkin ayrıntılı açıklamalara ise 311 Seri No.lu Gelir Vergisi Genel Tebliği'nde yer verilmiştir. Bu düzenleme ile işlerinde kullanmak üzere araç kiralayan şirketlere, kira bedelinin Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından belirlenen tutara kadar olan kısmının gider yazılmasına izin verilmiştir. Ayrıca, faaliyet konusu araç kiralama olmayan şirketlerin araç satın aldıklarında gider yazabilecekleri KDV ve ÖTV tutarlarını ve buna ek olarak bu araçlar üzerinden ayrılacak amortisman giderlerine ilişkin üst sınır getirilmiştir. Yukarıda belirtilen kalemlere ilişkin 2020 yılında 311 Seri No'lu Gelir Vergisi Genel Tebliği ile belirlenen üst sınır her yıl tespit edilen yeniden değerleme oranında artırılması suretiyle yeniden belirlenmektedir.

Faaliyetleri kısmen veya tamamen binek otomobillerinin kiralanması veya çeşitli şekillerde işletilmesi olan şirketler, 2026 yılı içerisinde 332 Seri No.lu Gelir Vergisi Genel Tebliği ile araç kira bedellerinin 46.000 TL'ye kadar olan kısmı gider yazabilmektedir. Söz konusu tebliğ ile ayrıca bu şirketlerin satın aldığı araçlarda gider yazabileceği KDV ve ÖTV toplamı 1.200.000 TL ile, amortisman gideri yazabileceği tutar da (KDV ve ÖTV hariç) 1.380.000 TL ile sınırlandırılmıştır. Ayrıca, söz konusu şirketler araçlarını ister kiralasınlar isterse satın alsınlar, bu araçlar için yaptıkları genel giderlerin %70'ini gider yazabileceklerdir.

Bir şirket ihtiyaç duyduğu aracı kiralamak yerine satın almak istediğinde, yukarıda detayları paylaşılan yeni yasal düzenleme sebebiyle farklı gider kısıtlamalarıyla karşı karşıya kalmaktadır. Aracın KDV ve ÖTV'sinin tamamının gider yazılamaması, MTV'nin gider yazılamaması, kasko/trafik/bakım-onarım ve sair giderlerin sadece %70'inin gider yazılabilmesi gibi kısıtlamalar kurumlar vergisi açısından dezavantaj oluşturmaktadır. KDV Kanunu'nun 30/b maddesi gereğince ise, faaliyetleri kısmen veya tamamen binek otomobillerinin kiralanması veya çeşitli şekillerde işletilmesi olmayan şirketler satın aldıkları binek araçların KDV'sini indirim konusu yapamamaktadırlar.

İkinci El Araç Satış Sektörü

TÜİK verilerine göre, 2022 yılında 9.563.925 adet olan Türkiye ikinci el araçları toplam pazarı 2023 yılında %10,3 artarak 10.551.762 adet olarak gerçekleşmiştir.
(Kaynak:
https://www.odmd.org.tr/folders/2837/categorial1docs/4614/Makroekonomik%20De%c4%9ferlendirme%20Ocak%202024.pdf)

2. El Araç Tipi	2022	Pay (%)	2023	Pay (%)	Değişim (%)
Otomobil	6.396.191	75,8	6.964.700	76,5	8,9
Kamyonet	1.564.826	18,5	1.675.804	18,4	7,1
Kamyon	226.382	2,7	214.878	2,0	(19,3)
Minibüs	181.493	2,2	182.789	2,4	18,4
Otobüs	51.068	0,6	49.273	0,5	(3,5)
Özel Amaçlı	17.277	0,2	19.220	0,2	11,2
Toplam	8.437.237	100	9.106.664	100	7,9
Motosiklet	771.856	68,5	1.121.282	77,6	45,3
Traktör	354.832	31,5	323.816	22,4	(8,7)
Toplam	1.126.688	100	1.445.098	100	28,3
Genel Toplam	**9.563.925**		**10.551.762**		**10,3**

(Kaynak:https://www.odmd.org.tr/folders/2837/categorial1docs/4614/Makroekonomik%20De%c4%9ferlendirme%20Ocak%202024.pdf)

INDICATA verilerine göre, Türkiye ikinci el çevrimiçi binek ve hafif ticari araç pazarında, 1 Ocak 2023 ile 31 Aralık 2023 tarihleri arasında ilana 4.151.644 adet ilan çıkmış, 1.881.097 adet aracın satışı gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla 31 Aralık 2022'ye göre satılan araç adedinde %4 ve ilana çıkan araç adedinde ise %5 artış gerçekleşmiştir. 2023 yılında araç kiralama sektöründe 66.000

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Erdem Merdin Cad. Türk Telekom Sitesi
F-2/A Blok No:1 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 55 77 Fax: (212) 352 55 00
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 292228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 9270068 82
Mersis No: 0-9270-0682-0000-0001

adet araç satılarak toplam ikinci el pazarının %3,5'i kadar bir hacim gerçekleşmiştir. (Kaynak: INDICATA Aralık 2023 Türkiye Otomotiv 2. El Online Pazar Analiz Raporu)

1 Ocak 2022 ile 31 Aralık 2023 tarihleri arasında sıfır km araçların bulunabilirliğinin düşük ve enflasyonun etkisi ile fiyatların artma eğiliminde olması, son kullanıcıların özellikle 2023 yılının başlarından itibaren gerek sıfır km araçları gerekse ikinci el araçlara ihtiyaçtan çok bir yatırım aracı olarak görmesine sebep olmuştur. Bu durum sıfır km araçlara ve ikinci el araçlara olan talebin artmasına ve fiyatların yükselmesine neden olmuştur.

TÜİK verilerine göre, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla 10.551.762 adet olan Türkiye ikinci el araçları toplam pazarı 31 Aralık 2024 tarihi itibarıyla %1,3 artarak 10.689.113 adet olarak gerçekleşmiştir. (Kaynak:https://www.odmd.org.tr/folders/2837/categorial1docs/5831/Makroekonomik%20Değerlendirme%20Ocak%202025.pdf)

2. El Araç Tipi	31 Aralık 2023	Pay (%)	31 Aralık 2024	Pay (%)	Değişim (%)
Otomobil	6.964.700	76,5	7.103.550	77,2	2,0
Kamyonet	1.675.804	18,4	1.620.978	17,6	(3,3)
Kamyon	214.878	2,4	219.840	2,0	(13,8)
Minibüs	182.789	2,0	185.224	2,4	20,3
Otobüs	49.273	0,5	53.646	0,6	8,9
Özel Amaçlı	19.220	0,2	19.782	0,2	2,9
Toplam	9.106.664	100	9.203.020	100	1,1
Motosiklet	1.121.282	77,6	1.158.947	78,0	3,4
Traktör	323.816	22,40	327.146	22,0	1,0
Toplam	1.445.098	100	1.486.093	100	2,8
Genel Toplam	**10.551.762**		**10.689.113**		**1,3**

(Kaynak:https://www.odmd.org.tr/folders/2837/categorial1docs/5831/Makroekonomik%20Değerlendirme%20Ocak%202025.pdf)

TÜİK verilerine göre, 31 Aralık 2024 tarihi itibarıyla 9.203.020 adet olan Türkiye ikinci el araçları toplam pazarı 31 Aralık 2025 tarihi itibarıyla %5,5 artarak 9.711.511 adet olarak gerçekleşmiştir. (Kaynak:https://www.odmd.org.tr/folders/2837/categorial1docs/6027/Makroekonomik%20De%c4%9ferlendirme%20-%20Aral%c4%b1k%202025.pdf)

2. El Araç Tipi	31 Aralık 2024	Pay (%)	31 Aralık 2025	Pay (%)	Değişim (%)
Otomobil	7.103.550	77,2	7.572.528	78,0	6,6
Kamyonet	1.620.978	17,6	1.658.479	17,1	2,3
Kamyon	219.840	2,4	212.133	2,0	(12,6)
Minibüs	185.224	2,0	192.064	2,2	14,5
Otobüs	53.646	0,6	53.382	0,5	(0,5)
Özel Amaçlı	19.782	0,2	22.925	0,2	15,9
Toplam	**9.203.020**	**100**	**9.711.511**	**100**	**5,5**
Motosiklet	1.158.947	78,0	1.160.077	77,2	(0,1)
Traktör	327.146	22,0	341.817	22,8	4,5
Toplam	1.486.093	100	1.501.894	100	1,1
Genel Toplam	**10.689.113**		**11.213.405**		**4,9**

(Kaynak:https://www.odmd.org.tr/folders/2837/categorial1docs/6027/Makroekonomik%20De%c4%9ferlendirme%20-%20Aral%c4%b1k%202025.pdf)

TÜİK verilerine göre, 31 Mart 2025 tarihi itibarıyla 2.107.902 adet olan Türkiye ikinci el araçları toplam pazarı 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla %5,7 azalarak 2.227.443 adet olarak gerçekleşmiştir.

2. El Araç Tipi	31 Mart 2025	Pay (%)	31 Mart 2026	Pay (%)	Değişim (%)
Otomobil	1.627.400	77,2	1.736.089	77,9	6,7

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Büyükdere Caddesi Park Maya Sitesi
E-2/A Blok No:16 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel:(0212) 352 35 77 Fax (0212) 2
www.vakifyatirim
İstanbul Ticaret Sicil No: 292
Boğaziçi Kurumlar V.D. 8220 08 8
Mersis No: 0-9220-0882-0000177

Kamyonet	367.973	17,5	383.000	17,2	4,1
Kamyon	50.780	2,4	48.689	1,9	-18,0
Minibüs	43.314	2,1	41.640	2,2	12,4
Otobüs	13.613	0,6	12.472	0,6	-8.4
Özel Amaçlı	4.822	0,2	5.553	0,2	15,2
Toplam	**2.107.902**	**100**	**2.227.443**	**100**	**5,7**
Motosiklet	211.360	73,3	206.044	74,2	-2,5
Traktör	77.178	26,7	71.766	25,8	-7,0
Toplam	**288.538**	**100**	**277.810**	**100**	**-3,7**
Genel Toplam	**2.396.440**		**2.505.253**		**4,5**

(Kaynak: https://www.odmd.org.tr/web_2837_1/neuralnetwork.aspx?type=26 www.odmd.org.tr/folders/2837/categorial1docs/6091/Makroekonomik%20Değerlendirme%20-%20Mart%202026.pdf)

31 Aralık 2021 ve 31 Mart 2026 tarihleri arasında araç kiralama sektöründe satılan araçların, ikinci el pazarında satılan araçlara oranı %1 ile %4 aralığında olduğu görülmektedir. Otomotiv sektörünün büyüklüğü göz önüne alındığında araç kiralama sektörünün ikinci el araç sektöründeki payının düşük olduğu görülmektedir.

Süperyat Kiralama Sektörü

COVID-19 pandemisi sonrasında; seyahat kısıtlamalarının kaldırılması, ertelenen tatil planlarının gerçekleştirilmek istenmesi ancak bununla birlikte sağlık endişeleri nedeniyle kalabalık mekanlardan kaçınmaya devam eden insanların bu arzularını başka kişilerin olmadığı yat kiralamaları ile gerçekleştirmek istemesi sebebiyle 2022 yılında charter (kiralama) taleplerinde ciddi artış görülmüştür. Dünyanın önde gelen broker şirketlerinden Camper & Nicholsons International charterda (kiralama) rekor yıl olarak raporlamış, başka bir şirket olan Fraser Worldwide S.A.M. de bir önceki yıla kıyasla %20 artış bildirmiştir 2023 yılında bu taleplerde azalma ve dengelenme meydana geldiği görülmektedir (Kaynak: SuperYacht Times-The State of Yachting 2023 Raporu, https://www.superyachttimes.com/market-reports/the-state-of-yachting-2023).
COVID-19 sonrası ilk kez charter (kiralama) ile tatile başlayan müşterilerin çoğu teknoloji şirketleri sebebiyle servet sahibi olmuş yeni jenerasyon müşterilerdir. Tekrarlayan milyarder müşteriler de mevcuttur. Bu kişiler charter (kiralama) için haftada 1.000.000 Avro veya daha fazla kira parası ödeyerek süperyat kiralamaktadırlar. COVID-19 sırasında süperyat sahibi olmuş kişilerin bazılarının da charter (kiralama) sektörüne girmeleri sebebiyle charter alanında rekabet de artmıştır (Kaynak: SuperYacht Times-The State of Yachting 2023 Raporu, https://www.superyachttimes.com/market-reports/the-state-of-yachting-2023). Sektördeki bu trendlere uygun olarak Victorious, ilk sezonu olan 2022 yılında toplam 50 gün, ikinci sezonu olan 2023 yılında toplam 40 gün, üçüncü sezonu olan 2024 yılında toplam 53, dördüncü sezonu olan 2025 yılında ise toplam 39 gün kiralama gerçekleştirmiştir. Akdeniz için kiralama sezonu Haziran ayında başlamaktadır. Karayip ve Bahamalar'da kiralamalar ise Aralık sonu itibarıyla bitmektedir.

4. Finansal Veriler

Şirket'in, özel bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024 ve 31 Aralık 2025, 31 Mart 2026 tarihlerinde sona eren finansal dönemlere ilişkin konsolide finansal durum tabloları ile 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025, 31 Mart 2025 ve 31 Mart 2026 tarihlerinde sona eren finansal dönemlere ilişkin konsolide kâr veya zarar tablolarından seçilen önemli finansal kalemler aşağıda yer almaktadır. 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024 ve 31 Mart 2025 tarihli finansal tablolar, finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in bağlı ortaklıkları olan Ak Yatçılık ve September'ın finansal tablolarını da kapsayacak şekilde, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolar ise Şirket'in bağlı ortaklığı olan September'ın finansal tablolarını da kapsayacak şekilde konsolide olarak sunulmuştur. Şirket yönetim kurulunun 21 Kasım 2025 tarih ve 2025/16 sayılı yönetim kurulu kararı uyarınca Şirket, sermayesinin tamamına sahip olduğu iştiraki olan Ak Yatçılık ile kolaylaştırılmış usulde birleşmiş, birleşme işlemi 1 Aralık 2025 tarihinde İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde tescil edilmiştir. Bu kapsamda 31 Aralık 2025'ten başlamak üzere, finansal tablolarda konsolide edilen bağlı ortaklıklar

arasında Ak Yatçılık yer almayacaktır. Birleşme öncesi dönemde Şirket'in finansal tabloları Ak Yatçılık'ın finansal tablolarını da kapsayacak şekilde konsolide olarak hazırlandığı için, söz konusu birleşme işlemi 31 Aralık 2025 yılı finansal tabloları ve sonraki dönemlerde hazırlanacak Şirket'in konsolide finansal tablolarında etki yaratmayacaktır.

KGK'nın 23 Kasım 2023 tarihinde yayımladığı Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Finansal Tablolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi Hakkında Duyuru kapsamında TFRS'yi uygulayan işletmelerin 31 Aralık 2023 tarihinde veya sonrasında sona eren yıllık raporlama dönemine ait finansal tablolarının TMS 29'da yer alan ilgili muhasebe ilkelerine uygun olarak enflasyon etkisine göre düzeltilerek sunulması gerektiği belirtilmiştir. Bununla birlikte, SPK'nın 28 Aralık 2023 tarihli ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, TFRS'yi uygulayan finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının, 31 Aralık 2023 tarihi itibariyle sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verilmiştir.

Şirket, 2023, 2024, 2025 yıllarına ve 31 Mart 2026 tarihinde sona eren döneme ait finansal tablolarını TMS 29 standardında yer alan ilkelere uygun olarak düzeltmeye tabi tutarak yeniden düzenlemiştir. Enflasyon muhasebesi prensiplerine göre yeniden düzenlenmiş ilgili yıllara ait finansal tablolar, aşağıdaki tabloda belirtilen katsayılar ile çarpılarak 31 Mart 2026 tarihinin satın alma gücü cinsinden ifade edilerek sunulmuştur.

Tarih	Endeks	Düzeltme katsayısı	Üç yıllık kümülatif enflasyon oranları
31 Mart 2026	3.866,74	1,000	%205
31 Aralık 2025	3.513,87	1,1004	%211
31 Aralık 2024	2.954,69	1,3087	% 250
31 Aralık 2023	1.859,38	2,0796	%268

4.1. Bilanço

(TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	**4.079.109.887**	**3.212.242.106**	**5.307.255.825**	**4.407.856.828**
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.986.625.366	1.644.222.588	3.064.410.456	2.627.227.283
Ticari Alacaklar	*590.405.802*	*514.916.801*	*1.805.979.986*	*1.235.684.199*
Diğer Alacaklar	96.281	89.182	242.116	632.169
Stoklar	1.010.910.032	374.134.821	215.145.799	265.345.816
Peşin Ödenmiş Giderler	182.234.382	183.708.096	202.225.631	269.206.876
Diğer Dönen Varlıklar	306.999.964	495.170.618	19.251.837	9.760.485
Türev Araçlar	1.838.060	-	-	-
Ara Toplam	**4.079.109.887**	**3.212.242.106**	**5.307.255.825**	**4.407.856.828**
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	-	-	-	-
Duran Varlıklar	**42.270.439.889**	**39.386.534.043**	**34.904.522.305**	**33.396.318.792**
Operasyonel Kiralamada Kullanılan Varlıklar	42.025.453.066	38.652.277.999	34.218.481.429	32.743.223.936
Maddi Duran Varlıklar	139.406.688	430.155.346	412.389.164	394.873.080
Kullanım Hakkı Varlıklar	44.044.313	47.426.964	122.700.294	120.933.857
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.249.134	2.226.383	1.503.000	1.475.097
Diğer Duran Varlıklar	59.286.688	128.298.733	149.448.418	135.812.822
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	126.148.618	-	-
TOPLAM VARLIKLAR	**46.349.549.776**	**42.598.776.149**	**40.211.778.130**	**37.804.175.620**

(TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**8.920.792.286**	**9.479.362.398**	**8.650.254.520**	**7.223.369.915**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	156.516.891	129.631.213	77.028.000	70.000.000
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	6.606.763.891	5.516.281.382	6.037.860.169	5.620.537.511
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	1.441.528.337	471.448.936	90.193.659	42.087.832
Ticari Borçlar	294.756.797	3.153.191.111	1.312.552.308	285.773.499
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.010.085	18.399.837	20.617.288	23.080.998
Diğer Borçlar	61.809.795	30.948.568	324.240.829	488.649.197
Ertelenmiş Gelirler	324.605.049	139.773.238	767.564.369	669.007.183
Kısa Vadeli Karşılıklar	19.645.297	13.193.628	17.104.296	21.450.948
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.156.144	6.494.485	3.093.602	2.782.747
Türev araçlar	-	-	-	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**12.418.109.440**	**11.397.085.479**	**11.513.006.068**	**10.838.993.268**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	6.322.668.534	6.186.999.193	7.347.009.466	6.574.836.911
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	981.009.629	127.648.753	92.768.316	86.339.319
Ertelenmiş Gelirler	2.233.091	708.329	418.754	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	17.348.868	19.610.088	19.756.375	15.011.796
Diğer Borçlar	-	-	-	18.444
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.094.849.318	5.062.119.116	4.053.053.157	4.162.786.798
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	**21.338.901.726**	**20.876.447.877**	**20.163.260.588**	**18.062.363.183**
ÖZKAYNAKLAR	**25.010.648.050**	**21.722.328.272**	**20.048.517.542**	**19.741.812.437**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	**25.010.648.050**	**21.722.328.272**	**20.048.517.542**	**19.741.812.437**
Ödenmiş Sermaye	95.731.017	700.000.000	700.000.000	700.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	676.785.132	1.130.359.582	1.130.359.582	1.130.359.582
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	3.973.473.593	3.970.212.726	3.968.249.580	3.971.962.285
-Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları	-			
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları	*(3.663.352)*	*(6.924.219)*	*(8.887.365)*	*(5.174.660)*
-Yabancı Para Çevrim Farkları	*3.977.136.945*	*3.977.136.945*	*3.977.136.945*	*3.977.136.945*
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	1.299.817.025	378.389.734	884.165.641	492.158.771

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Barbaros Mahallesi Cad. Palladium Ofis Sitesi
F-2/A Blok No:3 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 55 77 Fax: 0(212) 352 55 00
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357728
Boğaziçi Kurumlar V.D. 9290008650
Mersis No: 0929008833500001

(TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
-Yabancı Para Çevrim Farkları	*(496.059.015)*	*(1.417.486.306)*	*(911.710.399)*	*(1.303.717.269)*
-Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları	*1.795.876.040*	*1.795.876.040*	*1.795.876.040*	*1.795.876.040*
Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmeleri	44.104.721	44.104.721	44.104.721	44.104.721
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	23.721	23.721	23.721	23.721
Geçmiş Yıllar Kârları/(Zararları)	14.412.696.808	17.862.869.408	15.499.237.788	13.321.614.297
Net Dönem Kârı/(Zararı)	4.508.016.033	(2.363.631.620)	(2.177.623.491)	81.589.060
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	-	-
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	**25.010.648.050**	**21.722.328.272**	**20.048.517.542**	**19.741.812.437**
TOPLAM KAYNAKLAR	**46.349.549.776**	**42.598.776.149**	**40.211.778.130**	**37.804.175.620**

Kaynak:Bağımsız Denetim Raporu

VARLIKLAR

Intercity Grubu'nun varlıkları, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 46.349.549.776 TL, 42.598.776.149 TL, 40.211.778.130 TL ve 37.804.175.620 TL tutarındadır. Varlıklarda 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %8'lik azalış, 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %6'lık azalış ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Aralık 2026'da %6'lık azalış gerçekleşmiştir. Dönen varlıklar, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla toplam varlıkların %9'unu, %8'ini, %13'ünü ve %12'sini oluşturmaktadır. Duran varlıklar 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla toplam varlıkların %91'ini, %92'sini, %87'sini ve %88'ini oluşturmaktadır.

(TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Dönen Varlıklar	4.079.109.887	3.212.242.106	5.307.255.825	4.407.856.828
Dönen Varlıkların Toplam Varlıklar İçerisindeki Payı (%)	*9%*	*8%*	*13%*	*12%*
Duran Varlıklar	42.270.439.889	39.386.534.043	34.904.522.305	33.396.318.792
Duran Varlıkların Toplam Varlıklar İçerisindeki Payı (%)	*91%*	*92%*	*87%*	*88%*
Toplam Varlıklar	**46.349.549.776**	**42.598.776.149**	**40.211.778.130**	**37.804.175.620**

Dönen Varlıklar

Intercity Grubu'nun dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler, diğer dönen varlıklar ve türev araçlar kalemlerinden oluşmaktadır. Dönen varlıklar, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 4.079.109.887 TL, 3.212.242.106 TL, 5.307.255.825 TL ve 4.407.856.828 TL tutarındadır. Dönen varlıklarda 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %21'lik azalış, 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %65'lik artış ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'da %17'lik azalış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2024 tarihli finansal tablolardaki azalış nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar ve stoklar kalemlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2025 tarihli finansal tablolardaki %65'lik artış nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar ve peşin ödenmiş giderler kalemlerindeki artıştan

kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2025'te sona eren finansal döneme kıyasla 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolardaki %17'lik azalış nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar ve diğer dönen varlıklar kalemlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır.

Dönen Varlıklar	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Toplam Dönen Varlıklar	4.079.109.887	3.212.242.106	5.307.255.825	4.407.856.828

Nakit ve Nakit Benzerleri

Nakit ve nakit benzerleri, kasa, bankadaki nakit, kredi kartı alacakları, ters repo alacakları ve beklenen kredi zarar karşılığı kalemlerinden oluşmaktadır. Nakit ve nakit benzerleri, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.986.625.366 TL, 1.644.222.588 TL, 3.064.410.456 TL ve 2.627.227.283 TL tutarındadır. 31 Aralık 2024'te sona eren finansal dönemde, 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal döneme kıyasla meydana gelen %17'lik azalış, bankadaki nakit (vadesiz mevduat) kaleminde meydana gelen azalıştan kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2025 tarihli finansal tablolardaki %86'lık artış ise bankadaki nakit (vadesiz mevduat) ve ters repo alacaklarından kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2025'te sona eren finansal döneme kıyasla 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolardaki %14'lük azalış ters repo alacaklarından kaynaklanmaktadır.

Nakit ve Nakit Benzerleri (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2023	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Kasa	15.428	1.442	1.100	1.000
Bankadaki Nakit	1.724.838.446	1.283.527.440	2.570.797.838	2.523.270.562
Kredi Kartı Alacakları	908.937	1.066.035	76.032	361.417
Ters Repo Alacakları	262.012.121	360.517.331	495.180.000	105.000.000
Beklenen Kredi Zararı Karşılığı	(1.149.566)	(889.660)	(1.644.514)	(1.405.696)
Nakit ve Nakit Benzerleri	**1.986.625.366**	**1.644.222.588**	**3.064.410.456**	**2.627.227.283**

Ticari Alacaklar

Ticari alacaklar, operasyonel kiralama alacakları ve ikinci el araç satış alacaklarından oluşmaktadır. Ticari alacakların alt kalemleri, ilişkili olmayan taraflardan kısa vadeli ticari alacaklar, alacak senetleri, gelir tahakkukları ve beklenen kredi zararı kalemlerinden oluşmaktadır. Ticari alacaklar; 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 590.405.802 TL, 514.916.801 TL, 1.805.979.986 TL ve 31 Mart 2026 tarihinde 1.235.684.199 TL tutarındadır. Ticari alacaklarda 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %13'lük azalış ve 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %251'lik artış ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'da %32'lik azalış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2025 tarihli finansal tablolardaki artış filo kiralama alacakları gelir tahakkukları ve dönem sonunda satılan yüksek adetli ikinci el araç satışlarının alacak bakiyelerinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2025'te sona eren finansal döneme kıyasla 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolardaki %32'lik azalış ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar ve alacak senetleri kalemlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır. Grup'un ticari alacaklarından dolayı ortalama tahsil süresi 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla, 5 gün, 12 gün, 22 gün ve 31 gün olarak gerçekleşmiştir.

Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	734.353.065	623.905.887	1.449.503.384	871.848.394
Gelir Tahakkukları	-	-	427.404.460	454.886.325

Alacak Senetleri	3.726.826	3.181.468	32.239.458	2.139.873
Beklenen kredi zararı karşılığı (-)	(147.674.089)	(112.170.554)	(103.167.316)	(93.190.393)
Toplam Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	**590.405.802**	**514.916.801**	**1.805.979.986**	**1.235.684.199**

İleri Vadeli Kontrat Alacakları

İleri vadeli kontrat alacakları, Grup'un operasyonel kara araçlarının kiralanması ile ilgili iptal edilemeyen sözleşmelerle garanti edilmiş ileriki dönemlere ait kira alacaklarından oluşmaktadır. Bu alacaklar bilançoda gösterilmemektedir. İleri vadeli kontrat alacakları 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla sırasıyla 16.018.987.693 TL, 13.808.151.789 TL, 11.096.162.387 TL ve 8.864.178.989 TL tutarındadır. Bu alacaklara KDV dahildir. İleri vadeli kontrat alacaklarında, 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %14'lük azalış ve 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %20'lik azalış ve 31 Mart 2026'da 31 Aralık 2025'e kıyasla %20'lik azalış gerçekleşmiştir.

İleri Vadeli Kontrat Alacakları (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
2024	6.790.960.940	-	-	-
2025	5.763.375.960	6.354.303.790	-	-
2026	3.404.623.979	5.475.449.448	5.646.353.658	3.664.488.178
2027	60.026.814	1.938.040.482	4.159.431.991	3.890.601.280
2028	-	40.358.069	1.089.890.855	1.115.293.929
2029	-	-	200.485.883	193.740.279
2030	-	-	-	55.323
Toplam İleri Vadeli Kontrat Alacakları	**16.018.987.693**	**13.808.151.789**	**11.096.162.387**	**8.864.178.989**

Diğer Alacaklar

Diğer alacaklar ilişkili ve ilişkili olmayan taraflardan olan ticari nitelikte olmayan alacaklardan oluşmaktadır. Diğer alacaklar, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 96.281 TL, 89.182 TL, 242.116 TL ve 632.169 TL tutarındadır. Diğer alacaklar kalemi, tüm finansal dönemlerde ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklardan oluşmaktadır.

Diğer Alacaklar (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	96.281	89.182	242.116	632.169

Stoklar

Stoklar, ikinci el araçlar, verilen avanslar, ikinci el araçların değer düşüklüğü ve diğer stoklardan oluşmaktadır. Stoklar, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.010.910.032 TL, 374.134.821 TL, 215.145.799 TL ve 265.345.816 TL tutarındadır. Stoklar kalemi bakiyesindeki değişimler, kiradan dönen araçların sayısına, dönüş tarihine ve piyasa koşullarına göre değişiklik göstermesinden kaynaklanmaktadır.

Stoklar (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
İkinci El Araçlar	1.008.664.475	406.267.772	267.225.495	312.677.568
Verilen Avanslar	1.736.392	1.257.166	82.884	71.538
İkinci El Araçların Değer Düşüklüğü	(514.516)	(34.077.163)	(52.687.471)	(47.880.290)
Diğer stoklar	1.023.681	687.046	524.891	477.000
Toplam Stoklar	**1.010.910.032**	**374.134.821**	**215.145.799**	**265.345.816**

Peşin Ödenmiş Giderler

Peşin ödenmiş giderler, peşin ödenmiş sigorta giderleri, OGS dolum giderleri, peşin ödenmiş MTV kalemlerinden oluşmaktadır. Peşin ödenmiş giderler, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 182.234.382 TL, 183.708.096 TL, 202.225.631 TL ve 269.206.876 TL tutarındadır. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal döneme kıyasla 31 Aralık 2024'te sona eren finansal dönemdeki %1'lik artış peşin OGS dolum giderlerinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2024'te sona eren finansal döneme kıyasla 31 Aralık 2025'te sona eren finansal dönemdeki %10'luk artış peşin ödenmiş sigorta giderlerinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2025'te sona eren finansal döneme kıyasla 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolardaki %33'lük artış peşin ödenmiş sigorta giderleri, OGS dolum giderleri ve motorlu taşıtlar vergisinden kaynaklanmaktadır.

Peşin Ödenmiş Giderler (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Peşin Ödenmiş Sigorta Giderleri	161.683.123	151.148.041	170.562.095	209.063.863
OGS Dolum Giderleri	20.551.259	32.560.055	31.663.536	47.932.152
Peşin ödenmiş motorlu taşıtlar vergisi	-	-	-	12.210.861
Toplam Peşin Ödenmiş Giderler	**182.234.382**	**183.708.096**	**202.225.631**	**269.206.876**

Duran Varlıklar

Intercity Grubu'nun duran varlıkları, operasyonel kiralamada kullanılan varlıklar, maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, kullanım hakkı varlıkları, ertelenmiş vergi varlığı ve diğer duran varlık kalemlerinden oluşmaktadır. Duran varlıklar 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 42.270.439.889 TL, 39.386.534.043 TL, 34.904.522.305 TL ve 33.396.318.792 TL tutarındadır. Duran varlıklarda 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %7'lik azalış, 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %11'lik ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'da %4'lük azalış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023 ile 31 Mart 2026 tarihleri arasında sona eren finansal dönemlerde duran varlıklarda görülen azalışlar, operasyonel kara ve deniz araçlarının defter değerlerinde meydana gelen değişimlerden kaynaklanmaktadır (operasyonel kara araçları finansal tabloda enflasyona göre endekslenmiş defter değeri üzerinden, deniz araçları da gerçeğe uygun değerinden izlenmektedir).

Duran Varlıklar (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Toplam Duran Varlıklar	42.270.439.889	39.386.534.043	34.904.522.305	33.396.318.792

Operasyonel Kiralamada Kullanılan Kara Araçları

Operasyonel kiralamada kullanılan kara araçları, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 1 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 35.477.623.946 TL, 33.639.689.619 TL, 29.238.367.036 TL ve 28.159.577.936 TL tutarındadır. Bağımsız denetçi raporunda, Grup'un operasyonel kiralamaya konu kara araçlarının kalıntı değerlerinin belirlenmesi 'Kilit Denetim Konusu' olarak değerlendirilmiştir. Zira, söz konusu kalıntı değerler yönetim tahmin ve yargılarına dayanmakta ve 31 Mart 2026 itibarıyla operasyonel kiralamada kullanılan kara araçlarının tutarı 28.159.577.936 TL olup Grup'un toplam varlıklarının 74'ünü oluşturmaktadır. Operasyonel kiralamada kullanılan kara araçlarda 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %5'lik azalış, 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %13'lük azalış ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'da %4'lük azalış gerçekleşmiştir. Operasyonel kiralamada kullanılan kara araçları finansal tablolarda enflasyona göre endekslenmiş defter değeri üzerinden gösterilmektedir.

Kara Araçları (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Kara Araçları - Defter Değeri	36.343.960.375	35.664.665.526	31.457.177.967	30.081.427.672
Kara Araçları - Birikmiş Amortisman	(866.336.429)	(2.024.975.907)	(2.218.810.931)	(1.921.849.736)

Kara Araçları (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Kara Araçları Toplamı	**35.477.623.946**	**33.639.689.619**	**29.238.367.036**	**28.159.577.936**

Operasyonel Kiralamada Kullanılan Deniz Araçları

Operasyonel kiralamada kullanılan deniz aracının 31 Mart 2026 tarihli gerçeğe uygun TL defter değeri 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 6.547.829.120 TL (96.666.667 Avro), 5.012.588.380 TL (94.732.879 Avro), 4.980.114.393TL (90.000.000 Avro) ve 4.583.646.000 TL (90.000.000 Avro) tutarındadır.

Deniz Araçları (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Deniz araçları - Defter Değeri	6.773.616.310	5.321.246.765	5.533.460.436	5.092.940.000
Deniz Araçları - Birikmiş Amortisman	(225.787.190)	(308.658.385)	(553.346.043)	(509.294.000)
Deniz Araçları Toplamı	**6.547.829.120**	**5.012.588.380**	**4.980.114.393**	**4.583.646.000**

Maddi Duran Varlıklar

Maddi duran varlıklar binalar, makine ve ekipmanlar, araçlar, mobilya ve demirbaşlar, özel maliyetler, tarımsal varlıklar ve lastiklerden oluşmaktadır. Maddi duran varlıklarda bulunan arsa ve araziler tarım amaçlı kullanılan varlıklar olup ilgili yıllarda finansal tablolarda gerçeğe uygun değerinden gösterilmektedir. Arsa ve araziler dışında kalan maddi duran varlık kalemleri enflasyona göre endekslenmiş defter değeri üzerinden gösterilmektedir. Maddi duran varlıklar, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 139.406.688 TL, 430.155.346 TL, 412.389.164 TL ve 394.873.080 TL tutarındadır. Maddi duran varlıklarda, 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024 sona eren finansal dönemde görülen %209'luk artış Şirket'in idari ve operasyonel faaliyetlerini yönetmek amacıyla satın almış olduğu yeni ofisinin bakiyesindeki artıştan kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2024'te sona eren finansal döneme kıyasla 31 Aralık 2025'te %4'lük azalış ise lastikler ve demirbaşlar kalemlerinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2025'te sona eren finansal döneme kıyasla 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolardaki %4'lük azalış lastikler ve demirbaş kalemlerinden kaynaklanmaktadır.

Maddi Duran Varlıklar (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Binalar	-	209.930.547	206.285.856	205.469.884
Makine ve Ekipmanlar	125.517	92.491	59.553	51.425
Araçlar	-	-	-	-
Mobilya ve Demirbaşlar	27.809.032	39.395.213	28.979.198	26.504.905
Özel Maliyetler	7.174.564	4.461.484	53.157.921	51.451.955
Tarımsal Varlıklar	-	-	-	-
Lastikler	104.297.575	176.275.611	123.906.636	111.394.911
Toplam Maddi Duran Varlıklar	**139.406.688**	**430.155.346**	**412.389.164**	**394.873.080**

Maddi Olmayan Duran Varlıklar

Maddi olmayan duran varlıklar, Grup'un kullandığı yazılım programlarından oluşmaktadır. Maddi olmayan duran varlıklar, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 2.249.134 TL, 2.226.383 TL, 1.503.000 TL ve 1.475.097 TL olarak gerçekleşmiştir. Maddi olmayan duran varlıklarda, 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %1'lik azalış, 31 Aralık

2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %32'lik azalış ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'da %2'lik azalış gerçekleşmiştir.

Maddi Olmayan Duran Varlıklar (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.249.134	2.226.383	1.503.000	1.475.097

KAYNAKLAR

Intercity Grubu'nun kaynakları, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 46.349.549.776 TL, 42.598.776.149 TL, 40.211.778.130 TL ve 37.804.175.620 TL tutarındadır. Kaynaklarda 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %8'lik azalış, 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %6'lık azalış ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'da %6'lık azalış gerçekleşmiştir. Kısa vadeli yükümlülükler 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla toplam kaynakların %19'unu, %22'sini, %22'sini ve %19'unu oluşturmaktadır. Uzun vadeli yükümlülükler 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla toplam kaynakların %27'sini, %27'sini, %29'unu ve %29'unu oluşturmaktadır. Özkaynaklar, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla toplam varlıkların %54'ünü, %51'ini, %50'sini ve %52'sini oluşturmaktadır.

KAYNAKLAR (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.920.792.286	9.479.362.398	8.650.254.520	7.223.369.915
Kısa Vadeli Yükümlülüklerin Toplam Kaynaklar İçerisindeki Payı Toplam Varlıklar İçerisindeki Payı	*19%*	*22%*	*22%*	*19%*
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12.418.109.440	11.397.085.479	11.513.006.068	10.838.993.268
Uzun Vadeli Yükümlülüklerin Toplam Kaynaklar İçerisindeki Payı Toplam Varlıklar İçerisindeki Payı	*27%*	*27%*	*29%*	*29%*
Özkaynaklar	25.010.648.050	21.722.328.272	20.048.517.542	19.741.812.437
Özkaynakların Toplam Kaynaklar İçerisindeki Payı	*54%*	*51%*	*50%*	*52%*
Toplam Kaynaklar	**46.349.549.776**	**42.598.776.149**	**40.211.778.130**	**37.804.175.620**

Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler

Kısa Vadeli Yükümlülükler

Intercity Grubu'nun kısa vadeli yükümlülükleri, kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısmı, kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, ticari borçlar, diğer borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, ertelenmiş gelir, kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. Kısa vadeli yükümlülükler 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 8.920.792.286 TL, 9.479.362.398 TL, 8.650.254.520 TL ve 7.223.369.915 TL tutarındadır. Kısa vadeli yükümlülüklerde 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %6'lık artış ve 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %9'luk azalış ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'da %16'lık azalış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2024 tarihli finansal tablolardaki artış ise ticari borçlardaki artıştan kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2024'te sona eren finansal döneme kıyasla 31 Aralık 2025'te sona eren finansal dönemdeki azalış ise ticari borçlardan kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2025'te sona eren finansal döneme kıyasla 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolardaki %16'lık azalış ticari borçlardan kaynaklanmaktadır.

Kısa Vadeli Yükümlülükler (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.920.792.286	9.479.362.398	8.650.254.520	7.223.369.915

Uzun Vadeli Yükümlülükler

Intercity Grubu'nun uzun vadeli yükümlülükleri uzun vadeli borçlanmalar, kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, uzun vadeli karşılıklar, ertelenmiş gelirler, diğer uzun vadeli yükümlülükler ve ertelenmiş vergi yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Uzun vadeli yükümlülükler 31

Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 12.418.109.440 TL, 11.397.085.479 TL, 11.513.006.068 TL ve 10.838.993.268 TL tutarındadır. Uzun vadeli yükümlülüklerde 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %8'lik azalış, 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %1'lik artış ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'da %6'lık azalış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2024 tarihli finansal dönemdeki azalış ise uzun vadeli borçlanmalar ve kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülüklerden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2024'te sona eren finansal döneme kıyasla 31 Aralık 2025'te sona eren finansal dönemdeki artış uzun vadeli borçlanmalardan kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2025'te sona eren finansal döneme kıyasla 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolardaki %6'lık azalış uzun vadeli borçlanmalar, kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler ve uzun vadeli karşılıklardan kaynaklanmaktadır.

Uzun Vadeli Yükümlülükler (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12.418.109.440	11.397.085.479	11.513.006.068	10.838.993.268

Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanmalar

Kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları ve uzun vadeli borçlanmalar, Grup'un operasyonel kiralamada kullanılan kara araçlarının alımının finansmanında kullanılan banka kredilerinden oluşmaktadır. Kısa ve uzun vadeli borçlanmalar toplamı, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024,31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 13.085.949.316 TL, 11.832.911.788 TL, 13.461.897.635 TL ve 12.265.374.422 TL tutarındadır. Kısa ve uzun vadeli borçlanmalarda 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %10'luk azalış,31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %14'lük artış ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'da %9'luk azalış gerçekleşmiştir.

Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanmalar (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Kısa Vadeli Borçlanmalar	156.516.891	129.631.213	77.028.000	70.000.000
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	6.606.763.891	5.516.281.382	6.037.860.169	5.620.537.511
Uzun Vadeli Borçlanmalar	6.322.668.534	6.186.999.193	7.347.009.466	6.574.836.911
Toplam Kısa ve Uzun Vadeli Borçlar	**13.085.949.316**	**11.832.911.788**	**13.461.897.635**	**12.265.374.422**

Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler

Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, kısa ve uzun vadeli finansal kiralama borçları ile kısa ve uzun vadeli operasyonel kiralama borçlarından oluşmaktadır.

-Finansal Kiralama Borçları

Grup operasyonel kiralamada kullanılan kara araçları alımını finansal kiralama yoluyla da finanse edebilmektedir. Kısa ve uzun vadeli finansal kiralama borçları toplamı, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 2.402.131.902 TL, 575.245.960 TL, 82.080.413 TL ve 33.264.731 TL tutarındadır. Kısa ve uzun finansal kiralama borçlarında, 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %76'lık azalış, 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %86'lık azalış ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'da sona eren finansal dönemde %59'luk azalış gerçekleşmiştir.

Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler (Finansal Kiralama Borçları) (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Kısa Vadeli Finansal Kiralama Borçları	1.438.162.475	467.607.678	82.080.413	33.264.731

Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler (Finansal Kiralama Borçları) (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Uzun Vadeli Finansal Kiralama Borçları	963.969.427	107.638.282	-	-
Toplam Finansal Kiralama Yükümlülükleri	**2.402.131.902**	**575.245.960**	**82.080.413**	**33.264.731**

-Operasyonel Kiralama Borçları

Kısa ve uzun vadeli operasyonel kiralama borçları, Grup'un TFRS 16 kapsamında kiracı konumunda olduğu operasyonel kiralama sözleşmelerinden kaynaklanan kiralama yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Kısa ve uzun vadeli operasyonel kiralama borçları toplamı, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 20.406.064 TL, 23.851.729 TL, 100.881.562 TL ve 95.162.420 TL tutarındadır. Kısa ve uzun operasyonel kiralama borçlarında 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %17'lik artış, 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %323'lük artış ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'da sona eren dönemde %6'lık azalış gerçekleşmiştir.

Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler (Operasyonel Kiralama Borçları) (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Kısa Vadeli Operasyonel Kiralama Borçları	3.365.862	3.841.258	8.113.246	8.823.101
Uzun Vadeli Operasyonel Kiralama Borçları	17.040.202	20.010.471	92.768.316	86.339.319
Toplam Finansal Kiralama Yükümlülükleri	**20.406.064**	**23.851.729**	**100.881.562**	**95.162.420**

Ticari Borçlar

Ticari borçlar, Grup'un operasyonel kara araçlarının satın alınması, bakım, onarım, sigorta, yönetim ve pazarlama gibi gider kalemlerine ilişkin mal ve hizmet alımlarının yapıldığı tedarikçilere olan borçlardan oluşmaktadır. Ticari borçlar, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 294.756.797 TL, 3.153.191.111 TL, 1.312.552.308 TL ve 285.773.499 TL tutarındadır. Ticari borçlarda 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te %970'lik artış, 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %58'lik azalış ve 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'te %78'lik azalış gerçekleşmiştir. Ticari borçların bakiyesi ağırlıklı olarak araç satın alım bakiyelerinden oluşmaktadır. Grup, araç tedarikçileri ile peşin çalışırken diğer tedarikçiler ile ortalama 30 gün vade ile çalışmaktadır. Ticari borçların bakiyesi dönem sonunda satın alınan araçların adetlerine göre artış ya da azalış yönünde değişebilmektedir. Bunun nedeni satın alınan araçların faturalama süreçleri genellikle ay sonlarında olurken kredilendirme süreçlerinin sonraki ayda gerçekleşebilmesidir. Bu durum ticari borçların bilanço içerisindeki ağırlığını ve önceki yıllara göre değişimini etkileyebilmektedir. İlişkili taraflara olan ticari borçlar, Aralık Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.'ye kasko ve trafik sigortası poliçe borçları, Haziran Araç Servis Ekspertiz Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye araç bakım onarım borçları ve Akyacht Yatçılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye deniz aracı bakım onarım borçlarından oluşmaktadır.

Ticari borçlar (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	121.045.290	306.511.969	214.560.424	262.502.000
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	173.711.507	2.846.679.142	1.097.991.884	23.271.499
Toplam Ticari Borçlar	**294.756.797**	**3.153.191.111**	**1.312.552.308**	**285.773.499**

Özkaynaklar

Grup'un özkaynakları, ödenmiş sermaye, sermaye düzeltme farkları, kâr veya zararda sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler), kâr veya zararda sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler), ortak kontrole tâbi işletme birleşmeleri, kârdan ayrılmış kısıtlanmış yedekler, geçmiş yıllar kârları ve net dönem kârından oluşmaktadır. Özkaynaklar toplamı,

31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 25.010.648.050 TL, 21.722.328.272 TL, 20.048.517.542 TL ve 19.741.812.437 TL tutarındadır. Özkaynaklarda 31 Aralık 2023'e kıyasla 31 Aralık 2024'te ise %13'lük azalış ve 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te %8'lik azalış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2025'e kıyasla 31 Mart 2026'da %2'lik azalış gerçekleşmiştir.

Özkaynaklar (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2026
Özkaynaklar	25.010.648.050	21.722.328.272	20.048.517.542	19.741.812.437

4.2. Gelir Tablosu

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş konsolide gelir tablosu kalemleri aşağıda yer almaktadır.

(TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	31 Aralık 2025	31 Mart 2025	31 Mart 2026
Hasılat	16.058.546.333	15.903.465.377	15.361.882.723	2.641.919.404	2.891.487.512
Satışların Maliyeti (-)	(10.524.307.381)	(15.022.273.316)	(14.402.223.666)	(2.137.821.949)	(2.091.956.878)
Brüt kâr	**5.534.238.952**	**881.192.061**	**959.659.057**	**504.097.455**	**799.530.634**
-Genel Yönetim Giderleri (-)	(899.502.592)	(803.185.551)	(828.698.883)	(268.897.606)	(167.017.833)
-Satış ve Pazarlama Giderleri (-)	(11.202.948)	(43.521.164)	(18.623.577)	(2.791.655)	(3.742.473)
-Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	48.724.522	68.572.864	40.624.120	21.285.524	10.954.235
-Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(16.966.516)	(38.975.991)	(41.081.255)	(31.650.872)	(36.383.918)
Esas Faaliyet Kârı	**4.655.291.418**	**64.082.219**	**111.879.462**	**222.042.846**	**603.340.645**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	61.720.954	207.593.103	365.773.486	87.809.515	184.236.047
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı	**4.717.012.372**	**271.675.322**	**477.652.948**	**309.852.361**	**787.576.692**
Finansman Gelirleri	24.551.061	5.265.729	1.711.068	563.563	120.062
Finansman Giderleri (-)	(4.175.360.107)	(6.322.746.555)	(6.378.204.810)	(1.754.099.325)	(1.557.864.364)
Net Parasal Pozisyon Kazançları/(Kayıpları)	5.107.364.566	3.524.382.019	2.838.954.344	1.033.510.275	960.252.743
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı/(Zararı)	**5.673.567.892**	**(2.521.423.485)**	**(3.059.886.450)**	**(410.173.126)**	**190.085.133**
Dönem Vergi Giderleri (-)	-	-	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	(1.145.547.725)	157.791.865	882.262.959	24.415.152	(108.496.073)
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kârı/(Zararı)	**4.528.020.167**	**(2.363.631.620)**	**(2.177.623.491)**	**(385.757.974)**	**81.589.060**
Durdurulan Faaliyetler Dönem Kârı/(Zararı)	**(20.004.134)**	-	-	-	-
Dönem Kârı/(Zararı)	**4.508.016.033**	**(2.363.631.620)**	**(2.177.623.491)**	**(385.757.974)**	**81.589.060**
DÖNEM KARININ DAĞILIMI	-	-	-	-	-
Azınlık Payları	-	-	-	-	-
Ana Ortaklık Payları	-	-	-	-	-
Pay Başına Kazanç	**0,0644**	**(0,0338)**	**(0,0311)**	**(0,0055)**	**0,0012**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Grup'un net satışları 31 Aralık 2024 tarihinde sona eren finansal dönemde %1'lik azalışla 15.903.465.377 TL'ye düşmüş, 31 Aralık 2025 tarihinde sona eren finansal dönemde ise 31 Aralık 2024 tarihinde sona eren finansal dönemdeki 15.903.465.377 TL'ye kıyasla %3'lük azalışla 15.361.882.723 TL'ye düşmüştür. Grup'un net satışları 31 Mart 2026 tarihinde sona eren finansal dönemde 31 Mart 2025 tarihinde sona eren finansal dönemdeki 2.641.919.404 TL'ye kıyasla %9'luk artışla 2.891.487.512 TL'ye yükselmiştir. Grup gelirlerinin üç ana kaleminden biri olan araç kiralama gelirleri, 2024 yılında %18 artış, 31 Aralık 2025 tarihinde 31 Aralık 2024 tarihine kıyasla %11 artış ve 31 Mart 2026 tarihinde 31 Mart 2025 tarihine kıyasla %9 azalış göstermiştir.

Grup gelirlerinin diğer önemli kalemlerinden biri olan araç satış gelirleri, 2024 yılında %7'lik 2025 yılında ise %11'lik azalış göstermiştir. (2023 yılı: 6.868 adet, 2024 yılı: 7.844, 2025 yılı: 7.962 2026 yılı:1.356 adet). 2023 yılının son çeyreğinden itibaren kamu otoritesinin uygulamış olduğu regülasyonlar, kredi faiz oranlarındaki artış ile 0 km araçların bulunabilirliğindeki artış ve son kullanıcıların ikinci el araçlara yatırım amaçlı olarak yönelmiyor olması ikinci el araçlara olan talebin ve buna bağlı olarak ikinci el araç satış fiyatlarının reel olarak gerilemesine neden olmuştur. Bu durum 31 Aralık 2024 ve 31 Aralık 2025 tarihli finansal tablolarda itibarıyla ikinci el satış gelirlerinin düşmesine neden olmuştur.
Grup'un üçüncü gelir kalemi süperyatın ulusal ve uluslararası sularda kiralanmasıdır. Bu kapsamda 31 Aralık 2023'te 249.037.806 TL, 31 Aralık 2024'te 264.946.162 TL, 31 Aralık 2025'te 233.291.660 TL, 31 Mart 2025'te 0 TL ve 31 Mart 2026'da 0 TL kiralama geliri elde etmiştir. Akdeniz bölgesi için kiralama sezonu Haziran ayında başlamaktadır. Karayip ve Bahamalar'da kiralamalar ise Aralık sonu itibarıyla bitmektedir. Victorious, ilk sezonu olan 2022 yılında toplam 50 gün, ikinci sezonu olan 2023 yılında toplam 40 gün, üçüncü sezonu olan 2024 yılında toplam 53 gün, dördüncü sezonu olan 2025 yılında 39 gün kiralama gerçekleştirmiştir. Victorious beşinci sezonu olan 2026 yılında kiralama faaliyetinde bulunulmamıştır.

Net Satışlar (TL)	31 Aralık 2023	%	31 Aralık 2024	%	31 Aralık 2025	31 Mart 2025	%	31 Mart 2026
Motorlu Taşıt Satışından Elde Edilen Gelir	10.710.971.027	(7)	9.936.381.848	(11)	8.863.865.898	999.968.780	39	1.387.459.230
Operasyonel Kiralama Sözleşmelerinden Sağlanan Gelir	4.756.306.418	18	5.589.879.163	11	6.196.678.815	1.635.688.865	(9)	1.495.530.938
Servis Gelirleri	134.349.467	(8)	124.148.237	(2)	121.488.715	28.583.648	(14)	24.475.969
Deniz Araçları Kiralama Gelirleri	249.037.806	6	264.946.162	(12)	233.291.660	-	-	-
Diğer Satışlar	286.943.893	(83)	48.150.421	(70)	14.466.204	3.474.284	(43)	1.974.136
Satış İndirimleri (-)	(79.062.278)	(24)	(60.040.454)	13	(67.908.569)	(25.796.173)	(30)	(17.952.761)
Net Satışlar	16.058.546.333	(1)	15.903.465.377	(3)	**15.361.882.723**	**2.641.919.404**	**9**	**2.891.487.512**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde 10.524.307.381 TL olan satışların maliyeti, 31 Aralık 2024'te %43'lük artışla 15.022.273.316 TL'ye ulaşmış, 31 Aralık 2025 tarihinde sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2024'e göre %4'lük azalışla 14.402.223.666 TL'ye düşmüştür. Bununla birlikte 31 Mart 2026 tarihinde sona eren finansal dönemde ise 31 Mart 2025 tarihinde sona eren finansal döneme göre %2'lik azalışla 2.091.956.878 TL'ye düşmüştür.
31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025, 31 Mart 2025 ve 31 Mart 2026'daki satışların toplam maliyetinin hasılata oranı sırasıyla %66, %94, %94, %81 ve %72 olarak gerçekleşmiştir.
31 Aralık 2024'te görülen artışta özellikle amortisman giderlerindeki yüksek tutardaki artışın önemli etkisi olmuştur. Şirket 2024 yılının son çeyreğindeki ikinci el araç piyasasında gerçekleşen fiyatlama eğilimine göre filoda yer alan araçların üç yıl sonraki kalıntı değerlerini mevcut ikinci el piyasa koşullarına göre tekrar gözden geçirmiştir.
Bağımsız denetçi raporunda, Grup'un operasyonel kiralamaya konu kara araçlarının kalıntı değerlerinin belirlenmesi 'Kilit Denetim Konusu' olarak değerlendirilmiştir. Söz konusu kalıntı değerler, kiralama süresi sonunda araçların elden çıkarılmasına ilişkin beklenen tahsilat tutarına ve buna bağlı olarak ayrılan amortisman tutarlarına etki etmekte olup; geçmiş satış tecrübeleri, piyasa koşulları ve yönetimin tahmin ve yargılarına dayanması nedeniyle önemli muhasebe tahmini niteliğindedir. 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla operasyonel kiralamada kullanılan kara araçlarının tutarı 28.159.577.936 TL olup, Grup'un toplam varlıklarının yaklaşık %74'ünü oluşturmaktadır. Bağımsız denetim kapsamında, kalıntı değerlerin hesaplanmasına ilişkin süreç ve varsayımlar değerlendirilmiş; seçilen örneklem bazında fiili satışlarla karşılaştırmalar yapılmış ve uygun görülen bağımsız veri kaynaklarıyla kıyaslamalar gerçekleştirilmiştir.
Araçların üç yıl sonraki kalıntı değerlerinin doğru tahmin edilebilmesi için mevcut piyasa koşullarındaki trend ile uyumlu bir şekilde ihtiyatlı davranılarak araçlar için ayrılan amortisman tutarı artırılmıştır. 31 Aralık 2024'e kıyasla 31 Aralık 2025'te görülen artışta piyasa koşullarının önemli etkisi olmuştur.

(TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	Değişim (%) (31 Aralık 2023 - 31 Aralık 2024)	31 Aralık 2025	Değişim (%) (31 Aralık 2024 - 31 Aralık 2025)	31 Mart 2025	31 Mart 2026	Değişim (%) (31 Mart 2025 - 31 Mart 2026)
Motorlu Araç Satışlarının Maliyeti	7.501.464.526	9.814.894.152	31	8.845.780.043	(10)	1.083.727.025	1.335.239.728	23
Amortisman Giderleri	1.050.854.374	3.294.531.091	214	3.710.663.240	13	688.071.032	492.447.791	(28)
Tamir, sigorta ve onarım giderleri	1.261.387.887	1.521.061.820	21	1.459.525.094	(4)	226.207.086	228.919.011	1
Motorlu taşıtlar vergisi	472.806.830	227.018.413	(52)	218.425.221	(4)	56.026.905	13.390.196	(76)
Stok değer düşüklüğü, net	(333.288)	33.562.647	10.170	18.610.308	(45)	17.330.924	(4.807.181)	(128)
Deniz araçları kiralama, tamir bakım ve onarım giderleri	79.656.387	57.391.614	(28)	64.932.972	13	-	-	-
Diğer giderler	158.470.665	73.813.579	(53)	84.286.788	14	66.458.977	26.767.333	(60)
Satışların Maliyeti Toplamı	**10.524.307.381**	**15.022.273.316**	**43**	**14.402.223.666**	**(4)**	**2.137.821.949**	**2.091.956.878**	**(2)**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Grup'un brüt kârı 31 Aralık 2024'te %84'lük bir azalışla 881.192.061 TL'ye düşmüş, 31 Aralık 2025'te ise %9'luk artışla 959.659.057 TL'ye yükselmiştir. 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025, 31 Mart 2025 ve 31 Mart 2026 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerde brüt kâr marjı sırasıyla, %34, %6, %6, %19 ve %28 olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılına kıyasla 2024 ve 2025 yıllarındaki amortisman giderlerindeki artış brüt kâr marjının düşmesine neden olmuştur. 31 Mart 2026 tarihinde sona eren finansal dönemde ise 31 Mart 2025 tarihinde sona eren finansal döneme göre %59'luk artıştan kaynaklanmaktadır.

Bürüt Kar (TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	Değişim (%) (31 Aralık 2023 - 31 Aralık 2024)	31 Aralık 2025	Değişim (%) (31 Aralık 2024 - 31 Aralık 2025)	31 Mart 2025	31 Mart 2026	Değişim (%) (31 Mart 2025 - 31 Mart 2026)
Brüt Kâr	5.534.238.952	881.192.061	(84)	959.659.057	9	504.097.455	799.530.634	59
Brüt Kâr Marjı	34	6	(84)	6	-	19	28	47

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Genel yönetim giderleri, 31 Aralık 2024'te %11'lik bir azalışla 803.185.551 TL'ye düşmüş, 31 Aralık 2025'te %3'lük artışla 828.698.883 TL'ye ulaşmıştır. 31 Mart 2026 tarihinde sona eren dönemde 31 Mart 2025 tarihinde sona eren finansal döneme kıyasla %38'lik azalışla 167.017.833 TL'ye düşmüştür. Genel yönetim giderlerinin önemli bir kısmını personel ücret giderleri, acente hizmet giderleri, ofis giderleri ve danışmanlık giderlerinden oluşmaktadır. Etkin maliyet kontrolleri neticesinde, 31 Aralık 2024 tarihinde sona eren finansal dönemde genel yönetim giderlerinde %11 azalış 31 Aralık 2025 tarihinde sona eren finansal dönemde sadece %3'lük artış, 31 Mart 2025 tarihinde sona eren finansal döneme kıyasla 31 Mart 2026 tarihinde sona eren finansal dönemde %38'lik azalış gerçekleşmiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

(TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	Değişim (%) (31 Aralık 2023 - 31 Aralık 2024)	31 Aralık 2025	Değişim (%) (31 Aralık 2024 - 31 Aralık 2025)	31 Mart 2025	31 Mart 2026	Değişim (%) (31 Mart 2025 - 31 Mart 2026)
Personel Ücret Giderleri	344.236.096	339.843.610	(1)	399.809.150	18	110.311.307	92.400.722	(16)
Acente Hizmet Giderleri	270.650.108	249.885.772	(8)	272.533.504	9	108.337.244	37.347.959	(66)
Ofis Giderleri	88.726.818	54.052.060	(39)	38.218.084	(29)	10.070.136	10.679.185	6
Danışmanlık giderleri	75.665.016	70.600.286	(7)	69.836.863	(1)	16.046.523	11.082.462	(31)
Personel Yemek Giderleri	33.330.537	20.631.449	(38)	21.112.492	2	7.841.749	5.281.665	(33)
Elektrik, Isıtma ve Temizlik Giderleri	26.411.511	7.311.989	(72)	2.797.353	(62)	1.272.878	432.067	(66)
Şehir İçi Yol Giderleri	11.674.409	4.530.186	(61)	2.006.108	(56)	30.893	374.094	1.111
Haberleşme Giderleri	2.218.544	3.600.748	62	4.017.461	12	1.129.909	1.217.831	8
Kırtasiye giderleri	1.734.071	1.260.638	(27)	991.371	(21)	228.746	180.189	(21)
Diğer Giderler	44.855.482	51.468.813	15	17.376.497	(66)	13.628.221	8.021.659	(41)
Genel Yönetim Giderleri Toplamı	**899.502.592**	**803.185.551**	**(11)**	**828.698.883**	**3**	**268.897.606**	**167.017.833**	**(38)**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Satış ve pazarlama giderleri, 31 Aralık 2024'te %288'lik bir artışla 43.521.164 TL'ye ulaşmış, 31 Aralık 2025'te %57'lik azalışla 18.623.577 TL'ye düşmüş ve 31 Mart 2026 tarihinde sona eren finansal dönemde 31 Mart 2025 tarihinde sona eren finansal döneme kıyasla %34'lük bir artışla 3.742.473 TL'ye ulaşmıştır. Pazarlama giderlerinin önemli bir kısmı reklam ve tanıtım giderlerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2023 ve 31 Mart 2026 tarihleri arasında görülen artış ve azalışlar reklam ve tanıtım faaliyetlerinin dönemsel olarak değişiklik göstermesinden kaynaklanmaktadır.

(TL)	31 Aralık 2023	31 Aralık 2024	Değişim (%) (31 Aralık 2023 - 31 Aralık 2024)	31 Aralık 2025	Değişim (%) (31 Aralık 2024 - 31 Aralık 2025)	31 Mart 2025	31 Mart 2026	Değişim (%) (31 Mart 2025 - 31 Mart 2026)
Reklam ve Tanıtım Giderleri	10.858.775	40.966.426	277	18.063.113	(56)	2.791.655	3.452.006	24
Diğer Giderler	344.173	2.554.738	642	560.464	(78)	-	290.467	100
Pazarlama Giderleri Toplamı	**11.202.948**	**43.521.164**	**288**	**18.623.577**	**(57)**	**2.791.655**	**3.742.473**	**34**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in finansal borçları incelendiğinde, toplam finansal borç tutarının 2023 yılında 15,5 milyar TL seviyesinde gerçekleştiği, 2024 yılında 12,4 milyar TL seviyesine gerilediği, 2025 yılında ise 13,5 milyar TL seviyesine yükseldiği görülmektedir. 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla toplam finansal borçlar 12,3 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Finansal borç yapısı ağırlıklı olarak uzun vadeli borçlanmalar ile uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımlarından oluşmaktadır. İncelenen dönemler boyunca kısa vadeli borçlanmaların toplam finansal borçlar içerisindeki payının sınırlı seviyelerde kaldığı görülmektedir. Bu durum, Şirket'in borçlanma yapısının ağırlıklı olarak orta ve uzun vadeli finansman kaynaklarına dayandığını göstermektedir.

Nakit ve nakit benzerleri incelendiğinde, 2023 yılında 2,0 milyar TL seviyesinde gerçekleşen nakit varlıkların 2024 yılında 1,6 milyar TL seviyesine gerilediği, 2025 yılında ise 3,1 milyar TL seviyesine yükseldiği görülmektedir. 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla nakit ve nakit benzerleri 2,6 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Net borç pozisyonu incelendiğinde ise, 2023 yılında 13,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşen net borcun 2024 yılında 10,8 milyar TL seviyesine, 2025 yılında 10,5 milyar TL seviyesine gerilediği görülmektedir. 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla net borç tutarı 9,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna göre Şirket'in net borçluluğunda incelenen dönem boyunca genel olarak aşağı yönlü bir eğilim olduğu ve nakit yaratma kapasitesindeki iyileşmeye paralel olarak borçluluk seviyesinin kademeli şekilde azaldığı görülmektedir.
Genel olarak değerlendirildiğinde, Şirket'in finansal borçlarının önemli kısmının uzun vadeli nitelikte olduğu, net borç seviyesinin ise dönemler itibarıyla azalış eğilimi gösterdiği görülmektedir. Bu durum, Şirket'in finansman yapısının vade dağılımı açısından dengeli bir görünüm sergilediğine işaret etmektedir.

Borçluluk Yapısı (TL)	2023	2024	2025	03/2026
Finansal borçlar toplamı	**15.488.081.218**	**12.408.157.721**	**13.543.978.048**	**12.298.639.153**
Kısa vadeli borçlanmalar	156.516.891	129.631.213	77.028.000	70.000.000
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	6.606.763.891	5.516.281.382	6.037.860.169	5.620.537.511
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler (kısa vadeli)	1.441.528.337	471.448.936	90.193.659	42.087.832
Kısa vadeli operasyonel kiralama borçları (-)	*3.365.862*	*3.841.258*	*8.113.246*	*8.823.101*
Uzun vadeli borçlanmalar	6.322.668.534	6.186.999.193	7.347.009.466	6.574.836.911
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler (uzun vadeli)	981.009.629	127.648.753	92.768.316	86.339.319
Uzun vadeli operasyonel kiralama borçları (-)	*17.040.202*	*20.010.471*	*92.768.316*	*86.339.319*
Nakit ve nakit benzerleri	**1.986.625.366**	**1.644.222.588**	**3.064.410.456**	**2.627.227.283**
Net borç	**13.501.455.852**	**10.763.935.133**	**10.479.567.592**	**9.671.411.870**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Vakıf Yatırım

5. Değerleme

5.1. Değerleme Yöntemleri

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen temel değerleme yaklaşımlarının tamamı dikkate alınmıştır. Söz konusu temel değerleme yaklaşımları aşağıda yer almaktadır.

- **Pazar Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 20.1. maddesi uyarınca pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder.

- **Gelir Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 40.1. maddesi uyarınca gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

- **Maliyet Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 60.1. maddesi uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Şirket'in kuruluş döneminde olmaması ve bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle Maliyet Yaklaşımı dikkate alınmış ancak değer tespitinde kullanılmamıştır. Diğer yandan, Şirket

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Eski Büyükdere Caddesi Park Plaza Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 35 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 352227
Boğaziçi Kurumlar V.D. 9270068159
Mersis No: 0-9270-0681-5900017

Özsermaye Değerinin tespitinde "Gelir Yaklaşımı" ve "Pazar Yaklaşımı" dikkate alınmış ve kullanılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.1. maddesinde belirtildiği üzere gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmakta olup, Şirket değerlemesinde "Gelir Yaklaşımı" kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır. Halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması nedeniyle değer tespitinde "Pazar Yaklaşımı" bir diğer yöntem olarak kullanılmış, bu kapsamda "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" (Çarpan Analizi) dikkate alınmıştır.

5.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kapsamında, Şirket için 2026 ile 2034 yılı sonuna kadar olan dönemi kapsayan ("Projeksiyon Dönemi") nakit akımları tahmin edilmiştir. Projeksiyonlar, Şirket'in geçmiş finansal performansı, mevcut faaliyet yapısı, iş modeli, sözleşmeleri ve sektörel dinamikler dikkate alınarak oluşturulmuştur.

Şirket, 2023, 2024, 2025 yılları ve 2026 yılının ilk üç ayına ait finansal tablolarını, TMS 29 - Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Standardı kapsamında hazırlamıştır. TMS 29 uyarınca düzenlenen finansal tablolar, parasal olmayan kalemlerin enflasyona göre düzeltilmesini ve raporlama dönemleri arasında karşılaştırılabilirliğin sağlanmasını amaçlamakta olup, söz konusu tablolar reel (enflasyondan arındırılmış) veriler içermektedir.

Bu çerçevede, TMS 29 uygulanmış (reel) finansal tablolar esas alınarak, nominal Türk Lirası bazında bir İNA modeli kurulmasının, metodolojik tutarlılık açısından sağlıksız ve yanıltıcı sonuçlar doğurabileceği değerlendirilmiştir. Zira reel bazda düzeltilmiş finansal veriler ile nominal varsayımlar içeren projeksiyonların birlikte kullanılması, nakit akışları ile iskonto oranı arasında uyumsuzluk yaratma riski taşımaktadır.

Bu değerlendirme, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri kapsamında yer alan ve "kullanılan para biriminin seçiminin enflasyon ve risk ile ilgili varsayımları doğrudan etkileyebileceğini, özellikle gelişmekte olan pazarlar ve yüksek enflasyon ortamlarında bu hususun kritik önem taşıdığını" vurgulayan açıklamalar ile de uyumludur.

Öte yandan, Şirket'in faaliyet konusu kapsamında satın aldığı 0 km araçların önemli bir kısmının yurt dışından ithal edilmesi, söz konusu araçların satın alma bedellerinin fiilen Avro para birimine endeksli olmasına neden olmaktadır. Şirket'in ana faaliyet kalemlerinden biri olan araç kiralama hizmetlerinde uygulanan kira bedellerinin belirlenmesinde, araçların satın alma maliyetleri temel referans noktası olarak dikkate alınmaktadır. Bu kapsamda, 0 km araç alım fiyatlarındaki Avro bazlı değişimler, doğrudan araç kira fiyatlarına yansımaktadır.

Buna ek olarak, Şirket'in faaliyet döngüsünün önemli bir parçasını oluşturan ikinci el araç satış fiyatları da, piyasa dinamikleri gereği, 0 km araçların alım fiyatlarıyla yüksek korelasyon göstermektedir. Dolayısıyla, Avro bazlı araç maliyetleri; hem kira gelirlerinin hem de ikinci el satış hasılatının oluşumunda belirleyici bir unsur niteliği taşımaktadır.

Bu nedenlerle, Şirket'in iş modelinin temel belirleyicisinin 0 km araç alım fiyatları olması, söz konusu araçların büyük ölçüde Avro cinsinden ithal edilmesi ve bu durumun hem kira gelirlerini hem de ikinci el satış gelirlerini doğrudan etkilemesi dikkate alınarak, İndirgenmiş Nakit Akımları modeli Avro bazlı olarak hazırlanmıştır. Böylelikle, projeksiyonlar ile kullanılan iskonto oranı arasında enflasyon ve kur etkilerinden kaynaklanan uyumsuzlukların minimize edilmesi, nakit akışlarının ekonomik gerçekliğe daha uygun şekilde yansıtılması ve değerleme sonuçlarının daha sağlıklı ve tutarlı olması amaçlanmıştır.

5.1.1.1. Projeksiyonlar

5.1.1.1.2. Net Satış Gelirleri Projeksiyonu

Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kapsamında hazırlanan net satış gelirleri projeksiyonunda, Şirket'in faaliyet yapısı, gelir yaratma modeli ve tarihsel finansal performansı dikkate alınarak dört ana gelir kalemi esas alınmıştır. Söz konusu gelir kalemleri, Şirket'in ana faaliyet

alanları ile doğrudan ilişkili olup, her biri için ayrı varsayımlar ve projeksiyon parametreleri oluşturulmuştur.

Bu kapsamda net satış gelirleri projeksiyonunda dikkate alınan gelir kalemleri aşağıda özetlenmektedir:

İkinci El Araç Satış Gelirleri:
Şirket, operasyonel kiralama faaliyetleri kapsamında belirli bir kullanım süresini tamamlayan araçlarını ikinci el piyasasında satışa konu etmektedir. Bu gelir kalemi, filonun yenilenme döngüsü, araçların kullanım süresi, ikinci el piyasa koşulları ve 0 km araç alım fiyatlarındaki gelişmeler ile yakından ilişkilidir. İkinci el araç satış gelirleri projeksiyonu; projeksiyon döneminde öngörülen filo büyüklüğü, yıllık satışa konu edilecek araç adedi ve araç başına beklenen ortalama satış fiyatları dikkate alınarak oluşturulmuştur.

Operasyonel Araç Kiralama Gelirleri:
Şirket'in ana gelir kalemini oluşturan operasyonel araç kiralama gelirleri, projeksiyon döneminde öngörülen ortalama filo büyüklüğü, araç başına aylık kira bedelleri ve doluluk oranları esas alınarak hesaplanmıştır. Kira gelirleri; 0 km araç alım maliyetleri, finansman koşulları, piyasa talebi ve rekabet dinamikleri dikkate alınarak belirlenmiş olup, araçların Avro bazlı satın alma maliyetleri ile yüksek korelasyon göstermektedir.

Yat Kiralama Gelirleri:
Şirket'in faaliyet çeşitlendirme stratejisi kapsamında yürütülen yat kiralama faaliyetlerinden elde edilen gelirler, söz konusu varlıkların kapasitesi, sezonluk doluluk oranları, kira süreleri ve piyasa koşulları göz önünde bulundurularak projekte edilmiştir. Yat kiralama gelirleri, toplam gelirler içerisinde sınırlı bir paya sahip olmakla birlikte, faaliyetlerin sürekliliği ve gelir çeşitliliği açısından projeksiyona dahil edilmiştir.

Diğer Gelirler (Yan Faaliyet Gelirleri):
Şirket'in ana faaliyetleri ile doğrudan ilişkili olan diğer gelirler; servis gelirleri, alt kiralama gelirleri ve satış indirimleri (-) gibi kalemlerden oluşmaktadır. Bu gelirler, operasyonel araç kiralama faaliyetlerinin doğal bir uzantısı niteliğinde olup, projeksiyon döneminde ana faaliyet hacmiyle uyumlu bir şekilde tahmin edilmiştir.

Sonuç olarak, net satış gelirleri projeksiyonu; Şirket'in operasyonel araç kiralama faaliyetleri merkezinde şekillenen iş modeli, filo büyüklüğü projeksiyonları ve ikinci el satış döngüsü esas alınarak oluşturulmuş; gelir kalemleri arasındaki nedensel ilişki gözetilerek, İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan nakit akışı tahminlerinin gerçekçi, tutarlı ve sürdürülebilir olmasına özen gösterilmiştir.

Filo Tahmini

Şirket'in filo büyüklüğü, faaliyet modelinin temel belirleyicilerinden biri olup; kira gelirlerinin, operasyonel ölçeğin ve ikinci el satış hacminin oluşumunda doğrudan etkili bir parametre niteliği taşımaktadır. Bu kapsamda, Şirket'in tarihsel filo büyüklüğü gelişimi ile mevcut operasyonel kapasitesi birlikte değerlendirilerek projeksiyon dönemi varsayımları oluşturulmuştur.

Şirket'in filo büyüklüğü 2023 yılsonu itibarıyla 21.203 adet, 2024 yılsonu itibarıyla 19.852 adet, 2025 yılsonu itibarıyla 17.441 adet ve 2026 yılının ilk çeyreğinde 16.614 adet seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu düşüş eğilimi; ağırlıklı olarak son yıllarda uygulanan yüksek finansman maliyetleri, araç tedarik maliyetlerindeki artış, makroekonomik dalgalanmalar ve operasyonel risklerin yönetilmesi amacıyla filonun daha verimli bir yapıya dönüştürülmesi stratejilerinin bir sonucu olarak değerlendirilmiştir.

Öte yandan, Şirket'in tarihsel performansı incelendiğinde, 2016 yılında 45.571 adet filo büyüklüğü ile tarihsel olarak en yüksek seviyeye ulaştığı görülmektedir. Bu veri, Şirket'in operasyonel altyapısının, yönetim kapasitesinin ve iş modelinin, uygun piyasa koşulları altında mevcut ölçeğin oldukça üzerinde bir filo büyüklüğünü yönetebilecek kabiliyete sahip olduğunu göstermesi açısından referans teşkil etmektedir.

YAKIP YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Asat Mah. Eski Büyükdere Caddesi Park Maya Sitesi
F-A Blok Kat:18 Beşiktaş İSTANBUL
İstanbul Ticaret Sicil No: 377278
Boğaziçi Kurumlar V.D. 8[illegible]
Mersis No: 0-[illegible]

Bu çerçevede, projeksiyon döneminde Şirket'in filo büyüklüğünün; kademeli ve kontrollü bir büyüme stratejisi izlenerek 2031 yılına kadar artış göstereceği, bu tarihte yaklaşık 25.827 adet seviyesine ulaşacağı, izleyen yıllarda ise filo yenileme politikaları, ikinci el satış döngüsü ve talep koşullarındaki olası normalleşme çerçevesinde kademeli bir gerileme ile 22.327 adet seviyesinde dengeleneceği öngörülmüştür.

Filo büyüklüğü projeksiyonunda kullanılan yıllık bileşik büyüme oranı %2,5 olarak belirlenmiş olup, söz konusu oran ihtiyatlılık ilkesi doğrultusunda, Şirket'in geçmişte ulaştığı en yüksek filo büyüklüğü, mevcut operasyonel ölçeği, sektörel büyüme beklentileri ve makroekonomik dalgalanmalar dikkate alınarak muhafazakâr bir seviyede tutulmuştur.

Nitekim, Şirket'in 2016 yılında 45.571 adetlik filo büyüklüğüne ulaşmış olması dikkate alındığında, projeksiyon döneminde öngörülen en yüksek filo büyüklüğünün 25.827 adet ile tarihsel zirvenin yaklaşık %56'sı seviyesinde kalması, yapılan varsayımların agresif büyüme içermediğini, aksine mevcut kapasite ve piyasa koşullarıyla uyumlu, makul ve temkinli bir çerçevede oluşturulduğunu göstermektedir.

Sonuç olarak, filo büyüklüğü projeksiyonu; Şirket'in tarihsel operasyonel kapasitesi, mevcut filo ölçeği, finansman koşulları, araç tedarik dinamikleri ve talep tarafındaki gelişmeler birlikte değerlendirilerek belirlenmiş olup, İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan nakit akışı tahminlerinin gerçekçi ve sürdürülebilir bir zemine oturtulmasını amaçlamaktadır.

2023 yılı için %90,0, 2024 yılı için %86,0, 2025 yılı için %87,8 ve 2026 yılının ilk çeyreğinde %91,4 oranında gerçekleşen gelir getiren araç (araç filosunda, sözleşmeli kirada olan ve kira geliri getiren araçlar) oranının 2026-2034 döneminde %87,9 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır.

Filo Tarihsel Gelişimi	2023	2024	2025	2026/03
Dönem Başı Filo	**20.899**	**21.203**	**19.852**	**17.441**
Satılan Araç	6.868	7.844	7.962	1.356
Alınan Araç	7.172	6.493	5.551	529
Dönem Sonu Filo	**21.203**	**19.852**	**17.441**	**16.614**
Kiradaki Araç Sayısı	19.089	17.080	15.307	15.184
Gelir Getiren Araç Oranı (%)	90,0%	86,0%	87,8%	91,4%

Kaynak: Şirket

Filo Tarihsel Gelişimi	2026T	2027T	2028T	2029T
Dönem Başı Filo	**17.441**	**16.027**	**19.151**	**20.351**
Satılan Araç	6.414	3.376	6.300	5.524
Alınan Araç	5.000	6.500	7.500	8.500
Dönem Sonu Filo	**16.027**	**19.151**	**20.351**	**23.327**
Kiradaki Araç Sayısı	14.095	16.842	17.897	20.515
Gelir Getiren Araç Oranı (%)	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

Filo Tarihsel Gelişimi	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Dönem Başı Filo	**23.327**	**25.827**	**25.327**	**23.827**	**22.327**
Satılan Araç	6.500	7.500	8.500	9.000	7.000
Alınan Araç	9.000	7.000	7.000	7.500	7.000
Dönem Sonu Filo	**25.827**	**25.327**	**23.827**	**22.327**	**22.327**
Kiradaki Araç Sayısı	22.713	22.273	20.954	19.635	19.635
Gelir Getiren Araç Oranı (%)	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

Operasyonel Araç Kiralama Gelirleri

Şirket'in operasyonel araç kiralama faaliyetlerinde ortalama kiralama süresi 36 ay olup, bu süre Şirket'in filo yenileme politikası, müşteri sözleşme yapısı ve sektörel uygulamalar ile uyumludur. Operasyonel araç kiralama gelirleri, Şirket'in ana faaliyet gelirlerini oluşturmakta olup, kiradaki araç sayısı ve araç başına ortalama kira geliri temel belirleyici değişkenlerdir.

Bu kapsamda, operasyonel araç kiralama gelirleri; projeksiyon döneminde kirada bulunan araç sayısının, araç başına aylık ortalama kira geliri ile çarpılması suretiyle hesaplanmıştır. Kiradaki araç sayısı, filo büyüklüğü projeksiyonları ve ortalama kiralama süresi dikkate alınarak belirlenmiş; böylelikle gelir tahminlerinin operasyonel gerçeklik ile uyumlu olması amaçlanmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca araç başına ortalama kira geliri, Şirket'in maliyet yapısının ve gelir dinamiklerinin büyük ölçüde Avro bazlı araç tedarik maliyetlerine dayanması nedeniyle, Avro Bölgesi Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) artış oranları doğrultusunda güncellenmiştir. Söz konusu enflasyon varsayımları, S&P Capital IQ platformu üzerinden elde edilen ortalama ekonomist tahminlerine dayanmaktadır. Bu yaklaşım ile, kira gelirlerinin hem maliyet enflasyonu hem de piyasa fiyatlama davranışları ile tutarlı bir şekilde projekte edilmesi hedeflenmiştir.

Sonuç olarak, operasyonel araç kiralama gelirleri projeksiyonu; 36 aylık ortalama kiralama süresi, filo büyüklüğü varsayımları, Avro Bölgesi TÜFE endekslemesi ve ihtiyatlı fiyat artışı yaklaşımı birlikte değerlendirilerek oluşturulmuştur.

Operasyonel Araç Kiralama Geliri (Bin Avro)	2023	2024	2025	2026/03
Kiradaki Araç Sayısı (ort.)	19.089	17.080	15.307	15.184
Araç Başına Aylık Ortalama Kira Geliri (Avro)	408	536	662	645
Toplam Operasyonel Kiralama Geliri	**93.390**	**109.757**	**121.671**	**29.364**

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

Operasyonel Araç Kiralama Geliri (Bin Avro)	2026T	2027T	2028T	2029T
Kiradaki Araç Sayısı (ort.)	14.095	16.842	17.897	20.515
Araç Başına Aylık Ortalama Kira Geliri (Avro)	654	665	678	692
Toplam Operasyonel Kiralama Geliri	**110.660**	**134.425**	**145.662**	**170.335**

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

Operasyonel Araç Kiralama Geliri (Bin Avro)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Kiradaki Araç Sayısı (ort.)	22.713	22.273	20.954	19.635	19.635
Araç Başına Aylık Ortalama Kira Geliri (Avro)	705	718	732	746	761
Toplam Operasyonel Kiralama Geliri	**192.136**	**191.921**	**183.985**	**175.816**	**179.191**

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

Operasyonel Kiralama Brüt Karı

Şirket'in 2023, 2024, 2025 ve 2026/03 dönemine ait gerçekleşen verileri incelendiğinde;

Kiradaki ortalama araç sayısı, 2023'te 19.089 adet, 2024'te 17.080 adet, 2025'te 15.307 ve 2026 yılının ilk çeyreğinde 15.184 adet olarak azalma eğilimi göstermiştir.

Buna karşılık, araç başına aylık ortalama kira geliri, 2023'te 408 Avro, 2024'te 536 Avro, 2025'te 662 Avro ve 2026 yılının ilk çeyreğinde ise 645 Avro seviyesine yükselmiştir.

Bu durum, Şirket'in adet artışına dayalı agresif büyüme yerine, fiyat artışıyla ölçeğini korumaya çalışan bir iş modeline yöneldiğini göstermektedir. Nitekim, toplam operasyonel kiralama gelirleri bu

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

dönemde yaklaşık 93,3 milyon Avro'dan 179,2 milyon Avro'ya yükselmiş olmakla birlikte, bu artış filo genişlemesinden değil, maliyet kaynaklı kira ayarlamalarından kaynaklanmıştır.

Projeksiyon döneminin özellikle 2026-2027 yılları, operasyonel araç kiralama sektörü açısından, yüksek faiz oranları, araç tedarik maliyetlerinde Avro bazlı artış, kurumsal müşterilerde bütçe kısıtları, talep esnekliğinin azalması gibi sektörel zorunlulukların belirgin olduğu bir dönem olarak değerlendirilmiştir.
Bu çerçevede, projeksiyonlarda kiradaki araç sayısı bilinçli olarak sınırlandırılmıştır.

- 2026T yılında 14.095 adet,
- 2027T yılında ise 16.842 adet,

kiradaki araç sayısı öngörülmüş olup, bu seviyeler 2023-2024 gerçekleşmelerinin dahi altında veya ancak sınırlı üzerinde tutulmuştur. Bu yaklaşım, filo büyüklüğünde agresif bir genişleme varsayılmadığını açıkça göstermektedir.

Şirket'in 2023, 2024, 2025 ve 2026/03 dönemine ait gerçekleşen operasyonel kiralama verileri incelendiğinde, operasyonel kiralama faaliyetlerine ilişkin brüt kâr marjının 2023 yılında %45,2 seviyesine gerilediği, 2024 yılında ise %11,6 seviyesine düştüğü görülmektedir. Söz konusu marjın 2025 yılında %16,0 seviyesinde, 2026/03 döneminde ise %50,9 seviyesinde gerçekleştiği gözlemlenmektedir.

Projeksiyon dönemi için brüt kar marjları tahmin edilirken; yüksek faiz ortamı, filo yenileme maliyetleri, araç tedarik fiyatlarındaki Avro bazlı artışlar ve sektörel rekabet baskısı dikkate alınarak, kısa vadede marjların toparlanamayacağı varsayımı bilinçli bir şekilde modele yansıtılmıştır. Dolayısıyla, gelir artışı öngörülmesine rağmen, kârlılık tarafında muhafazakâr bir senaryo tercih edilmiştir. Tüm dönem birlikte değerlendirildiğinde operasyonel kiralama gelirlerinde artış öngörülmesine rağmen, brüt kâr marjlarının kısa ve orta vadede düşük seviyelerde tutulduğu, yüksek tarihsel marjların referans alınmadığı, kârlılığın kademeli ve sınırlı bir normalleşme ile ele alındığı görülmektedir.

Operasyonel Kiralama Brüt Karı	2023	2024	2025	2026/03
Operasyonel Kiralama Geliri	93.390.191	109.757.412	121.671.938	29.364.786
Operasyonel Kiralama Maliyeti	-51.181.975	-97.073.435	-102.149.206	-14.426.971
Operasyonel Kiralama Brüt Kar	42.208.216	12.683.977	19.522.732	14.937.815
Operasyonel Kiralama Brüt Kar Marjı	45,2%	11,6%	16,0%	50,9%

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

Operasyonel Kiralama Brüt Karı	2026T	2027T	2028T	2029T
Operasyonel Kiralama Geliri	110.660.122	134.425.131	145.662.307	170.335.684
Operasyonel Kiralama Maliyeti	-93.514.054	-106.341.799	-110.809.749	-124.170.908
Operasyonel Kiralama Brüt Kar	17.146.067	28.083.331	34.852.558	46.164.776
Operasyonel Kiralama Brüt Kar Marjı	15,5%	20,9%	23,9%	27,1%

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

Operasyonel Kiralama Brüt Karı	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Operasyonel Kiralama Geliri	192.136.400	191.921.270	183.985.207	175.816.213	179.191.885
Operasyonel Kiralama Maliyeti	-135.209.310	-130.365.300	-120.572.698	-111.167.613	-109.807.898
Operasyonel Kiralama Brüt Kar	56.927.089	61.555.970	63.412.509	64.648.601	69.383.987

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2 A Blok No:1a Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 39 77 Fax: 0(212) 352 39 29
www.vakifyatirim.com
İstanbul Ticaret Sicil No: 327228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 9220068759
Mersis No. 0-9220-0687-5900017

Operasyonel Kiralama Brüt Kar Marjı	29,6%	32,1%	34,5%	36,8%	38,7%

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

Projeksiyon döneminde araç başına yıllık amortisman tutarının, 2025 yılındaki yaklaşık 3.947 Avro seviyesinden, filo büyüklüğünün benzer kalmasına rağmen, 2026 yılında yaklaşık 3.442 Avro seviyesine gerilediği yaklaşık %13 azalış gösterdiği tespit edilmiştir.

Tarihsel verilere bakıldığında; araç başına yıllık amortisman tutarı 2024 yılında 3.128 Avro, 2025 yılında 3.947 Avro olarak gerçekleşmiş olup, 2026 yılında ise yaklaşık 3.442 Avro seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Parametreler	2023	2024	2025	03/2026	Ortalama
TÜFE Artış	%65	%44	%31	%10	%38
Avro Artış	%63	%13	%37	%1	%29
Fark	%-2	%-32	%6	%-9	%-9

Makroekonomik göstergeler incelendiğinde, son üç yıllık dönemde Avro/TL döviz kurundaki artış oranı, TÜFE (Tüketici Fiyat Endeksi) artışının üç yıllık ortalamada %9 gerisinde kalmıştır. Bir diğer ifadeyle, incelenen son üç yılda Avro döviz kurunda reel bir azalış meydana gelmiştir.

2026 yılında Avro döviz kurunda, geçmiş üç yıllık trendin aksine reel bir artış gerçekleşeceği öngörülmektedir. Bunun yanı sıra, dezenflasyon sürecinin bir getirisi olarak faiz oranlarında beklenen düşüş eğiliminin, 2026 yılı ve sonrasında gayrimenkul sektörü ile birlikte sıfır kilometre ve ikinci el araç piyasasında talebi artırıcı bir etki yaratacağı tahmin edilmektedir.

Avro kurundaki reel artış beklentisi ile faiz oranlarındaki düşüş eğilimi, 2023 yılının son çeyreğinden itibaren reel olarak gerileyen araç piyasa fiyatlarını pozitif yönde destekleyecek temel makroekonomik faktörler olarak değerlendirilmektedir.

2026 yılı sonu itibarıyla enflasyon muhasebesi uygulamasının sona erecek olması, araçların defter değerlerinin 2027 ve sonraki dönemlerde enflasyon endekslemesine tabi tutulmaması sonucunu doğuracaktır. Buna karşın, araçların kalıntı (hurda) değer tahminlerinin enflasyon oranında artmaya devam etmesi, enflasyon muhasebesi öncesi dönemlerde olduğu gibi amortisman giderlerini azaltıcı bir yapı meydana getirecektir.

Bu doğrultuda, 2024 ve 2025 yıllarına kıyasla 2026 yılında daha düşük tutarda amortisman ayrılması stratejisi; makroekonomik beklentiler, döviz kuru projeksiyonları, faiz görünümü ve yasal muhasebe geçiş süreçleriyle bütüncül ve tutarlı bir varsayım setine dayanmaktadır.

Şirket'in 31 Aralık 2025 tarihli finansal tablolarında uyguladığı amortisman politikası, 31 Mart 2026 tarihli ara dönem finansal tablolarda da aynen sürdürülmüştür. Muhasebe politikasında bir değişiklik yapılmamış olmasına rağmen, makroekonomik göstergelerdeki iyimser beklentiler kalıntı değer tahminlerinin yükselmesine ve dolayısıyla dönem amortisman giderlerinin daha düşük gerçekleşmesine imkan tanımıştır. Nitekim, 31 Mart 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolar karşılaştırıldığında, ortalama araç başına amortisman giderlerinin makroekonomik iyileşmeye paralel olarak %9 oranında daha düşük gerçekleştiği görülmektedir

TL				
Açıklama	**31.03.2026**	**31.03.2025**	**31.12.2025**	**31.12.2024**
Araç Satış Hasılatı	1.387.459.230	999.968.780	8.863.865.898	9.936.381.848
Araç Satış Maliyeti	(1.335.239.728)	(1.083.727.025)	(8.845.780.043)	(9.814.894.152)
Araç Satış Brüt Karı	**52.219.502**	**(83.758.245)**	**18.085.855**	**121.487.696**
Satılan Araç Adedi	**1.356**	**990**	**7.962**	**7.844**
Açıklama	**31.03.2026**	**31.03.2025**	**31.12.2025**	**31.12.2024**
Araç Başı Satış Hasılatı	1.023.200	1.010.069	1.113.271	1.266.749
Araç Başı Satış Maliyeti	(984.690)	(1.094.674)	(1.111.000)	(1.251.261)

Araç Başı Satış Brüt Karı	**38.510**	**(84.604)**	**2.272**	**15.488**

EUR				
Açıklama	**31.03.2026**	**31.03.2025**	**31.12.2025**	**31.12.2024**
Araç Satış Hasılatı	27.192.500	19.598.162	173.720.904	194.740.901
Araç Satış Maliyeti	(26.169.062)	(21.239.721)	(173.366.443)	(192.359.891)
Araç Satış Brüt Karı	**1.023.438**	**(1.641.559)**	**354.461**	**2.381.010**
Satılan Araç Adedi	**1.356**	**990**	**7.962**	**7.844**
Açıklama	**31.03.2026**	**31.03.2025**	**31.12.2025**	**31.12.2024**
Araç Başı Satış Hasılatı	20.053	19.796	21.819	24.827
Araç Başı Satış Maliyeti	(19.299)	(21.454)	(21.774)	(24.523)
Araç Başı Satış Brüt Karı	**755**	**(1.658)**	**45**	**304**

Yukarıda yer verilen finansal verilere ek olarak; 2024, 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolarda yer alan araç satış hasılatı ve ilgili satış maliyeti kalemleri konsolide olarak incelenmiştir. Yapılan analiz neticesinde, araçlar için öngörülen kalıntı değer (hurda değer) tahminleri ile fiilen gerçekleşen piyasa satış bedellerinin yüksek bir korelasyon gösterdiği ve büyük ölçüde birbiriyle uyumlu olduğu tespit edilmiştir.

Elde edilen bu finansal bulgular; Şirket yönetimi tarafından projeksiyonlarda baz alınan kalıntı değer tahminlerinin rasyonel, muhafazakar ve makul varsayımlara dayandığına işaret etmektedir. Aynı zamanda bu durum, Şirket'in uygulamakta olduğu amortisman politikasının, ikinci el araç piyasasındaki konjonktürel gelişmeler ve fiyat hareketleriyle tam bir tutarlılık içinde yürütüldüğünü ve finansal tablolardaki tahmin riskinin minimize edildiğini ortaya koymaktadır.

İkinci El Araç Satış Gelirleri

İkinci el araç satış gelirleri, projeksiyon dönemi boyunca satılması öngörülen araç sayısının, araç başına ortalama tahmini satış geliri ile çarpılması suretiyle hesaplanmıştır. Bu yaklaşım, Şirket'in operasyonel kiralama faaliyetleri kapsamında uyguladığı filo yenileme ve elden çıkarma döngüsü ile uyumlu olup, tarihsel satış performansı esas alınarak oluşturulmuştur.

2024 yılsonu itibarıyla, Şirket'in mevcut araç filosunda yer alan her bir aracın kiralama sözleşmesine bağlı olarak kiradan dönüş tarihleri belirli olup, söz konusu araçların 2026-2028 yılları arasında ikinci el piyasasında satışa konu edilmesi öngörülmüştür. Kiradan dönen araçların, piyasa uygulamaları ve Şirket'in operasyonel kabiliyetleri dikkate alınarak, ortalama 30 gün içerisinde satılacağı varsayılmıştır. Bu varsayım, Şirket'in geçmiş dönem satış hızları ile uyumlu ve ihtiyatlı bir kabul olarak değerlendirilmiştir.

Ayrıca, Şirket'in 2025 yılından itibaren satın alacağı yeni araçların ortalama 36 ay süreyle kiralanacağı, bu kapsamda söz konusu araçların 2028 yılından itibaren ikinci el satışa konu edilmeye başlanacağı varsayılmıştır. Bu yaklaşım, operasyonel araç kiralama faaliyetlerinde kullanılan ortalama sözleşme süresi ile birebir örtüşmektedir.

Tarihsel gerçekleşmeler incelendiğinde;

2025 yılının tamamında satılan araç başına ortalama gelir 21.859 Avro seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tahminleme yapılırken kısa vadede ikinci el araç piyasasında fiyatların toparlanmasına ilişkin belirsizliklerin projeksiyonlara temkinli şekilde yansıtılmasını amaçlamaktadır. Bu kapsamda projeksiyon döneminin izleyen yıllarında Şirket'in ilgili yıllardaki ortalama araç satış fiyatları, ortalama araç alım maliyetleri esas alınarak belirlenmiştir.

Projeksiyon dönemi boyunca ortalama araç alım maliyetleri, Şirket'in araç tedarik yapısı ve Avro bazlı ithalat ağırlığı dikkate alınarak, Avro Bölgesi TÜFE artış oranları doğrultusunda artırılmıştır. Bu kapsamda kullanılan enflasyon varsayımları, S&P Capital IQ platformunda yer alan ortalama ekonomist beklentileri esas alınarak oluşturulmuştur.

Gerçekleşen adet bazlı verilere bakıldığında; 2025 yılında Şirket tarafından 5.551 adet araç satın alınmış, buna karşılık 7.962 adet araç satışı gerçekleştirilmiştir. 2026 yılının ilk çeyreğinde ise 529 adet araç satın alınmış, buna karşılık 1.356 adet araç satışı gerçekleştirilmiştir.

Bu çerçevede, 2025 yılında 174.042.221 Avro seviyesinde gerçekleşen ikinci el araç satış geliri 2026 yılının ilk çeyreğinde 27.242.796 Avro seviyesinde gerçekleşmiştir. İkinci el araç satış gelirlerinde 2024 ile 2025 yıl sonu gerçekleşen ikinci el araç satış geliri ise yaklaşık %10,8 oranındaki düşüş göstermiştir. Düşüşün temel nedeni ise satılan araç başına gelirde meydana gelen yaklaşık %12,1'lük azalış olarak değerlendirilmiştir.

İkinci El Araç Satış Gelirleri (Bin Avro)	2026T	2027T	2028T	2029T
Satılan Araç Sayısı	6.414	3.376	6.300	5.524
Araç Başına Gelir (Avro)	*22.491*	*23.114*	*23.927*	*24.782*
İkinci El Araç Satış Geliri (Bin Avro)	**144.256**	**78.032**	**150.742**	**136.893**

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

İkinci El Araç Satış Gelirleri (Bin Avro)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satılan Araç Sayısı	6.500	7.500	8.500	9.000	7.000
Araç Başına Gelir (Avro)	*25.632*	*26.503*	*27.404*	*28.336*	*29.277*
İkinci El Araç Satış Geliri (Bin Avro)	**166.605**	**198.773**	**232.936**	**255.023**	**204.937**

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

İkinci El Araç Satış Brüt Karı

Şirket'in ikinci el araç satış faaliyetlerine ilişkin tarihsel finansal verileri incelendiğinde, 2023 yılında 63,0 milyon Avro brüt kâr ve %30,0 seviyesinde brüt kâr marjı elde edildiği görülmektedir. Buna karşılık, 2024 yılında ikinci el araç satış gelirleri 195,1 milyon Avro seviyesinde gerçekleşmesine rağmen satış maliyetlerinin 192,7 milyon Avro seviyesine yükselmesi sonucunda brüt kâr 2,4 milyon Avro'ya, brüt kâr marjı ise %1,2 seviyesine gerilemiştir. 2025 yılında ikinci el araç satış gelirleri 174,0 milyon Avro olarak gerçekleşmiş olup, 173,7 milyon Avro seviyesindeki satış maliyetleri sonrasında brüt kâr 0,3 milyon Avro (355 bin Avro) seviyesinde oluşmuş ve brüt kâr marjı %0,2 olarak kaydedilmiştir. 2026 yılının ilk çeyreğinde ise ikinci el araç satış gelirleri 27,2 milyon Avro seviyesinde gerçekleşirken, 26,2 milyon Avro seviyesindeki satış maliyetleri sonrasında brüt kâr 1,0 milyon Avro seviyesinde gerçekleşmiştir.

Bu tarihsel gerçekleşmeler ışığında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizinde kullanılan ikinci el araç satış brüt kârı ve brüt kâr marjı varsayımları oluşturulurken;

- 2023 yılında gözlemlenen yüksek brüt kâr marjları bilinçli olarak projeksiyonlara yansıtılmamış,
- İkinci el araç satış fiyatları, Avro Bölgesi Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ve Avro Bölgesi ekonomik büyüme tahminleri doğrultusunda artırılarak belirlenmiş,

böylelikle çok iyi piyasa koşullarında oluşan kârlılık seviyeleri değil, normalleşmiş ve muhafazakâr bir marj yapısı esas alınmıştır.

Özellikle 2024 ve 2025 yılında gerçekleşen düşük brüt kâr marjları, projeksiyonlarda alt sınır referansı olarak değerlendirilmiş; modelde ikinci el araç satış faaliyetlerinin yüksek marjlı bir kâr merkezi gibi kurgulanmasından bilinçli olarak kaçınılmıştır. Bu yaklaşım, UDS 105 kapsamında öngörülen ihtiyatlılık, piyasa gerçekliğini esas alma ve sürdürülebilirlik ilkeleri ile uyumludur.

Projeksiyon döneminde, ikinci el araç satış brüt kârı ve brüt kar marjı tahminlerinde 2023 yılında %30,0 olarak gerçekleşen yüksek brüt kâr marjı projeksiyonlara taşınmamıştır. Aşağıda projeksiyon döneminin tüm yılları için ikinci el satış brüt karı ve ikinci el satış brüt kar marjları yer almaktadır.

- 2026T yılında brüt kâr yaklaşık 0,3 milyon Avro, brüt kâr marjı %0,2,
- 2027T yılında brüt kâr yaklaşık 0,2 milyon Avro, brüt kâr marjı %0,2,
- 2028T yılında brüt kâr yaklaşık 0,3 milyon Avro, brüt kâr marjı %0,2,
- 2029T yılında brüt kâr yaklaşık 0,3 milyon Avro, brüt kâr marjı %0,2,
- 2030T yılında brüt kâr yaklaşık 0,3 milyon Avro, brüt kâr marjı %0,2,
- 2031T yılında brüt kâr yaklaşık 0,4 milyon Avro, brüt kâr marjı %0,2,
- 2032T yılında brüt kâr yaklaşık 0,5 milyon Avro, brüt kâr marjı %0,2,
- 2033T yılında brüt kâr yaklaşık 0,5 milyon Avro, brüt kâr marjı %0,2,
- 2034T yılında brüt kâr yaklaşık 0,4 milyon Avro, brüt kâr marjı %0,2,

Projeksiyon döneminde öngörülen brüt kar marjlarının satış fiyatlarının artmasına karşın, araç alım maliyetlerinin Avro bazlı enflasyon etkisiyle benzer oranda yükseldiği, dolayısıyla marj genişlemesine dayalı bir değerleme yapılmadığını ortaya koymaktadır. Başka bir ifadeyle, modelde ikinci el araç satış faaliyetleri yüksek kârlı bir gelir kalemi olarak değil, esas itibarıyla filo yenileme döngüsünün doğal bir unsuru olarak ele alınmıştır.

Sonuç olarak, 2026-2034 dönemi için ikinci el araç satış brüt kârı ve brüt kâr marjı projeksiyonları, gelir artışına rağmen marj sabitlemesi yoluyla ihtiyatlılık içeren, tarihsel olarak gözlemlenen yüksek kârlılık dönemlerini tamamen dışlayan, terminal değeri şişirebilecek marj iyileşmesi varsayımlarından kaçınan, ikinci el satış faaliyetlerini yüksek marjlı bir kâr merkezi değil, operasyonel döngünün tamamlayıcı unsuru olarak ele alan bir projeksiyon yaklaşımını yansıtmaktadır.

İkinci El Araç Satışı Brüt Karı (Bin Avro)	2023	2024	2025	2026/03
İkinci El Araç Satış Gelirleri	210.310	195.101	174.042	27.242
İkinci El Araç Satış Maliyeti	-147.291	-192.715	-173.687	-26.217
İkinci El Araç Satışı Brüt Karı	63.018	2.385	355	1.025
İkinci El Araç Satışı Brüt Kar Marjı	30,0%	1,2%	0,2%	3,8%

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

İkinci El Araç Satışı Brüt Karı (Bin Avro)	2026T	2027T	2028T	2029T
İkinci El Araç Satış Gelirleri	144.256	78.032	150.742	136.893
İkinci El Araç Satış Maliyeti	-143.961	-77.873	-150.435	-136.614
İkinci El Araç Satışı Brüt Karı	294	159	307	279
İkinci El Araç Satışı Brüt Kar Marjı	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

İkinci El Araç Satışı Brüt Karı (Bin Avro)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
İkinci El Araç Satış Gelirleri	166.605.789	198.773.523	232.936.065	255.023.885	204.937.194
İkinci El Araç Satış Maliyeti	-166.265.846	-198.367.945	-232.460.782	-254.503.534	-204.519.040
İkinci El Araç Satışı Brüt Karı	339	405	475	520	418
İkinci El Araç Satışı Brüt Kar Marjı	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

Yat Kiralama Gelirleri ve Diğer Satış Gelirleri

Şirket sahip olduğu "Victorious" adlı süperyatın Avro bazında kiralama faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Değerleme çalışması kapsamında süperyat için gelir projeksiyonunda şirket tarafından sağlanan Avro bazlı gelir tahminleri kullanılmıştır. Diğer yandan, projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in diğer satış gelirleri ise ana gelir kalemleri (operasyonel kiralama ve ikinci el araç satış gelirleri) içerisindeki ağırlık oranı baz alınarak hesaplanmıştır. 2026-2034 döneminde diğer gelirlerin, ana faaliyetlerinden oluşan gelirlere oranının %1 olacağı tahmin edilmiştir.

Yat Kiralama Gelirleri ve Diğer Gelirler (Bin Avro)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Yat Kiralama Gelirleri	4.890	4.890	4.890	4.890	4.890
Satışlara Oranı	4,4%	3,6%	3,4%	2,9%	2,5%
Diğer Gelirler	2.520	2.101	2.931	3.038	3.547
Satışlara Oranı	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

Yat Kiralama Gelirleri ve Diğer Gelirler (Bin Avro)	2031T	2032T	2033T	2034T
Yat Kiralama Gelirleri	4.890	4.890	4.890	4.890
Satışlara Oranı	2,5%	2,7%	2,8%	2,7%
Diğer Gelirler	3.863	4.122	4.260	3.798
Satışlara Oranı	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

5.1.1.1.3. Satışların Maliyeti Projeksiyonu

Şirket'in satışların maliyetinin alt kırılımını incelediğimizde ağırlığı ikinci el araç satışların maliyeti ve kiralama maliyetleri kalemleri oluşturmuştur. İkinci el araç satışların maliyeti, 2026-2027 projeksiyon döneminde satılacağı tahmin edilen araçların ortalama Avro bazında defter değeri (alım maliyeti) ile satışı öngörülen araç sayısının çarpılması suretiyle hesaplanmıştır. İkinci el araç satışların maliyeti, 2028-2034 projeksiyon döneminde ise 3 yıl önce satın alınan araçların ortalama maliyeti ile ilgili yıl içerisinde satılması planlanan araç sayısının çarpılması yoluyla hesaplanmıştır. Kiralama maliyetinin (amortisman hariç) operasyonel kiralama gelirlerine oranın 2026-2034 döneminde ortalama %34,7 seviyesinde oluşacağı tahmin edilmiştir. Yat kiralama maliyeti hesaplamasında ise Şirket'in Avro bazlı varsayımları dikkate alınmıştır.

Satışların Maliyeti (Bin Avro)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam Satışların Maliyeti	-242.814	-189.257	-266.872	-266.488	-307.536
Satışlara Oranı	*-92,6%*	*-86,2%*	*-87,7%*	*-84,6%*	*-83,8%*
İkinci El Araç Satışların Maliyeti	-143.962	-77.873	-150.435	-136.615	-166.266
Operasyonel Kiralama Maliyeti	-93.514	-106.342	-110.810	-124.171	-135.209
Yat Kiralama Maliyeti	-3.528	-3.528	-3.528	-3.528	-3.528
Diğer Giderler	-1.809	-1.514	-2.098	-2.174	-2.533

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

Satışların Maliyeti (Bin Avro)	2031T	2032T	2033T	2034T
Toplam Satışların Maliyeti	-335.017	-359.500	-372.234	-320.565
Satışlara Oranı	*-83,9%*	*-84,4%*	*-84,6%*	*-81,6%*
İkinci El Araç Satışların Maliyeti	-198.368	-232.461	-254.504	-204.519
Operasyonel Kiralama Maliyeti	-130.365	-120.573	-111.168	-109.808
Yat Kiralama Maliyeti	-3.528	-3.528	-3.528	-3.528
Diğer Giderler	-2.755	-2.938	-3.035	-2.710

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

5.1.1.1.4. Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Şirket'in faaliyet giderlerini, genel yönetim ve pazarlama giderleri oluşturmaktadır. Genel yönetim giderleri, projeksiyon dönemi boyunca Avro Bölgesi TÜFE (S&P Capital IQ ortalama ekonomist tahminleri) oranında artırılarak tahmin edilmiştir. Bu yaklaşım, giderlerin reel olarak azaltılacağı veya

enflasyonun altında büyüyeceği yönünde iyimser bir verimlilik varsayımı içermemekte; aksine genel yönetim giderlerinin en azından enflasyon kadar artacağı kabul edilerek ihtiyatlı bir çerçeve kurulmaktadır. Pazarlama ve satış giderleri projeksiyon dönemi boyunca toplam hasılatın %0,1'i olarak varsayılmıştır. Bu yöntem, iki açıdan ihtiyatlıdır:

- Gelir büyüdükçe pazarlama gideri de otomatik artmaktadır,
- Oranın sabitlenmesi, "ölçek büyürken pazarlama gideri sıfıra yaklaşacak" gibi iyimser bir verimlilik sıçraması varsayımı içermemektedir.

Faaliyet Giderleri (Bin Avro)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Faaliyet Giderleri	-13.507	-13.661	-14.050	-14.341	-14.679
Satışlara Oranı	-5,1%	-6,2%	-4,6%	-4,6%	-4,0%
Genel Yönetim Giderleri	-13.118	-13.335	-13.598	-13.873	-14.134
Satışlara Oranı	-5,0%	-6,1%	-4,5%	-4,4%	-3,8%
Pazarlama ve Satış Giderleri	-390	-326	-452	-468	-545
Satışlara Oranı	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Faaliyet Giderleri (Bin Avro)	2031T	2032T	2033T	2034T
Faaliyet Giderleri	-14.990	-15.303	-15.614	-15.831
Satışlara Oranı	-3,8%	-3,6%	-3,5%	-4,0%
Genel Yönetim Giderleri	-14.396	-14.670	-14.960	-15.248
Satışlara Oranı	-3,6%	-3,4%	-3,4%	-3,9%
Pazarlama ve Satış Giderleri	-593	-633	-653	-583
Satışlara Oranı	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Karlılık Oranları

Şirket'in FVÖK marjı incelendiğinde, 2023 yılında %28,8 seviyesinde gerçekleşen marjın 2024 yılında %0,2 seviyesine, 2025 yılında ise %0,7 seviyesine gerilediği görülmektedir. 2026 yılının ilk çeyreğinde ise FVÖK marjı %21,7 seviyesinde gerçekleşmiştir.
Projeksiyon döneminde FVÖK'ün 2026 yılında 6,0 milyon Avro seviyesinde gerçekleşmesi ve takip eden yıllarda kademeli olarak artarak 2034 yılında 56,4 milyon Avro seviyesine ulaşması öngörülmektedir. Buna paralel olarak FVÖK marjının 2026 yılında %2,3 seviyesinde gerçekleşeceği, takip eden yıllarda operasyonel kârlılıktaki iyileşme ile birlikte artış göstererek uzun vadede %12-%14 bandında seyredeceği tahmin edilmektedir.
Şirket'in amortisman giderleri incelendiğinde, 2023 yılında 20,6 milyon Avro seviyesinde gerçekleşen amortisman giderlerinin 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla 64,7 milyon Avro ve 72,9 milyon Avro seviyelerine yükseldiği görülmektedir. Amortisman giderlerinin satışlara oranı ise aynı dönemde sırasıyla %6,5, %20,7 ve %24,2 olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk çeyreğinde amortisman giderleri 9,7 milyon Avro, satışlara oranı ise %17,0 seviyesinde gerçekleşmiştir.
Projeksiyon döneminde amortisman giderlerinin 2026 yılında 55,2 milyon Avro seviyesinde gerçekleşeceği, sonraki yıllarda filo yapısı ve yatırım harcamalarının etkisiyle belirli dönemlerde artış göstermekle birlikte uzun vadede kademeli olarak azalan bir eğilim sergileyeceği öngörülmektedir. Amortisman giderlerinin satışlara oranının ise 2026 yılında %21,0 seviyesinde gerçekleşeceği, sonraki yıllarda genel olarak aşağı yönlü bir seyir izleyerek projeksiyon dönemi sonunda %12 seviyelerine gerileyeceği tahmin edilmektedir.
FAVÖK incelendiğinde, 2023 yılında 111,4 milyon Avro seviyesinde gerçekleşen FAVÖK'ün 2024 yılında 65,4 milyon Avro seviyesine gerilediği, 2025 yılında ise 75,1 milyon Avro seviyesine yükseldiği görülmektedir. Buna paralel olarak FAVÖK marjı 2023 yılında %35,3 seviyesinde gerçekleşirken, 2024 yılında %20,9 seviyesine gerilemiş, 2025 yılında ise %24,9 seviyesine yükselmiştir. 2026 yılının ilk çeyreğinde FAVÖK 22,0 milyon Avro, FAVÖK marjı ise %38,8 seviyesinde gerçekleşmiştir.
Projeksiyon döneminde FAVÖK'ün 2026 yılında 61,2 milyon Avro seviyesinde gerçekleşmesi ve takip eden yıllarda artış göstererek 2030 yılında 113,6 milyon Avro seviyesine ulaşması öngörülmektedir.

Devam eden yıllarda FAVÖK'ün 100 milyon Avro seviyesinin üzerinde korunacağı tahmin edilmektedir. FAVÖK marjının ise 2026 yılında %23,3 seviyesinde gerçekleşeceği, takip eden yıllarda %23-%35 bandında seyrederek Şirket'in operasyonel nakit yaratma kapasitesini koruyacağı öngörülmektedir.

Karlılık Oranları	2023	2024	2025	1Ç2026
Toplam Hasılat	315.309.945	312.264.927	301.630.939	56.774.427
Toplam SMM	-206.645.030	-294.962.700	-282.788.010	-41.075.624
Toplam Brüt Kar	108.664.916	17.302.227	18.842.929	15.698.803
Brüt Kar Marjı	34,5%	5,5%	6,2%	27,7%
FVÖK	90.783.190	677.121	2.205.732	12.345.921
FVÖK Marjı	28,8%	0,2%	0,7%	21,7%
Amortisman	20.633.551	64.688.198	72.858.962	9.669.224
Satışlara Oranı %	*6,5%*	*20,7%*	*24,2%*	*17,0%*
FAVÖK	111.416.741	65.365.318	75.064.694	22.015.145
FAVÖK Marjı	35,3%	20,9%	24,9%	38,8%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Vakıf Yatırım
FVÖK = Brüt kâr - Pazarlama ve Satış Giderleri - Genel Yönetim Giderleri
FAVÖK = FVÖK + Amortisman Gid.

Karlılık Oranları	2026T	2027T	2028T	2029T
Toplam Hasılat	262.328.164	219.449.366	304.227.280	315.158.660
Toplam SMM	-242.813.768	-189.256.941	-266.871.883	-266.487.663
Toplam Brüt Kar	19.514.396	30.192.425	37.355.397	48.670.998
Brüt Kar Marjı	7,4%	13,8%	12,3%	15,4%
FVÖK	6.007.186	16.531.148	23.305.500	34.330.184
FVÖK Marjı	2,3%	7,5%	7,7%	10,9%
Amortisman	55.168.423	59.761.184	60.335.259	65.146.670
Satışlara Oranı %	*21,0%*	*27,2%*	*19,8%*	*20,7%*
FAVÖK	61.175.609	76.292.332	83.640.760	99.476.855
FAVÖK Marjı	23,3%	34,8%	27,5%	31,6%

Kaynak: Vakıf Yatırım

Karlılık Oranları	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Toplam Hasılat	367.180.748	399.449.333	425.935.170	439.991.640	392.818.691
Toplam SMM	-307.536.237	-335.016.906	-359.499.836	-372.234.460	-320.564.862
Toplam Brüt Kar	59.644.511	64.432.427	66.435.334	67.757.180	72.253.828
Brüt Kar Marjı	16,2%	16,1%	15,6%	15,4%	18,4%
FVÖK	44.965.627	49.442.733	51.132.771	52.143.274	56.422.745
FVÖK Marjı	12,2%	12,4%	12,0%	11,9%	14,4%
Amortisman	68.630.750	63.861.286	56.818.666	50.244.277	47.714.835
Satışlara Oranı %	*18,7%*	*16,0%*	*13,3%*	*11,4%*	*12,1%*
FAVÖK	113.596.377	113.304.019	107.951.437	102.387.552	104.137.579
FAVÖK Marjı	30,9%	28,4%	25,3%	23,3%	26,5%

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.1.1.5. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Şirket'in net işletme sermayesi hesaplamasında stoklar kalemi hariç olmak üzere ticari alacaklar ve ticari borçlar üzerinden hesaplanmıştır. Stokların tamamını araç filosu oluşturduğu için yatırım harcamalarına dahil edilmiştir. Projeksiyon döneminde net işletme sermayesinin net satışlara oranı %4,6 olacağı varsayılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kapsamında Şirket'in net işletme sermayesi (NİS) hesaplaması; Şirket'in faaliyet yapısı ve bilanço kompozisyonu dikkate alınarak, stoklar kalemi hariç tutularak, yalnızca ticari alacaklar ve ticari borçlar üzerinden gerçekleştirilmiştir. Şirket'in stoklarının tamamını araç filosu oluşturduğundan, söz konusu kalemler işletme sermayesi unsuru olarak değil, yatırım harcamaları (CAPEX) kapsamında değerlendirilmiştir. Bu yaklaşım, operasyonel araç kiralama faaliyetlerinin ekonomik gerçekliği ile uyumlu olup, işletme sermayesinin faaliyet döngüsünü temsil eden kalemler üzerinden izlenmesini sağlamaktadır. Şirket'in 2023-2025 dönemine ait tarihsel net işletme sermayesi verileri incelendiğinde, 2023 yılında 5,8 mn Avro ile satışların %1,8'i ve 2024 yılında -51,1 mn Avro ile satışların -%16,6'sı seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir. 2025 yılında net işletme sermayesi 9,7 mn Avro seviyesine ulaşmış olup, satışlara oranı %3,21 olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk çeyreğinde ise net işletme sermayesi 18.651 mn Avro seviyesinde olup, satışlara oranı %6,08 olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde net işletme sermayesinin net satışlara oranı geçmiş iki dönem gerçekleşmelerinin ortalaması alınarak %4,6 olarak varsayılmıştır. Bu yaklaşım, tek bir yıla özgü uç değerlerin projeksiyonlara yansıtılmasını engellemekte; buna karşılık Şirket'in tarihsel nakit dönüşüm dinamiklerini dengeli ve ihtiyatlı bir şekilde temsil etmektedir.

Projeksiyon döneminde net işletme sermayesinin satışlara oranı hesaplanırken 2025 yılı ve 2026 yılının ilk üç aylık dönemine ait gerçekleşmeler esas alınmıştır. 2024 yılında gerçekleşen net işletme sermayesi seviyesi, Şirket değerini artırıcı yönde etki yaratabilecek nitelikte olup, söz konusu dönemin projeksiyon varsayımına dahil edilmesi durumunda değerleme sonucunun daha yüksek oluşmasına neden olabilecektir. Ancak değerleme çalışmasında ihtiyatlılık ilkesinin korunması amacıyla, Şirket değerini destekleyici yönde etkisi bulunan bu dönem dikkate alınmamış ve daha muhafazakâr bir yaklaşım benimsenmiştir. Bu doğrultuda 2025 yılı ve 2026 yılının ilk üç aylık dönemine ait gerçekleşmeler esas alınarak net işletme sermayesi varsayımı oluşturulmuştur.

Net İşletme Sermayesi (Bin Avro)	2023	2024	2025	2026/03
Net işletme sermayesi	5.805	-51.802	9.688	18.651
Satışlara Oranı	1,84%	-16,59%	3,21%	6,08%
Net işletme sermayesi değişimi	24.491	-57.607	61.491	8.963

Kaynak: Vakıf Yatırım

Net İşletme Sermayesi (Bin Avro)	2026T	2027T	2028T	2029T
Net işletme sermayesi	12.194	10.201	14.141	14.649
Satışlara Oranı	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Net işletme sermayesi değişimi	2.506	-1.993	3.940	508

Kaynak: Vakıf Yatırım

Net İşletme Sermayesi (Bin Avro)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Net işletme sermayesi	17.067	18.567	19.799	20.452	18.259
Satışlara Oranı	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Net işletme sermayesi değişimi	2.418	1.499	1.231	653	-2.192

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.1.1.6. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu

Şirket'in yatırım harcamalarının önemli bir kısmını yeni araç alımları maliyetleri oluşturmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca araç alım tutarı, alınması planlanan araç sayısının ortalama araç alım bedeli ile çarpılması sonucunda hesaplanmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca ortalama araç alım bedeli, Avro Bölgesi TÜFE (S&P Capital IQ platformu ortalama ekonomist tahminleri) beklentisi ile arttırılarak belirlenmiştir. Ortalama araç alım bedeli 2025 yılında ortalama 26,5 bin Avro seviyesinde, 2026 yılının ilk çeyreğinde ise 27,8 bin Avro seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu kapsamda, projeksiyon döneminde diğer yatırım harcamalarının net satışlara oranının %1,7 olacağı varsayılmıştır.

Yatırım Harcamaları (Bin Avro)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Araç Alım Tutarı	-139.282	-184.072	-216.575	-250.410	-270.125
Alınan Araç Sayısı	5.000	6.500	7.500	8.500	9.000
Ortalama Araç Alım Bedeli (EUR)	-27.856	-28.319	-28.877	-29.460	-30.014
Diğer Yatırım Harcamaları	-4.502	-3.766	-5.221	-5.409	-6.302
Toplam Yatırım Harcamaları	-143.784	-187.838	-221.796	-255.819	-276.426

Kaynak: Vakıf Yatırım

Yatırım Harcamaları (Bin Avro)	2031T	2032T	2033T	2034T
Araç Alım Tutarı	-214.005	-218.071	-238.273	-226.658
Alınan Araç Sayısı	7.000	7.000	7.500	7.000
Ortalama Araç Alım Bedeli (EUR)	-30.572	-31.153	-31.770	-32.380
Diğer Yatırım Harcamaları	-6.856	-7.310	-7.551	-6.742
Toplam Yatırım Harcamaları	-220.860	-225.381	-245.825	-233.400

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.1.1.7. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29. maddesi uyarınca, tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu doğrultuda İNA çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. AOSM, "öz sermaye oranı x öz sermaye maliyeti (risksiz faiz oranı + beta x risk primi) + borçlanma oranı x vergi sonrası borçlanma maliyeti" şeklinde hesaplanmakta olup, bu hesaplamada kullanılan parametreler aşağıda yer almaktadır.

- **Risksiz faiz oranı:** Avro bazlı İNA modeli kapsamında risksiz faiz oranı için, Türkiye Cumhuriyeti Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından 1 Ekim 2024 tarihinde ihraç edilen ve 21 Mayıs 2030 tarihinde itfa olacak Avro cinsi Eurobond'un son 1 aylık getiri ortalaması olan %4,32 dikkate alınmıştır. Söz konusu Eurobond, Türkiye Cumhuriyeti tarafından ihraç edilmiş ve rapor tarihi itibarıyla uzun vadeli Avro cinsi devlet borçlanma araçları içerisinde en güncel referans niteliğini taşıması nedeniyle risksiz faiz oranının belirlenmesinde esas alınmıştır. Rapor tarihi itibarıyla Türkiye Cumhuriyeti tarafından ihraç edilmiş daha güncel ve benzer vadeye sahip bir Avro cinsi devlet tahvili bulunmamaktadır.

- **Risk primi:** Projeksiyon dönemi boyunca risk priminin %6 düzeyinde olacağı varsayılmaktadır.

- **Borçlanma maliyeti:** Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinden 4 puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmaktadır.

- **Özsermaye Oranı:** Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 finansal tablo tarihleri itibarıyla özkaynaklarının toplam kaynaklara oranı ortalaması %51,8 düzeyinde olup, bu oranının 2026-2034 dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmaktadır.

- **Kurumlar vergisi oranı:** 17 Kasım 2020'de Resmi Gazete'de yayımlanan düzenlemede ilgili kanun maddesine; "Payları Borsa İstanbul Pay Piyasasında ilk defa işlem görmek üzere en az %20 oranında halka arz edilen kurumların (bankalar, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, finansman şirketleri, ödeme ve elektronik para kuruluşları, yetkili döviz müesseseleri, varlık yönetim şirketleri, sermaye piyasası kurumları ile sigorta ve reasürans şirketleri ve emeklilik şirketleri hariç) paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranı 2 puan indirimli olarak uygulanır. İndirimden yararlanılan hesap döneminden itibaren beş hesap dönemi içinde pay oranına ilişkin bu fıkrada belirlenen şartın kaybedilmesi hâlinde, indirimli vergi oranı uygulaması nedeniyle zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler vergi ziyaı cezası uygulanmaksızın gecikme faizi ile birlikte tahsil edilir." fıkrası eklenmiştir. Bu düzenlemeye istinaden kurumlar vergisi 2026-2028 dönemi için %23, sonraki yıllar için %25,0 olarak alınmıştır.

- **Beta:** Projeksiyon dönemi boyunca Beta katsayısı 1,0 olarak dikkate alınmıştır.

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	Avro
Risksiz Faiz Oranı	4,3%
Risk Primi	6,0%
Beta	1,0
Özsermaye Maliyeti	10,3%
Borçlanma Maliyeti	8,3%
Kurumlar Vergisi Oranı	25,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	6,2%
Özsermaye Oranı	51,8%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	**8,35%**

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.2. İNA Analizi Sonucu

İNA yöntemi kapsamında Şirket için projeksiyon dönemine ilişkin nakit akımları ile birlikte "Devam Eden Değer" tahmini yapılmıştır. Projeksiyon dönemine ait nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı 180.804.490 Avro olarak tespit edilirken, %2,0'lik Devam Eden Değer Büyüme Oranı'na göre Devam Eden Değer'in bugünkü değeri 525.173.470 Avro olarak tahmin edilmektedir. Böylece Şirket için toplam Firma Değeri 705.977.961 Avro olurken, 31.03.2026 itibarıyla 205.766.563 Avro seviyesindeki net borç pozisyonunun çıkarılmasıyla Özsermaye Değeri 500.211.398 Avro olarak hesaplanmaktadır.

İNA Analizi Sonucu	Avro
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	180.804.490
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	2%
Devam Eden Değer	1.017.664.655
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	525.173.470
Firma Değeri - (31.03.2026)	**705.977.961**
Net Borç (31.03.2026 itibarıyla)	205.766.563
Özsermaye Değeri - (31.03.2026)	**500.211.398**

Kaynak: Vakıf Yatırım

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - Avro	2026T	2027T	2028T	2029T
Satış Gelirleri	262.328.164	219.449.366	304.227.280	315.158.660
Büyüme %	*-13,0%*	*-16,3%*	*38,6%*	*3,6%*
FVÖK	6.007.186	16.531.148	23.305.500	34.330.184
Operasyonel Kâr Marjı	2,3%	7,5%	7,7%	10,9%
Efektif Vergi	1.501.797	4.132.787	5.826.375	8.582.546
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	4.505.390	12.398.361	17.479.125	25.747.638
+ Amortisman	55.168.423	59.761.184	60.335.259	65.146.670
FAVÖK	61.175.609	76.292.332	83.640.760	99.476.855
FAVÖK Marjı	23,3%	34,8%	27,5%	31,6%
İkinci el araç satış maliyeti	-143.961.885	-77.873.082	-150.435.294	-136.614.512
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	2.505.507	-1.993.163	3.940.787	508.131
Yatırım Harcamaları	143.784.117	187.838.487	221.796.389	255.818.803
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	**57.346.073**	**-35.812.697**	**2.512.503**	**-28.818.112**
İskonto Oranı	8,35%	8,35%	8,35%	8,35%
İskonto Faktörü	0,97	0,90	0,83	0,77
İskonto edilmiş nakit akımları	**41.735.514**	**-32.397.122**	**2.097.739**	**-22.206.800**

Kaynak: Vakıf Yatırım

Not: INA çalışmasında; ikinci el araç satış maliyetleri üç yıl önce satın alınan araçlarının yatırım harcamalarına dahil edildiği için serbest nakit akımlarına eklenmiştir.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - Avro	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış Gelirleri	367.180.748	399.449.333	425.935.170	439.991.640	392.818.691
Büyüme %	*16,5%*	*8,8%*	*6,6%*	*3,3%*	*-10,7%*
FVÖK	44.965.627	49.442.733	51.132.771	52.143.274	56.422.745
Operasyonel Kâr Marjı	12,2%	12,4%	12,0%	11,9%	14,4%
Efektif Vergi	11.241.407	12.360.683	12.783.193	13.035.819	14.105.686
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	33.724.220	37.082.050	38.349.578	39.107.456	42.317.059
+ Amortisman	68.630.750	63.861.286	56.818.666	50.244.277	47.714.835
FAVÖK	113.596.377	113.304.019	107.951.437	102.387.552	104.137.579
FAVÖK Marjı	30,9%	28,4%	25,3%	23,3%	26,5%
İkinci el araç satış maliyeti	-166.265.846	-198.367.945	-232.460.782	-254.503.534	-204.519.040
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	2.418.177	1.499.962	1.231.158	653.396	-2.192.771
Yatırım Harcamaları	276.426.255	220.860.195	225.380.847	245.824.787	233.400.146
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	**-10.223.615**	**76.951.123**	**101.017.021**	**97.377.084**	**63.343.558**
İskonto Oranı	8,35%	8,35%	8,35%	8,35%	8,35%
İskonto Faktörü	0,71	0,66	0,61	0,56	0,52
İskonto edilmiş nakit akımları	**-7.271.106**	**50.511.059**	**61.198.615**	**54.447.673**	**32.688.918**

Kaynak: Vakıf Yatırım

Not: İkinci el araç satış maliyetleri üç yıl önce satın alınan araçlarının yatırım harcamalarına dahil edildiği için serbest nakit akımlarına eklenmiştir.

5.1.3. Çarpan Analizi

Çarpan Analizi yöntemi, UDS 105 - Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri kapsamında yer alan Pazar Yaklaşımı çerçevesinde uygulanmakta olup; Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerdeki benzer nitelikteki yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin piyasa çarpanlarının, Şirket'in ilgili finansal göstergeleri ile ilişkilendirilmesi suretiyle değer tespitinin yapılmasını amaçlamaktadır. Bu yöntem, piyasa katılımcılarının fiyatlama davranışlarını ve sektörel değerleme eğilimlerini yansıtması açısından tamamlayıcı bir değerleme aracı niteliği taşımaktadır.

Çarpan Analizi kapsamında teorik olarak kullanılabilecek başlıca değerleme çarpanları aşağıda açıklanmış; her bir çarpanın Şirket'in faaliyet konusu ve finansal yapısı ile uyumu ayrıca değerlendirilmiştir.

- **Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satış):** FD/Satış çarpanı; bir şirketin Firma Değeri'nin (Piyasa Değeri + Net Borç) ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Bu çarpan, ağırlıklı olarak ciro yaratma kapasitesinin, marj yapısından daha belirleyici olduğu; perakende, hızlı tüketim ve dağıtım odaklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde kullanılmaktadır. Şirket'in ana faaliyet alanının uzun dönem operasyonel araç kiralama ve operasyonel kiralamadan dönen ikinci el araçların satışı olması; yüksek ciroya rağmen marjların dönemsel olarak baskılandığı, sermaye yoğun ve bilanço ağırlıklı bir iş modeline işaret etmektedir. Bu nedenle, yalnızca ciro büyüklüğünü esas alan FD/Satış çarpanının, Şirket'in operasyonel kârlılığını, sermaye yapısını ve risk profilini yeterince yansıtmadığı değerlendirilmiş ve İntercity değerlemesi kapsamında kullanılmamıştır.

- **Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK):** FD/FAVÖK çarpanı; Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr'a (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Bu çarpan;sermaye yapısından bağımsız olarak operasyonel performansı yansıtması, amortisman ve finansman farklılıklarını büyük ölçüde dışarıda bırakması, farklı şirketlerin karşılaştırılabilirliğini artırması nedeniyle, sermaye yoğun ve borçla finanse edilen iş modellerinde yaygın biçimde tercih edilmektedir. İntercity'nin faaliyetlerinin yüksek yatırım harcaması (CAPEX), yüksek amortisman ve finansman yükümlülükleri içermesi dikkate alındığında, operasyonel performansın sağlıklı biçimde karşılaştırılabilmesi açısından FD/FAVÖK çarpanının Çarpan Analizi kapsamında kullanılmasının uygun olduğu değerlendirilmiştir.

- **Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD):** PD/DD çarpanı; bir şirketin piyasa değerinin, bilançosunda yer alan toplam özkaynaklarına oranlanması suretiyle hesaplanmaktadır. İntercity'nin ana faaliyet konusu olan uzun dönem operasyonel filo kiralama ve taşımacılık faaliyetlerinde, değer yaratan temel unsurlardan biri filo büyüklüğü ve filo kalitesidir. Bu çerçevede, bilanço üzerinde yer alan varlıkların büyüklüğü ve yapısı, şirket değerlemesinde kritik rol oynamaktadır. Bu nedenle, PD/DD çarpanı, Şirket'in filo büyüklüğü ile yaratılan değeri, varlık tabanı üzerinden yansıtabilmesi açısından, Çarpan Analizi kapsamında tamamlayıcı bir değerleme parametresi olarak değerlendirilmiş ve kullanılmıştır.

- **Fiyat/Kazanç (F/K):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net kârına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Fiyat /Kazanç (F/K) oranı, ülkeler arası vergilendirme esaslarının, finansmana erişim koşullarının, muhasebe yöntem ve politikalarının farklılık göstermesinin ve şirketlerin faaliyet konusu dışında elde ettikleri tek seferlik gelir giderleri yansıtmasının sonucu benzer şirketlerin karşılaştırılmasını güçleştirdiği gerekçesiyle İntercity değerlemesinde kullanılmamıştır.

Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, Çarpan Analizi kapsamında "FD/Satış", "FD/FAVÖK", "PD/DD" ve "F/K" çarpanları incelenmiştir. Operasyonel performansı yansıtması nedeniyle Çarpan Analizi kapsamında "FD/FAVÖK" ve filo büyüklüğü ile yaratılan değeri yansıtması nedeniyle "PD/DD" çarpanının kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir. Çarpan Analizi kapsamında Borsa İstanbul'da İntercity ile benzer sektörde faaliyet gösteren 7 şirket

incelenmiş olup, çarpan analizinde temel olarak uzun vadeli operasyonel kiralama ve ikinci el araç satış faaliyetlerinde bulunarak, Intercity'nin iş modeline en yakın olan, sadece 6 şirketin Borlease Otomotiv A.S., Escar Filo Kiralama Hizmetleri A.S., LDR Turizm A.S., Beyaz Filo Oto Kiralama A.S., Turex Turizm Taşımacılık A.S., Gür-sel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.S.) FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarının kullanılmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır. Çalışma kapsamında kullanılan yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere yönelik bilgilere aşağıda yer verilmiştir.

Benzer Şirketler - Yurt İçi

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet İş Tanımı
Borlease Otomotiv A.S.	IBSE:BORLS	Türkiye	Şirket'in ana faaliyeti, yeni ve/veya ikinci el motorlu taşıtlar ve motorlu taşıt sınıfına girmeyen diğer ekipman ve hizmetlere ilişkin uzun süreli kiralama hizmeti, filo kiralama hizmeti ve filo yönetimi hizmetleri sağlamaktır.
Gür-Sel Turizm Tasimacilik ve Servis Ticaret A.S.	IBSE:GRSEL	Türkiye	Şirket'in ana faaliyeti Türkiye genelindeki kamu ve özel sektör personel taşıma ihalelerine katılarak, kazanılması halinde ihale teknik şartnamesine uygun olarak minibüs, midibüs, otobüs grubu özmal araçların temin edilmesi ya da söz konusu araç gruplarına uygun ticari araç sahiplerinin alt taşeron olarak sözleşme kapsamında temin edilmesi ve personel taşıma işlerinin organize edilmesidir.
Beyaz Filo Oto Kiralama A.S.	IBSE:BEYAZ	Türkiye	Operasyonel kiralama olarak nitelendirilen uzun dönemli araç kiralama ve yönetimi faaliyetinde bulunan şirket, yıllar içinde iş modelini genişleterek ve değiştirerek, 2.el araç alım satım faaliyeti yanında, 2015 yılından itibaren bünyesine kattığı araç satış bayilikleri ile bireysel kullanıcı ve filo kiralama firmalarına 0 (sıfır) km araç satışı yapmaya, satış sonrası hizmet vermeye devam etmektedir.
Escar Filo Kiralama Hizmetleri A.S.	IBSE:ESCAR	Türkiye	Şirket, Escar Fleet Excelence markası ile her marka motorlu aracın kiralama hizmetlerini yürütmektedir. Ayrıca şirket bünyesinde ikinci el araçların alım/satım yapıldığı "www.varmiarttiran.com" platformu bulunmaktadır.
LDR Turizm A.S.	IBSE:LIDER	Türkiye	Lider Filo markası ile Şirket, motorlu hafif kara taşıtlarının ve arabaların sürücüsüz olarak kiralanması işini yapmaktadır. Ayrıca kiralama sözleşmesi biten araçların ikinci elde satışı da Şirketin faaliyetleri açısından önem arz etmektedir.
Tureks Turizm Tasimacilik Anonim Sirketi	IBSE:TUREX	Türkiye	Şirket kurulduğu 2002 tarihinden bugüne turizm, personel ve öğrenci taşımacılığı, filo araç kiralama, özel yapım araç kiralama, şehir içi çevre temizliği ve iş makinası kiralanması alanlarında; Türkiye'nin önemli kamu ve özel kuruluşlarına servis hizmetleri sunmaktadır.

Kaynak: Capital IQ, şirketlerin faaliyet ve finansal raporları ile internet siteleri

Benzer Şirketler - Yurt Dışı

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet İş Tanımı
Ayvens	ENXTPA:AYV	Fransa	Ayvens, hizmet kiralama ve araç filosu yönetimi hizmetleri sunmaktadır. Şirket ayrıca kullanılmış otomobil ve hafif ticari araç ticareti ve perakende araç satışı da yapmaktadır. Şirket daha önce ALD S.A. olarak biliniyordu ve Mayıs 2024'te adını Ayvens olarak değiştirdi.
Daiwa Motor Transportation Co., Ltd.	TSE:9082	Japonya	Şirket Japonya'da araç kiralama ve taksi hizmeti başta olmak üzere binek araç taşımacılığı işiyle uğraşmaktadır.
Easy Lease Motor Cycle Rental P.S.C.	ADX:EASYLEASE	Birleşik Arap Emirlikleri	Merkezi Birleşik Arap Emirlikleri'nde bulunan Şirket, motosikletlerin ticareti, kiralanması ve onarımı ile ilgilenmektedir.
Epicon Berhad	KLSE:EPICON	Malezya	Bir yatırım holding şirketi olan Epicon Berhad, Malezya'da otobüs taşımacılığı hizmetleri sunmaktadır.
Avis Budget Group, Inc.	NASDAQGS:CAR	ABD	Şirket iştirakleriyle birlikte işletmelere ve tüketicilere araba ve kamyon kiralama, araba paylaşım, yan ürünler ve hizmetleri sunmaktadır.
CarMax, Inc.	NYSE:KMX	ABD	Iştirakleriyle birlikte şirket ABD'de 2.el araç satışı faaliyeti gerçekleştirmektedir.
Jiangxi Changyun Co., Ltd.	SHSE:600561	Çin	Şirket Çin'in Jiangxi Eyaleti'nde karayolu yolcu taşımacılığı hizmetleri sunmaktadır. Şirket 80 yolcu istasyonu, 9.127 araç ve 2.437 işletme aracı işletmektedir.
Hertz Global Holdings, Inc.	NASDAQGS:HTZ	ABD	Şirket, Hertz, Dollar ve Thrifty markalaryla araç kiralama hizmetleri sunmaktadır.
Localiza Rent a Car S.A.	BOVESPA:RENT3	Brezilya	Araba kiralama hizmeti veren şirket 31.12.2021 itibarıyla 273.233 araçlık filo ve 620 adet araba kiralama acentesi işletmektedir.
Sixt SE	XTRA:SIX2	Almanya	Almanya merkezli şirket iştirakleriyle birlilkte özel ve işletmelerden oluşan müşterilere mobilite hizmetleri sunmaktadır. Şirket 2.115 istasyon ağına sahiptir.
Lumi Rental Company	SASE:4262	Suudi Arabistan	Şirket, Suudi Arabistan'da araç kiralama ve finansal kiralama şirketi olarak faaliyet göstermektedir.
United International Transportation Company	SASE:4260	Suudi Arabistan	Şirket iştirakleriyle birlikte Suudi Arabistan'da araç kiralama ve 2.el araba satışı gerçekleştirmektedir.
Sichuan Fulin Transportation Group Co., Ltd.	SZSE:002357	Çin	Şirket Çin'de karayolu yolcu taşımacılığı hizmetleri ve istasyon hizmetleri vermektedir.

Kaynak: Capital IQ, şirketlerin faaliyet ve finansal raporları ile internet siteleri

AKİF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ecza Mardin Cad. Park Konaklar Sitesi
F-2 A Blok No:16 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 359 35 77 Faks: (212) 359 35 20
www.akifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 292...
Gözaracı Kurumlar V.D. 8420 005 329
Mersis No: 0-8420-0083-3600027

5.1.4. Çarpan Analizi Sonucu

Çarpan analizi kapsamında, Şirket'in faaliyet gösterdiği araç ve filo kiralama sektöründe faaliyet gösteren yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketler incelenmiş; söz konusu şirketlerin piyasa çarpanları, Şirket'in değerlemesinde karşılaştırma ölçütü olarak kullanılmıştır. Benzer şirketlerin seçiminde; faaliyet alanı benzerliği, iş modeli uyumu, gelir yapısı, sermaye yoğunluğu ve filo büyüklüğü gibi temel kriterler dikkate alınmıştır.

Çalışma kapsamında, değerleme sonuçlarının piyasa gerçekliğini yansıtması ve uç gözlemlerden arındırılması amacıyla, Firma Değeri/FAVÖK (Son 12 Aylık) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanları için uç değer ve aykırı değer elemesi yapılmıştır.

Bu çerçevede FD/FAVÖK çarpanı için 5x'in altındaki ve 30x'in üzerindeki değerler, sektör dinamikleri ve piyasa uygulamaları ile uyumsuz kabul edilerek uç değer olarak değerlendirilmiş ve hesaplamaya dahil edilmemiştir.

PD/DD çarpanı için ise 5x'in üzerindeki değerler, varlık yoğun ve filo bazlı iş modellerinde piyasa gerçekliğini yansıtmadığı değerlendirildiğinden uç değer olarak kabul edilerek analiz kapsamı dışında tutulmuştur.

Söz konusu eşik değerler, sektör özelinde gözlemlenen tarihsel çarpan aralıkları ve piyasa uygulamaları dikkate alınarak belirlenmiş olup, değerleme sonuçlarının aşırı iyimser veya yanıltıcı seviyelere taşınmasını engellemeyi amaçlamaktadır.

Uç değerlerin ve aykırı gözlemlerin elenmesinin ardından, kalan gözlemler üzerinden ortalama değerler esas alınmıştır.

Şirket Adı	FD/FAVÖK (Son 12 aylık)
Ayvens	12,5x
Daiwa Motor Transportation Co., Ltd.	13,2x
Easy Lease Motor Cycle Rental P.S.C.	7,5x
Epicon Berhad	13,7x
Avis Budget Group, Inc.	11,1x
CarMax, Inc.	18,0x
Jiangxi Changyun Co., Ltd.	10,2x
Hertz Global Holdings, Inc.	~~52,9x~~
Localiza Rent a Car S.A.	9,4x
Sixt SE	7,4x
Lumi Rental Company	9,9x
United International Transportation Company	5,7x
Sichuan Fulin Transportation Group Co., Ltd.	20,8x
Yurt dışı Ortalama	**11,6x**

Not: Söz konusu çarpan değerleri 22.05.2026 tarihi itibarıyla olup, FAVÖK verileri Capital IQ'dan alınan düzeltilmemiş verilerdir.
Kaynak: Capital IQ

Şirket Adı	PD/DD
Ayvens	0,8x
Daiwa Motor Transportation Co., Ltd.	0,6x
Easy Lease Motor Cycle Rental P.S.C.	2,9x
Epicon Berhad	1,3x
Avis Budget Group, Inc.	~~NM~~
CarMax, Inc.	0,9x
Jiangxi Changyun Co., Ltd.	2,0x
Hertz Global Holdings, Inc.	~~NM~~
Localiza Rent a Car S.A.	1,9x
Sixt SE	~~0,0x~~
Lumi Rental Company	1,3x
United International Transportation Company	1,2x
Sichuan Fulin Transportation Group Co., Ltd.	1,9x
Yurt dışı Ortalama	**1,5x**

Not: Söz konusu çarpan değerleri 22.05.2026 tarihi itibarıyla olup, FAVÖK verileri Capital IQ'dan alınan düzeltilmemiş verilerdir.
Kaynak: Capital IQ

Yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı 11,6x olarak dikkate alınmıştır. Bu çarpanın, Şirket'in son 12 aylık FAVÖK tutarı olan 78.932.370 Avro ile çarpılması suretiyle 917.306.422 Avro tutarında firma değerine ulaşılmıştır.

Hesaplanan firma değerinden, 31.03.2026 tarihi itibarıyla net borç tutarı olan 205.766.563 Avro düşülerek, 711.539.859 Avro tutarında özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Yurt dışı benzer şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Değerleme (Avro)	
FD/FAVÖK (x)	11,6x
Son 12 Aylık FAVÖK	78.932.370
Firma değeri	917.306.422
31.03.2026 tarihi itibarıyla net borç	205.766.563
Özsermaye değeri	**711.539.859**

Kaynak: Vakıf Yatırım

PD/DD çarpanına dayalı değerlemede, yurt dışı benzer şirketler için 1,5x PD/DD çarpanı esas alınmıştır. Şirket'in 31.03.2026 tarihi itibarıyla defter değeri olan 387.630.964 Avro bu çarpan ile çarpılarak, 574.840.440 Avro tutarında özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Yurt dışı benzer şirketler PD/DD Çarpanına Göre Değerleme (Avro)	
PD / DD (x)	1,5x
31.03.2026 tarihi itibarıyla defter değeri	387.630.964
Özsermaye değeri	**574.840.440**

Kaynak: Vakıf Yatırım

Yurt dışı benzer şirketlere göre gerçekleştirilen çarpan analizinde, FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarının her birine %50 eşit ağırlık verilmesi uygun görülmüştür. Bu yaklaşım ile FD/FAVÖK çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri: 711.539.859 Avro, PD/DD çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri 574.840.440 Avro olmak üzere, söz konusu iki yöntemin eşit ağırlıklandırılması sonucunda, yurt dışı çarpan analizine göre hesaplanan nihai özsermaye değeri 643.190.149 Avro olarak belirlenmiştir.

Yurt dışı çarpan analizi sonucu (Avro)	Özsermaye değeri	Ağırlık
Yurt dışı FD/FAVÖK (x) analizi sonucu	711.539.859	50%
Yurt dışı PD/DD (x) analizi sonucu	574.840.440	50%
Yurt dışı çarpan analizine göre özsermaye değeri	**643.190.149**	**100%**

Kaynak: Vakıf Yatırım

Şirket Adı	FD/FAVÖK (Son 12 aylık)
Borlease Otomotiv A.S.	7,4x
Escar Filo Kiralama Hizmetleri A.S.	~~119,5x~~
LDR Turizm A.S.	~~162,2x~~
Beyaz Filo Oto Kiralama A.S.	5,4x
Tureks Turizm Tasimacilik Anonim Sirketi	~~3,6x~~
Gür-Sel Turizm Tasimacilik ve Servis Ticaret A.S.	6,7x
Yurt İçi Ortalama	**6,5x**

Kaynak: Capital IQ (22.05.2026 itibarıyla)

Şirket Adı	PD/DD
Borlease Otomotiv A.S.	
Escar Filo Kiralama Hizmetleri A.S.	3,3x
LDR Turizm A.S.	~~6,6x~~
Beyaz Filo Oto Kiralama A.S.	2,0x
Tureks Turizm Tasimacilik Anonim Sirketi	1,0x
Gür-Sel Turizm Tasimacilik ve Servis Ticaret A.S.	2,4x
Yurt İçi Ortalama	**2,2x**

Kaynak: Capital IQ (22.05.2026 itibarıyla)

Yurt içi benzer şirketler için FD/FAVÖK çarpanı 6,5x olarak dikkate alınmıştır. Bu çarpanın, Şirket'in son 12 aylık FAVÖK tutarı olan 78.932.370 Avro ile çarpılması suretiyle 512.222.726 Avro tutarında firma değerine ulaşılmıştır. Hesaplanan firma değerinden, 31.03.2026 tarihi itibarıyla net borç tutarı olan 205.766.563 Avro düşülerek, 306.456.163 Avro tutarında özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Yurt içi benzer şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Değerleme (Avro)	
FD/FAVÖK (x)	6,5x
Son 12 Aylık FAVÖK	78.932.370
Firma değeri	512.222.726
31.03.2026 tarihi itibarıyla net borç	205.766.563
Özsermaye değeri	**306.456.163**

Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

PD/DD çarpanına dayalı değerlemede, yurt içi benzer şirketler için 2,2x PD/DD çarpanı esas alınmıştır. Şirket'in 31.03.2026 tarihi itibarıyla defter değeri olan 387.630.964 Avro, söz konusu çarpan ile çarpılarak, 840.576.771 Avro tutarında özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Yurt içi benzer şirketler PD/DD Çarpanına Göre Değerleme (Avro)	
PD / DD (x)	2,2x
31.03.2026 tarihi itibarıyla defter değeri	387.630.964
Özsermaye değeri	**840.576.771**

Kaynak: Vakıf Yatırım

Yurt içi çarpan analizinde, Şirket'in faaliyet performansını ve operasyonel kârlılık kapasitesini daha sağlıklı yansıttığı değerlendirilen FD/FAVÖK çarpanına %90 ağırlık verilmiş, özkaynak bazlı bir değerleme yaklaşımı sunan PD/DD çarpanına ise %10 ağırlık atanmıştır. Her ne kadar PD/DD çarpanı daha yüksek bir özsermaye değerine işaret etse de ihtiyatlılık ilkesi doğrultusunda daha düşük değer üreten FD/FAVÖK metoduna yüksek ağırlık verilmesi uygun görülmüştür. Bununla birlikte, PD/DD çarpanının da tamamen dışlanmaması amacıyla sınırlı düzeyde (%10) ağırlıklandırılarak değerleme çalışmasına dahil edilmiştir.
Bu doğrultuda FD/FAVÖK çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri: 306.456.163 Avro, PD/DD çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri 840.576.771 Avro olmak üzere, söz konusu iki yöntemin FD/FAVÖK (%90) , PD/DD (%10) ağırlıklandırılması sonucunda, yurt içi çarpan analizine göre hesaplanan nihai özsermaye değeri 359.868.224 Avro olarak belirlenmiştir.

Yurt içi çarpan analizi sonucu (Avro)	Özsermaye değeri	Ağırlık
Yurt içi FD/FAVÖK (x) analizi sonucu	306.456.163	90%
Yurt içi PD/DD (x) analizi sonucu	840.576.771	10%
Yurt içi çarpan analizine göre özsermaye değeri	**359.868.224**	**100%**

Kaynak: Vakıf Yatırım

Şirket'in değerlemesinde, piyasa katılımcılarının fiyatlama davranışlarını daha bütüncül biçimde yansıtmak amacıyla, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler üzerinden gerçekleştirilen çarpan analizleri birlikte değerlendirilmiştir. Bu yaklaşım ile, yalnızca tek bir piyasanın koşullarına dayalı bir değerleme yapılmasının önüne geçilmesi ve farklı piyasa dinamiklerinin dengelenmesi amaçlanmıştır.

Bu kapsamda yurt içi benzer şirketlere göre gerçekleştirilen çarpan analizi sonucunda hesaplanan özsermaye değeri 359.868.224 Avro, yurt dışı benzer şirketlere göre gerçekleştirilen çarpan analizi sonucunda hesaplanan özsermaye değeri ise 643.190.149 Avro olarak belirlenmiştir.

Söz konusu iki değerleme sonucunun, her birine %50 eşit ağırlık verilmek suretiyle birlikte değerlendirilmesi neticesinde, Çarpan Analizi yöntemine göre hesaplanan nihai özsermaye değeri 501.529.187 Avro olarak tespit edilmiştir.

Çarpan analizi sonucu (Avro)	Özsermaye değeri	Ağırlık
Yurt içi çarpan analizi sonucu	359.868.224	50%
Yurt dışı çarpan analizi sonucu	643.190.149	50%
Çarpan analizi sonucuna göre özsermaye değeri	**501.529.187**	**100%**

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.2. Değerleme Sonucu

Şirket için değer tespiti çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan İNA ve Çarpan Analizi olmak üzere iki yönteme göre değer tespiti yapılmıştır. Her iki yöntemin eşit ağırlıklandırılması sonucunda Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri 500.870.292 Avro olarak hesaplanmaktadır. 22.05.2026 tarihi itibarıyla 52,8599 EUR/TL kuruna göre ise 26.475.953.555 TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu Halka Arz Öncesi Özsermaye Değerine %20,0 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 21.180.762.844 TL düzeyinde Halka Arz İskontolu Özsermaye Değerine ulaşılmakta olup, 31.03.2026 itibarıyla 700.000.000 TL seviyesindeki ödenmiş sermayeye göre Halka Arz İskontolu Birim Hisse Fiyatı **30,26** TL olarak tespit edilmektedir.

Intercity - Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (Avro)	Ağırlık
İndirgenmiş Nakit Akımları	500.211.398	%50
Çarpan Analizi	501.529.187	%50
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Avro)	**500.870.292**	**%100**

Kaynak: Vakıf Yatırım

Intercity - Değerleme Sonuç	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (Avro)	500.870.292
EUR/TL*	52,8599
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	26.475.953.555
Ödenmiş Sermaye (TL) (31.03.2026 itibarıyla)	700.000.000
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (TL)	37,82
Halka Arz İskonto Oranı	%20,0
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	21.180.762.844
Halka Arz Fiyatı (TL)	**30,26**

**22.05.2026 itibarıyla TCMB EUR/TL alış kuru*
Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat İdari Merkez Gardenia Cad. Park Mall Sitesi
F-2 A Blok No: 6 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 25 77 Fax: [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: [illegible]
Boğaziçi Kurumlar V.D. [illegible]
Mersis No. 0-8270-[illegible]

6. Ekler

6.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

22.05.2026

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 22.05.2026 tarihli Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Uğur FİDAN
Genel Müdür

Mehmet Doğa DOĞMUŞ
Müdür

6.2. EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

22.05.2026

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 22.05.2026 tarihli değerleme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip, tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiğini ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Uğur FİDAN
Genel Müdür

Mehmet Doğa DOĞMUŞ
Müdür

Mehmet Doğa Doğmuş

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/17FB045A-C0EB-4002-9DE0-F6E0F18948F5

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	26.08.2022	924586	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı turune ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/5963633D-5D5B-436D-A0E2-62C0C97CAA99

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	20.06.2023	92/118	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı turune ait 8 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Kredi Derecelendirme Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/35DFF5A2-51FF-4594-8F09-E6009E9EA2A7

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	7.07.2023	92744	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında

Bu rozete sahip olan kişi, Kredi Derecelendirme Lisansı türüne ait 5 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Kredi Derecelendirme Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/7CC4A4AA-89B6-4D10-BD9E-CF31F2FA6041

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	29.08.2023	92742	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında

Bu rozete sahip olan kişi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı türüne ait 5 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Deniz Demir
SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/BDFD46C7-B0A8-4D6E-BB13-E1A73CA4630A

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	11.12.2025	939456	AKTİF LİSANS

DENİZ DEMİR, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/26C0A9C1-B2FA-40DD-A55C-EDF4FCE29B40

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	11.12.2025	939461	AKTİF LİSANS

DENİZ DEMİR, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Özel Hükümler:

Bu belgeye sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait 8 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Bilgiyiniz