



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



Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

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

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
TÜİK	: 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

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 yaptıracağı 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 değerler 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, değerlendirme 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

YAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akademi, Ebu'nna Mardin Cami Parkı Maya Sitesi
F-2/A Blok No:48 Beşiktaş 34335 İstanbul
Tel: 0(212) 351 35 77 Fax: 0(212) 351 35 42
www.yakifyatirim.com.tr
Katılım, Ticaret Sicil No: 317228
Boğaziçi Kurumlar M.C. 927 006 8759
Mersis No: 0-9220-0000000000000000

	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'in 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.

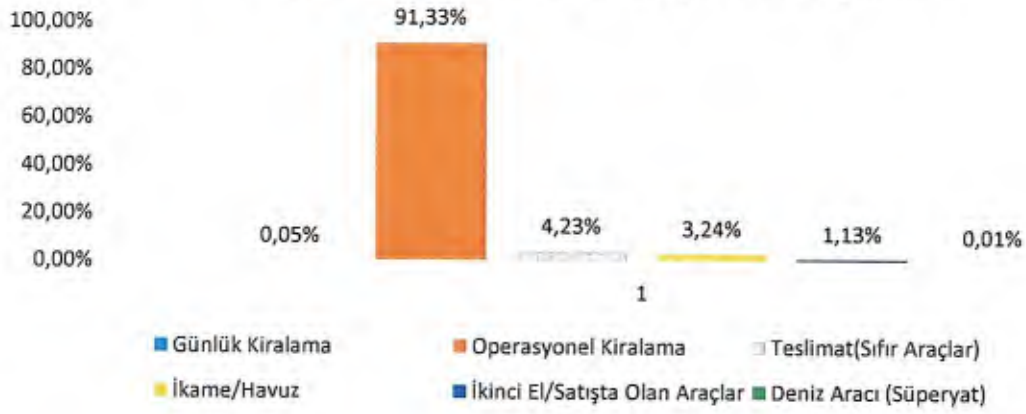
Şirket'in bağlı ortaklıklarının detayı aşağıda verilmektedir:

Bağlı Ortaklıklar	Kuruluş ve Faaliyet Yeri	Esas Faaliyet Konuları	İştirak Payı ve Sahip Olunan Oy Hakkı(%)
September Yachting 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.

31 Mart 2026 Tarihi İtibarıyla Filo Dağılımı

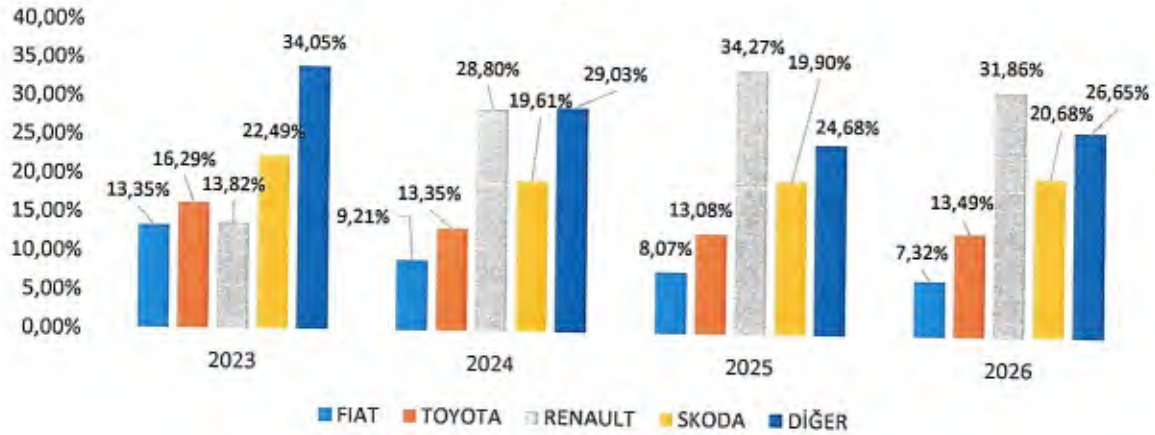


Şirket'in filosundaki araçların marka dağılımına aşağıdaki tablolarda yer verilmektedir:

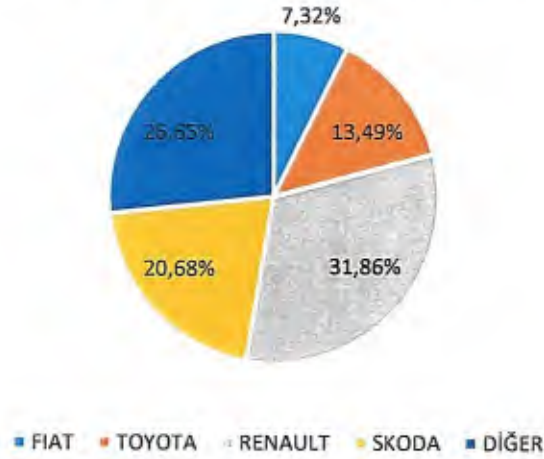
Araç Marka Dağılımı	31 Aralık 2023		31 Aralık 2024		31 Aralık 2025		31 Mart 2026	
	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)
Skoda	4.768	22,49	3.893	19,61	3.471	19,90	3.436	20,68
Toyota	3.455	16,29	2.651	13,35	2.281	13,08	2.241	13,49
Renault	2.930	13,82	5.717	28,80	5.978	34,27	5.293	31,86
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 Dağılımı	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



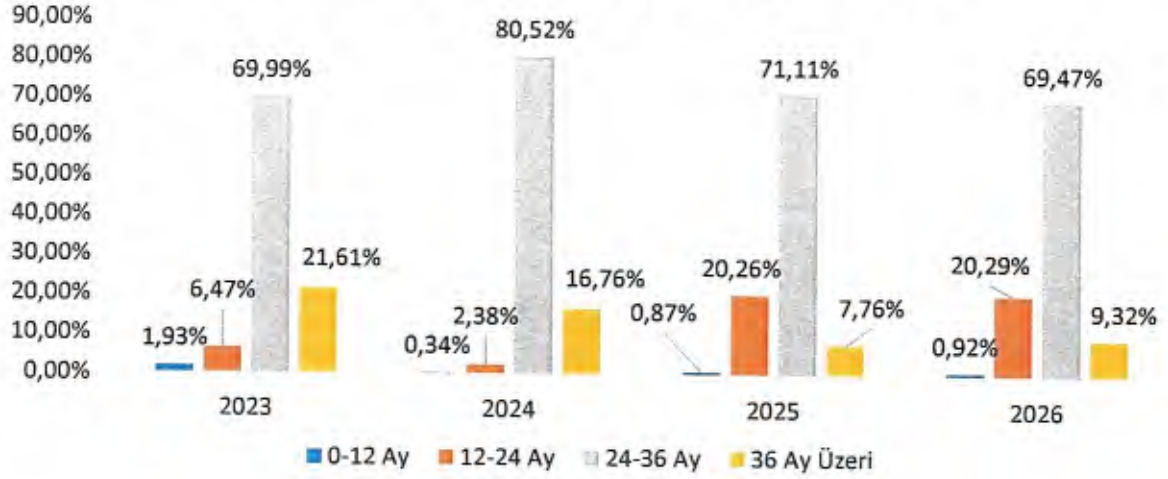
31 Mart 2026 tarihi itibarıyla Grup'un araç filosu 1.216 adet Fiat, 2.241 adet Toyota, 5.293 adet Renault, 3.436 adet Skoda, 600 adet Volkswagen 871 adet Hyundai, 221 adet Citroen, 676 adet Peugeot, 2.061 adet diğer markalar olmak üzere toplam 16.615 adet araç ve bir adet süperyattan oluşmaktadır.

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

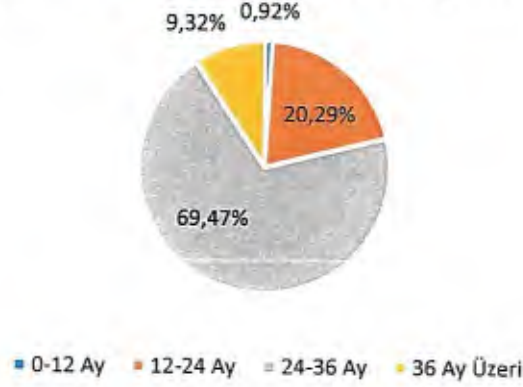
	31 Aralık 2023		31 Aralık 2024		31 Aralık 2025		31 Mart 2026	
	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)	Adet	Oran (%)
0 - 12 Ay (*)	367	1,93	58	0,34	133	0,87	140	0,92
12 - 24 Ay	1.232	6,47	405	2,38	3.098	20,26	3.078	20,29
24 - 36 Ay	13.323	69,99	13.721	80,52	10.871	71,11	10.539	69,47
36 Ay Üzeri	4.114	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 İtibarıyla Sözleşme Süreleri



31 Mart 2026 Tarihi İtibarıyla Sözleşme Süreleri



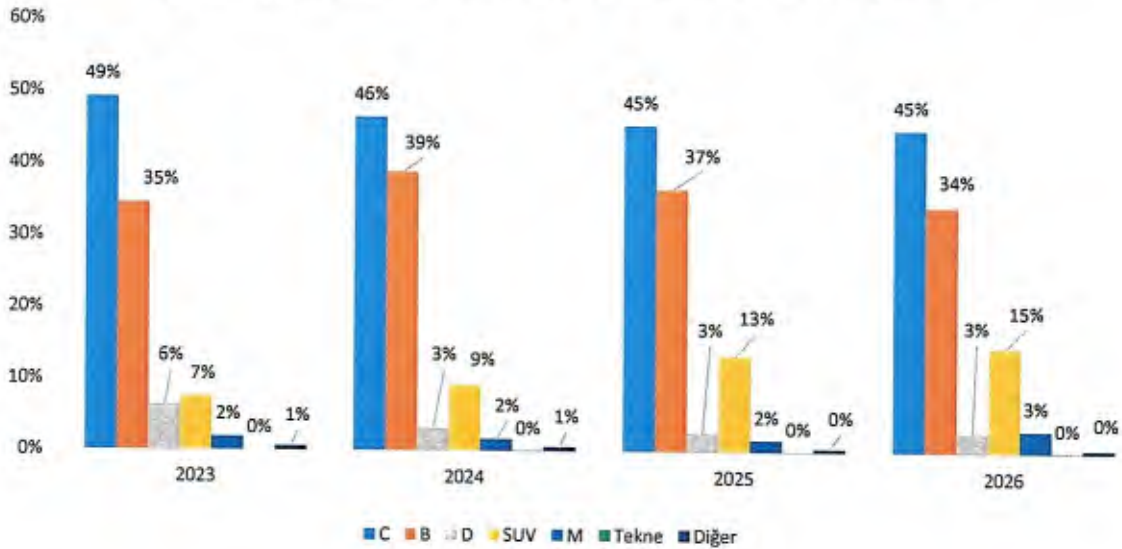
31 Mart 2026 tarihi itibarıyla Grup'un kiraya verilen 15.170 adet aracının 140 adedi 0-12 ay, 3.078 adedi 12-24 ay, 10.539 adedi 24-36 ay arasında, 1.413 adedi ise 36 ay ve üstü süreli kiraya verilmiştir.

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.

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 818 adet 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](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 işletmeleridir.

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%	

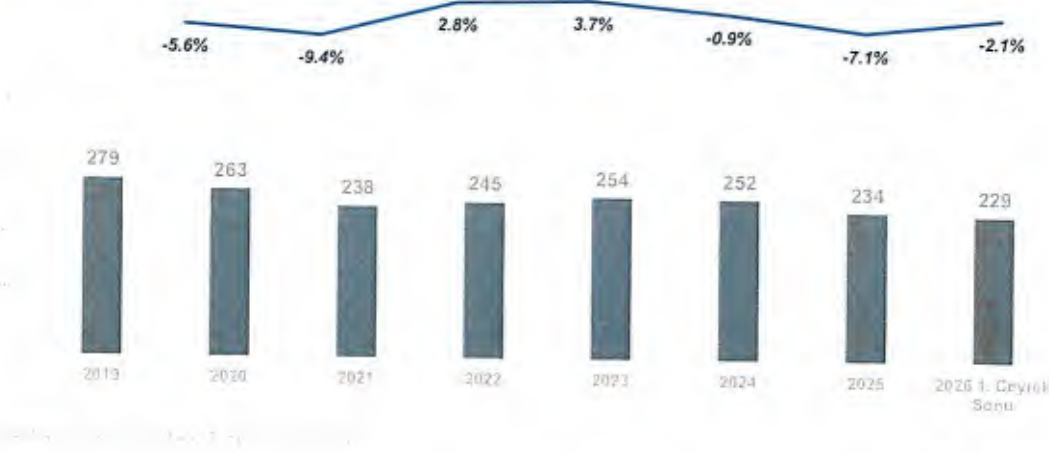
(Kaynak: https://www.odmd.org.tr/web_2837_1/neuralnetwork.aspx?type=26
www.odmd.org.tr/folders/2837/categorial1docs/6091/Makroekonomik%20Değerlendirme%20-%20Mart%202026.pdf)

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/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKIP7Aivmf64.pdf)

SEKTÖR ARAÇ PARKI GELİŞİM TAHMİNİ YILLIK

(000 ADET)



(Kaynak:

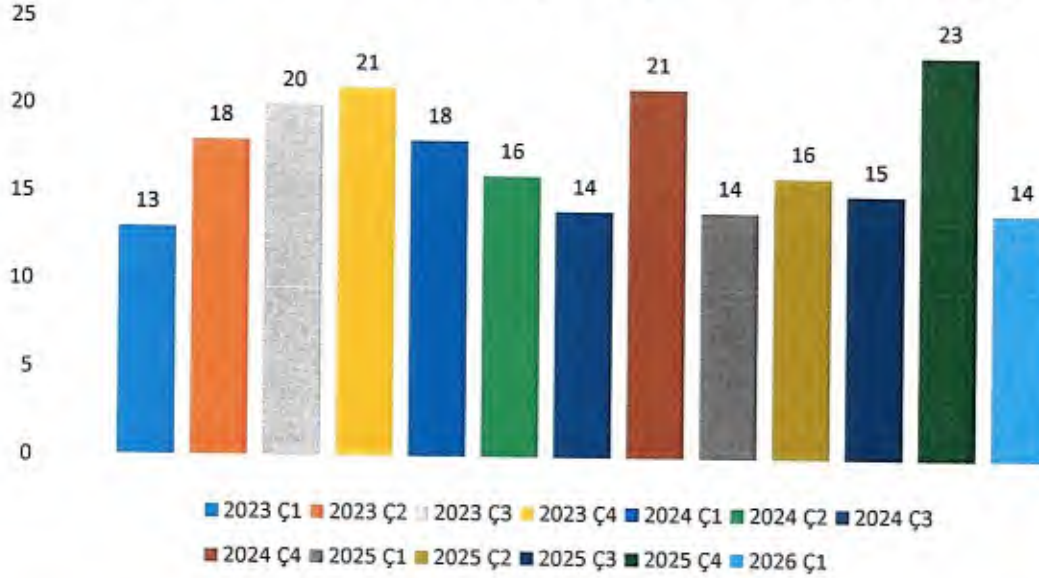
https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKIP7Aivmf64.pdf)

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:

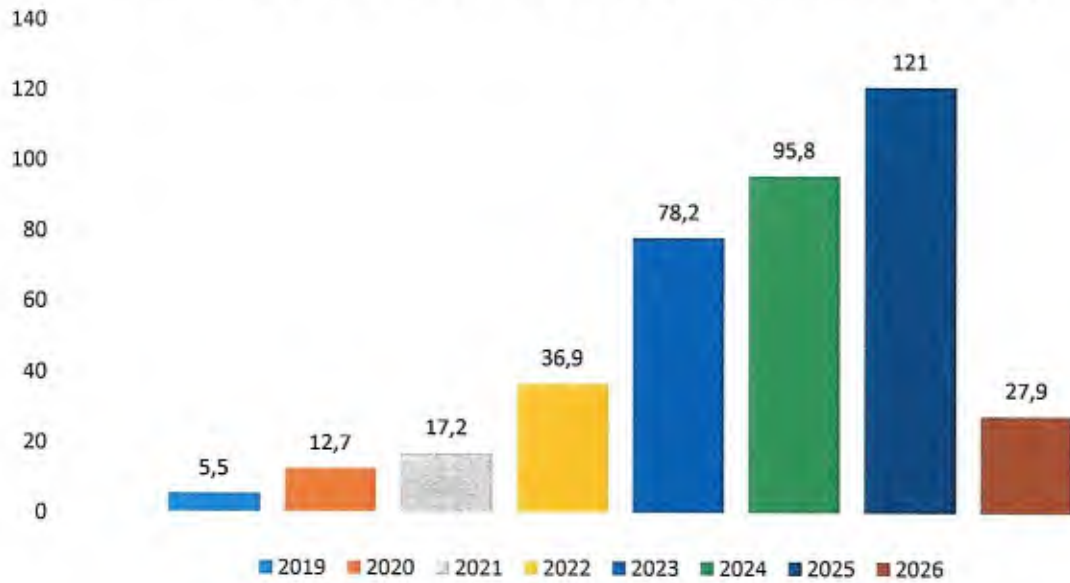
https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKIP7Aivmf64.pdf)

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



(Kaynak:

https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKIP7Aivmf64.pdf)



(Kaynak:

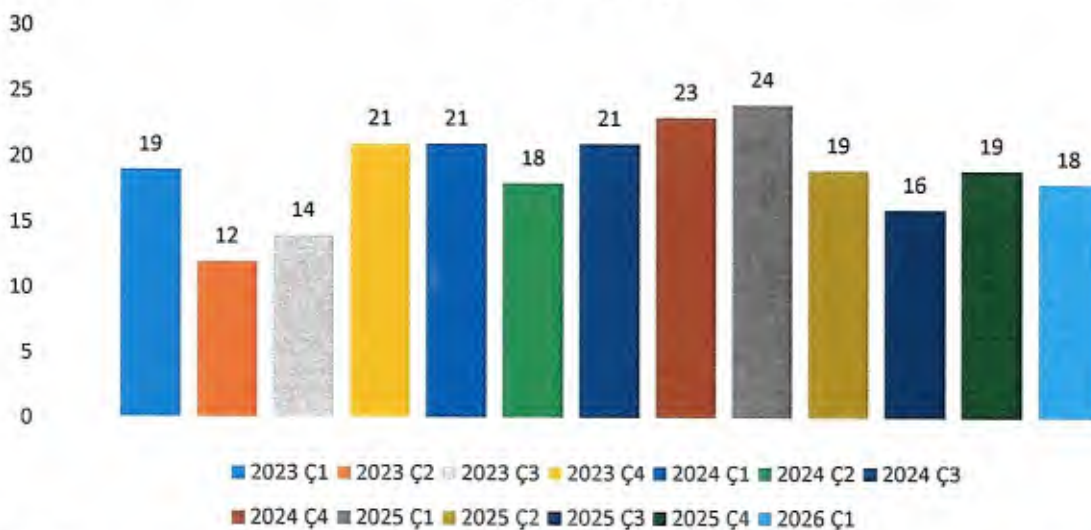
<https://www.oyder->

tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKIP7Aivmf64.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/yce9SfEh3bhmt0ULxvYLKZQeSzBywKIP7Aivmf64.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/yce95Feh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf)

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



(Kaynak:

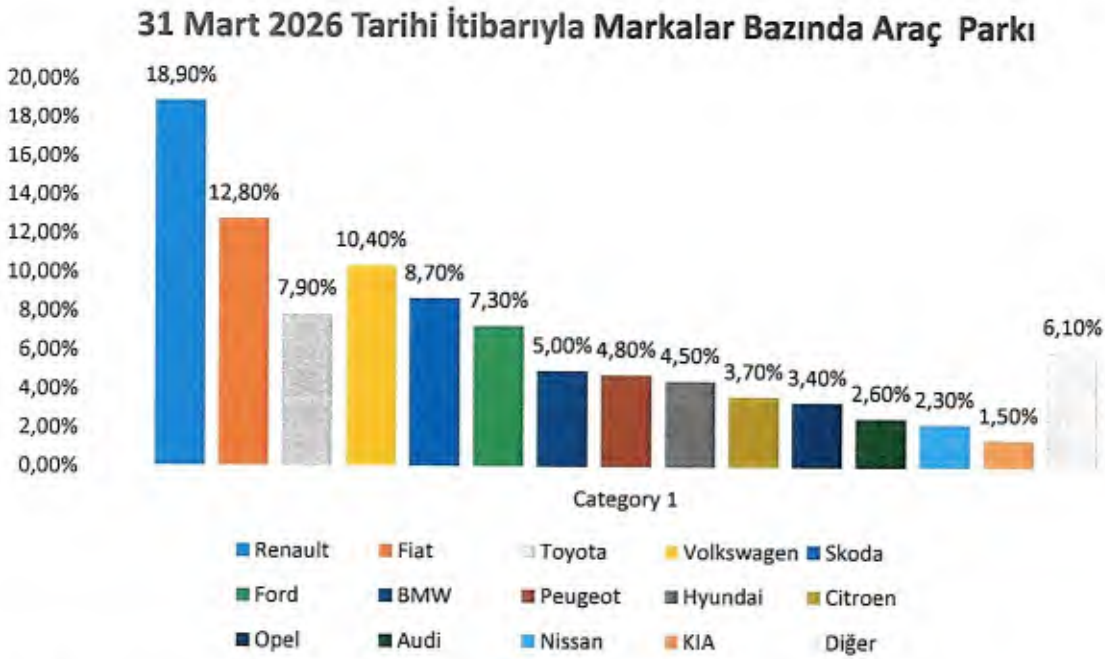
<https://www.oyder->

tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLI7ZQeSzBywKIP7Aivmf64.pdf

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)

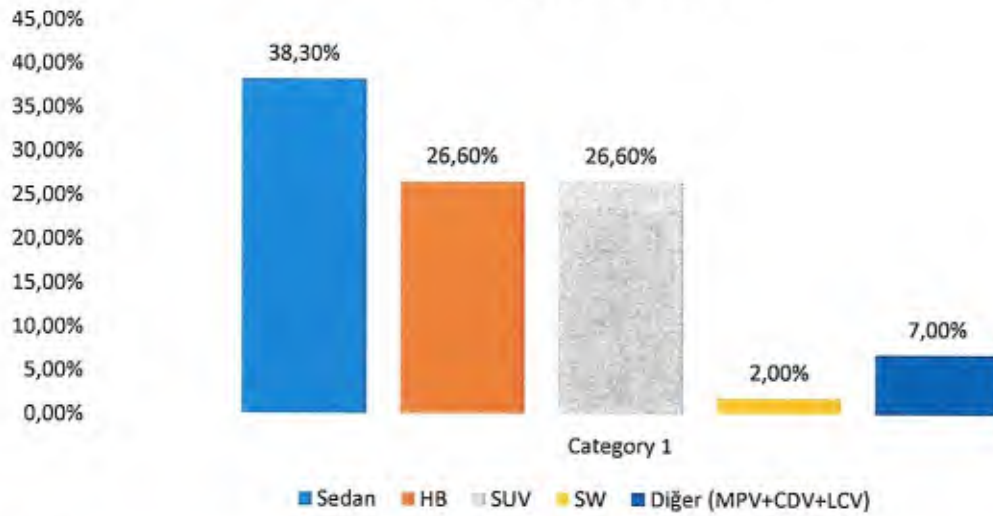
Markalar Bazında Araç Parkı

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



Araç Segmentleri

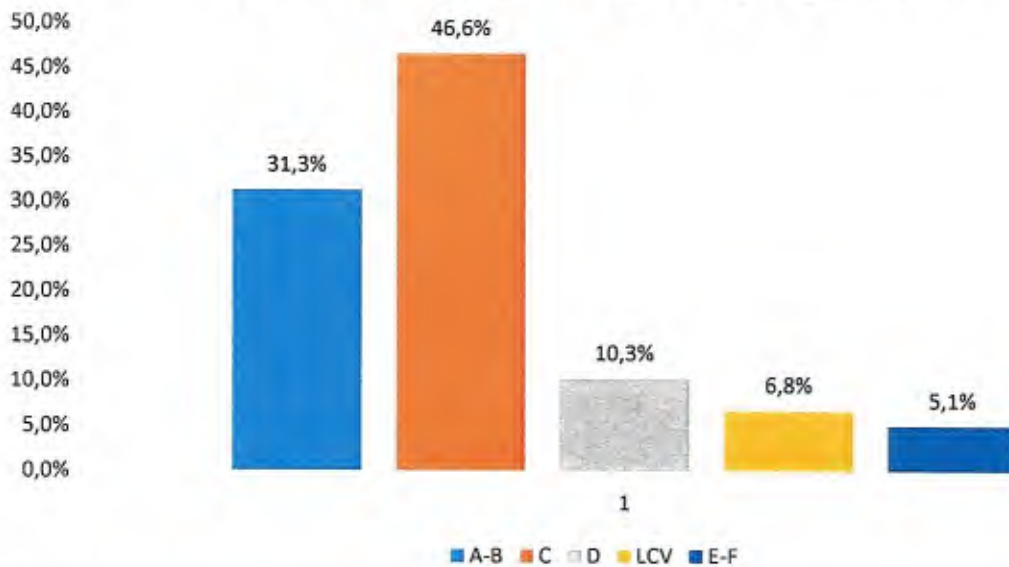
31 Mart 2026 tarihi itibarıyla sektördeki araçların segment bazında dağılımı aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir



(Kaynak:

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

31 Mart 2026 Tarihi İtibarıyla Araç Segmentleri



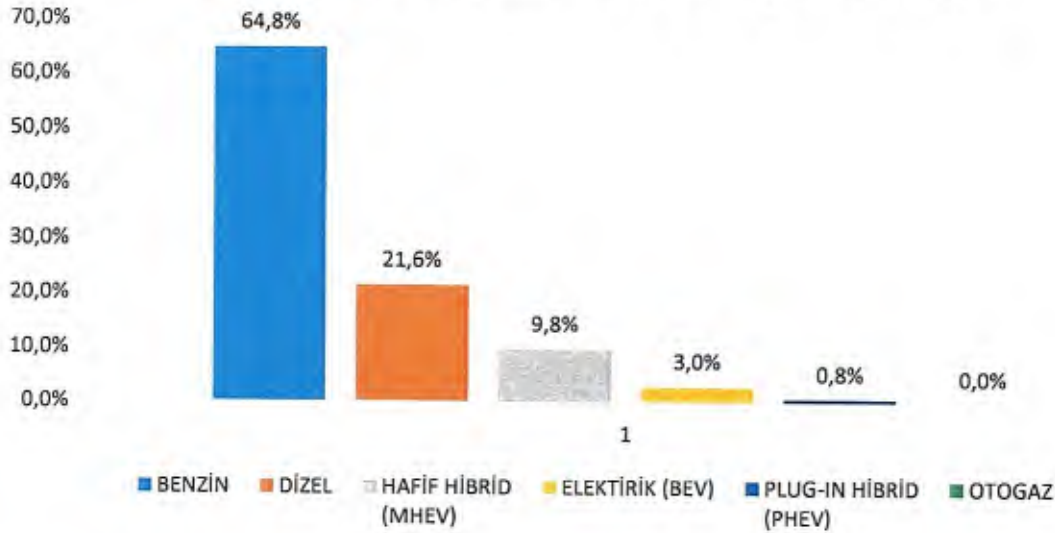
(Kaynak: <https://www.oyder->

(Kaynak: https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlcVYLkZOeSzBywKIP7Aivmf64.pdf)

Araç Yakıt Tipleri

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

31 Mart 2026 TARİHİ İTİBARIYLA ARAÇ YAKIT TİPLERİ

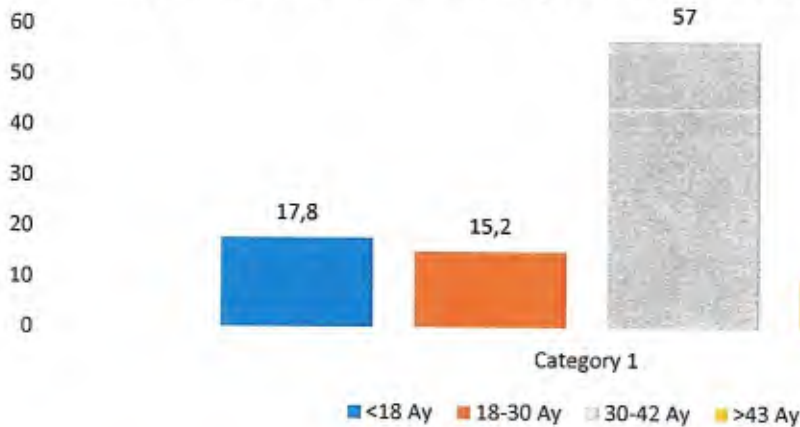


(Kaynak: https://www.oyder-tr.org/storage/images/duyuru_images/files/yce9SfEh3bhmt0UlxvYLkZQeSzBywKlP7Aivmf64.pdf)

Kiralama Sözleşme Vadeleri

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

31 Mart 2026 Tarihi İtibarıyla Kiralama Sözleşme Vadeleri



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

Operasyonel kiralama sektörünü genel olarak etkileyen mevzuat değişikliklerinin 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.

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/categorialdocs/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/categorialdocs/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/categorialdocs/6027/Makroekonomik%20Değerlendirme%20-%20Aralık%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/categorialdocs/6027/Makroekonomik%20Değerlendirme%20-%20Aralık%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

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/categorical1docs/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 & Nicholson's 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'in finansal tablolarını da kapsayacak şekilde, 31 Aralık 2025 ve 31 Mart 2026 tarihli finansal tablolar ise Şirket'in bağlı ortaklığı olan September'in 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

(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 Kâr 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

(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
<i>Dönen Varlıkların Toplam Varlıklar İçerisindeki Payı (%)</i>	9%	8%	13%	12%
Duran Varlıklar	42.270.439.889	39.386.534.043	34.904.522.305	33.396.318.792
<i>Duran Varlıkların Toplam Varlıklar İçerisindeki Payı (%)</i>	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

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), 4.980.114.393 TL (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	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	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

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akıllı Mağ. Etüdü Cad. No: 10 Kat: 5. Kat
Etiler/Beşiktaş/İstanbul
Tic. Sic. No: 274983
Mersis No: 08020037500001000000010001000100

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 (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 (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

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.

(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.

(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

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 sağlıklı 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 endeksliliğine 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 değerlendirme 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

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akot Mah. Çamlıca Köyü Cad. No: 33 Kat: 3
Etiler Blok No: 10 Beşiktaş 34398 İstanbul
Tic. Sic. No: 274733 / Şirket Sic. No: 274733 / Mersis No: 080700329000001
Tic. Sic. No: 274733 / Şirket Sic. No: 274733 / Mersis No: 080700329000001

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 fiyatlamaya 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

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 gerçekleştirmeler 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 gelirden 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 gerçekleştirmeler 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 marjlarını, 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 kâr marjı tahminlerinde 2023 yılında %30,0 olarak gerçekleşen yüksek brüt kâr marjı projeksiyonlara taşınmamıştır. Aşağıda projeksiyon döneminin tüm yılları için ikinci el satış brüt kârı ve ikinci el satış brüt kâr 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 değerlendirme 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 Satış 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 Satış Brüt Karı	63.018	2.385	355	1.025
İkinci El Araç Satış Brüt Kar Marjı	30,0%	1,2%	0,2%	3,8%

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

İkinci El Araç Satış 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 Satış Brüt Karı	294	159	307	279
İkinci El Araç Satış Brüt Kar Marjı	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Kaynak: Şirket Varsayımları, Vakıf Yatırım

İkinci El Araç Satış 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 Satış Brüt Karı	339	405	475	520	418
İkinci El Araç Satış 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 oluşturmıştır. 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 oranının 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.

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 gerçekleştirmelerinin 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 gerçekleştirmeler 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 değerlendirme sonucunun daha yüksek oluşmasına neden olabilecektir. Ancak değerlendirme 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 gerçekleştirmeler 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 artırılarak 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)

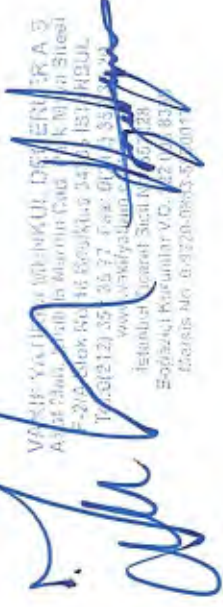
UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29. maddesi uyarınca, tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu doğrultuda İNA çalışmasında 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.

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: İNA çalışmasında; ikinci el araç satış maliyetleri üç yıl önce satın alınan araçlarının yatırım harcamalarına dahil edildiği için serbest nakit akımlarına eklenmiştir.


 VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Akatlar Mahallesi, Akatlar Köyü, Beşiktaş İlçesi, İstanbul
 Tic. Sic. No: 270903, Şirket Sic. No: 270903, Mersis No: 34030000000000000000
 Telefon: 0212 351 35 37, Faks: 0212 351 35 38
 E-posta: bilgi@vki.com.tr, iletisim@vki.com.tr
 Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sic. Sic. No: 270903

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.


 YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
 Fırat Caddesi No: 18 Beşiktaş / İstanbul
 Tic. Sic. No: 272120 / Mersis No: 0803000815000000017

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 tespitin yapılmasını amaçlamaktadır. Bu yöntem, piyasa katılımcılarının fiyatlama davranışlarını ve sektörel değerlendirme eğilimlerini yansıtmaları açısından tamamlayıcı bir değerlendirme aracı niteliği taşımaktadır.

Çarpan Analizi kapsamında teorik olarak kullanılabilircek başlıca değerlendirme 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 yansıtmaması, 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 değerlendirme 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 yansıtmamasının 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 yansıtmaması nedeniyle Çarpan Analizi kapsamında "FD/FAVÖK" ve filo büyüklüğü ile yaratılan değeri yansıtmaması nedeniyle "PD/DD" çarpanının kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir. Çarpan Analizi kapsamında Borsa İstanbul'da Intercity ile benzer sektörde faaliyet gösteren 7 şirket

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, kiralınması 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	İştirakleriyle 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 markalarıyla 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 birlikte 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

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, değerlendirme sonuçlarının piyasa gerçekliğini yansıtmaması 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, değerlendirme 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

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Akademi Bulvarı, Kat: 9, No: 100, Beşiktaş/İstanbul
 Tic. Sic. No: 274923, Mersis: 34330000000000000000000000000000
 F: 0212 349 10 10, E: bilgi@vakifyatirim.com.tr
 www.vakifyatirim.com.tr
 İstanbul Ticaret Sicil No: 274923
 Borsada Kurumlar Y.D. No: 274923
 Kurumlar Y.D. No: 274923

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

Şirket için değer tespiti çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan İNA ve Çarpan Analizi olmak üzere iki yöntemle 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.

Kaynak: Vakıf Yatırım

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

