

**Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi**  
**Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Hazırlanan Fiyat Analiz Raporu**

**25.01.2023**

## **Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Analiz Raporu**

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. fıkrası ve 2016/27 sayılı SPK bülteninde alınan ilke karar çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin hazırlanan Analiz Raporu'nda 6. kısımda bulunan fiyata ilişkin değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tera Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

### **1. Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Bülbüloğlu Vinç" veya "Şirket")**

Şirket 1987 yılında kurulmuş olup Şirket'in ana faaliyet konusu çelik konstrüksiyon ve çelik konstrüksiyona dayalı gezer, köprülü ve her nevi vinç imalatı, her türlü kaldırma ve taşıma makinalarının ve portal vinçlerinin, imalatı, ithalatı, ihracatı, alımı, satımı, kiralınması, bakımı ve onarımıdır.

Şirket, Ankara Sincan Organize Sanayi bölgesinde 38.936 m<sup>2</sup> üzerine kurulmuş kendi mülkü olan fabrikada faaliyet göstermektedir. Faaliyet konusu işleri, çift giriş köprülü vinçler, portal vinçler, proses vinçler, pergel vinçler, kaldırma grupları, özel imalatlar, gemi yükleme vinçleri, transfer arabası, ızgara temizleme makinası, sabit çekirme vinçler ve çelik konstrüksiyon imalatlarından oluşmaktadır.

Şirket'in iki adet olan bağlı ortaklıklarından ilki Bülbüloğlu Çelik Endüstrisi Sanayi Ticaret A.Ş., geniş bir yelpazede çelik konstrüksiyon imalatı ve montajı hizmet vermektedir. Şirket'in diğer bağlı ortaklığı ise Bülbüloğlu Kongre Turizmi Otelcilik İnşaat İç ve Dış Ticaret A.Ş., Ankara'da Holiday Inn markası altında otelcilik hizmeti vermektedir.

## 2. Mali Tablolar

### 2.1. Finansal Durum Tabloları

| Varlıklar - TL                             | 31.12.2019         | 31.12.2020         | 31.12.2021         | 30.09.2022           |
|--------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                     | <b>163.768.706</b> | <b>175.965.705</b> | <b>429.867.817</b> | <b>868.468.165</b>   |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                  | 3.043.927          | 22.695.941         | 130.685.834        | 86.657.085           |
| Ticari Alacaklar                           | 58.580.470         | 80.333.893         | 195.411.178        | 228.827.710          |
| Diğer Alacaklar                            | 43.629.773         | 3.878.291          | 6.675.638          | 23.763.877           |
| Stoklar                                    | 44.982.783         | 61.037.936         | 83.243.697         | 446.885.034          |
| Peşin Ödenmiş Giderler                     | 5.854.421          | 5.605.931          | 12.605.908         | 17.951.882           |
| Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar     | 1.017.673          | 413.541            | 518.454            | 1.450.671            |
| Mal ve Hizmet Satış. Doğan Söz. Varlıkları | -                  | -                  | -                  | 5.391.246            |
| Diğer Dönen Varlıklar                      | 6.659.659          | 2.000.172          | 727.108            | 57.540.660           |
| <b>Duran Varlıklar</b>                     | <b>61.788.436</b>  | <b>171.283.479</b> | <b>170.236.022</b> | <b>495.803.857</b>   |
| Finansal Yatırımlar                        | 4.157.550          | -                  | -                  | -                    |
| Diğer Alacaklar                            | 6.348              | 6.348              | 6.348              | -                    |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller              | -                  | 5.245.000          | -                  | -                    |
| Maddi Duran Varlıklar                      | 54.947.654         | 157.189.786        | 158.958.097        | 421.812.228          |
| Kullanım Hakkı Varlıkları                  | -                  | -                  | 1.453.416          | 1.195.355            |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar              | 122.157            | 8.806.828          | 594.514            | 20.145.393           |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                   | 2.291.230          | -                  | -                  | -                    |
| Peşin Ödenmiş Giderler                     | 263.497            | 35.517             | 9.223.647          | 52.650.881           |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                    | <b>225.557.142</b> | <b>347.249.184</b> | <b>600.103.839</b> | <b>1.364.272.022</b> |

| Kaynaklar - TL                           | 31.12.2019         | 31.12.2020         | 31.12.2021         | 30.09.2022           |
|------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|
| <b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>         | <b>155.116.625</b> | <b>210.689.926</b> | <b>414.920.843</b> | <b>818.087.294</b>   |
| Kısa Vadeli Finansal Borç                | 37.442.899         | 56.404.843         | 77.104.365         | 20.987.893           |
| Uzun Vadeli Borç. Kısa Vadeli Kısımları  | 3.289.106          | 29.233.368         | 12.072.969         | 6.053.877            |
| Ticari Borçlar                           | 59.879.027         | 57.818.790         | 156.638.660        | 306.905.318          |
| Diğer Kısa Vadeli Borçlar                | 18.386.371         | 418.369            | 4.640.975          | 20.234.054           |
| Çalışanlara Sağ. Fay. Kapsamında Borçlar | 2.580.069          | 2.623.828          | 3.997.642          | 7.370.825            |
| Ertelenmiş Gelirler                      | 26.571.944         | 57.610.636         | 154.239.118        | 443.811.098          |
| Devam Eden İnşaat Söz. Borçlar           | 3.536.948          | 952.850            | -                  | -                    |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü             | 37.990             | 989.507            | -                  | 1.714.204            |
| Kısa Vadeli Karşılıklar                  | 1.693.334          | 2.299.238          | 4.080.054          | 5.409.399            |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler          | 1.698.937          | 2.338.497          | 2.147.060          | 5.600.626            |
| <b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>         | <b>37.193.558</b>  | <b>89.425.608</b>  | <b>114.233.409</b> | <b>201.544.221</b>   |
| Uzun Vadeli Finansal Borç                | 29.501.095         | 15.061.082         | 4.257.803          | 869.594              |
| Ticari Borçlar                           | -                  | 8.659.867          | -                  | -                    |
| Diğer Borçlar                            | -                  | 48.350.584         | 25.796.993         | 26.832.907           |
| Ertelenmiş Gelirler                      | -                  | 4.307.962          | 63.988.312         | 122.037.980          |
| Uzun Vadeli Karşılıklar                  | 7.692.463          | 8.207.853          | 19.165.560         | 22.835.032           |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü             | -                  | 4.838.260          | 1.024.741          | 28.968.708           |
| <b>ÖZKAYNAKLAR</b>                       | <b>33.246.959</b>  | <b>47.133.650</b>  | <b>70.949.587</b>  | <b>344.640.507</b>   |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                  | <b>225.557.142</b> | <b>347.249.184</b> | <b>600.103.839</b> | <b>1.364.272.022</b> |

## 2.2. Kar/Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tabloları

| Kar veya Zarar Kısmı - TL          | 2019              | 2020              | 2021              | 2021/09           | 2022/09           |
|------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Hasılat                            | 272.067.624       | 275.598.425       | 505.203.575       | 314.257.199       | 549.262.117       |
| Satışların Maliyeti (-)            | -237.788.812      | -235.629.010      | -428.807.256      | -264.135.982      | -469.481.529      |
| <b>Brüt Kâr/(Zarar)</b>            | <b>34.278.812</b> | <b>39.969.415</b> | <b>76.396.319</b> | <b>50.121.217</b> | <b>79.780.588</b> |
| Genel Yönetim Giderleri (-)        | -18.130.499       | -14.323.732       | -20.070.364       | -12.456.282       | -25.571.193       |
| Pazarlama Satış ve Dağ. Gid. (-)   | -4.559.374        | -4.263.900        | -5.022.064        | -3.329.979        | -6.906.444        |
| Esas Faaliyetlerden Diğ. Gel.      | 10.331.925        | 17.519.955        | 73.448.059        | 16.112.063        | 71.130.723        |
| Esas Faaliyetlerden Diğ. Gid. (-)  | -12.259.930       | -28.620.657       | -102.992.415      | -24.304.548       | -80.114.232       |
| <b>Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)</b> | <b>9.660.934</b>  | <b>10.281.081</b> | <b>21.759.535</b> | <b>26.142.471</b> | <b>38.319.442</b> |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gel.      | -                 | 231.195           | -                 | -                 | -                 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gid. (-)  | -                 | -                 | -1.681.054        | -                 | -                 |
| <b>Faaliyet Kârı / (Zararı)</b>    | <b>9.660.934</b>  | <b>10.512.276</b> | <b>20.078.481</b> | <b>26.142.471</b> | <b>38.319.442</b> |
| Finansman Gelirleri                | 19.688.882        | 27.220.025        | 47.406.639        | 14.461.792        | 40.645.792        |
| Finansman Giderleri (-)            | -23.860.477       | -35.141.817       | -40.796.640       | -25.360.697       | -35.062.769       |
| <b>Vergi Öncesi Kârı/(Zararı)</b>  | <b>5.489.339</b>  | <b>2.590.484</b>  | <b>26.688.480</b> | <b>15.243.566</b> | <b>43.902.465</b> |
| <b>Vergi Gelir/(Gideri)</b>        | <b>-187.417</b>   | <b>4.057.449</b>  | <b>2.073.300</b>  | <b>592.171</b>    | <b>-736.672</b>   |
| <b>Dönem Net Kârı/(Zararı)</b>     | <b>5.301.922</b>  | <b>6.647.933</b>  | <b>28.761.780</b> | <b>15.835.737</b> | <b>43.165.793</b> |

## 3. Halka Arza İlişkin Bilgiler

| Tera Yatırım Bülbüloğlu Vinç Halka Arz Fiyat Tespit Raporu Özeti - Milyon TL |                                |
|------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|
| Halka Arz Şekli                                                              | Sermaye Artışı ve Ortak Satışı |
| Çıkarılmış Sermaye                                                           | 30,00                          |
| Halka Arz Edilecek Pay Adedi                                                 | 11,50                          |
| <i>Sermaye Artırımı</i>                                                      | 7,60                           |
| <i>Ortak Satışı</i>                                                          | 3,90                           |
| Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye                                         | 37,60                          |
| Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı                                        | %30,6                          |
| Halka Arz Birim Pay Fiyatı                                                   | 31,00 TL                       |
| Halka Arz Edilecek Payların Değeri                                           | 356,5                          |
| Halka Arz Öncesi Hesaplanan Piyasa Değeri ( <i>İskonto Öncesi</i> )          | 1.162,5                        |
| <i>Halka Arz İskontosu</i>                                                   | %20                            |
| <b>Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri</b>                                        | <b>930,0</b>                   |
| <b>Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri</b>                                       | <b>1.165,6</b>                 |

## 4. Değerleme Yöntemleri

Tera Yatırım tarafından hazırlanan FTR’de, Bülbüloğlu Vinç paylarının halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla kullanılan yöntemler aşağıda yer almaktadır.

- 1) Çarpan Analizi
- 2) İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

Nihai değer hesaplamasında Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemleri eşit ağırlıklandırılmıştır.

#### 4.1. Çarpan Analizi Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Bülbüloğlu Vinç'in şirket değerinin hesaplamasında;

Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD), Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları yaklaşımlarına yer verilmiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında faaliyetleri Bülbüloğlu Vinç ile benzeşen şirket bulunmadığı belirtilerek değerlendirilmedi; BİST Sınai Endeksi (XUSIN) şirketlerine ait çarpan verileri 27.12.2022 itibarıyla dikkate alınmıştır. Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilere göre; BİST Sınai Endeksi içerisinde yer alan şirketlerden aktif büyüklüğü 500.000.000 TL ile 1.600.000.000 TL arasında olanlar çarpan analizi yöntemi kapsamında seçilmiştir. Seçilen şirketlerin medyan değerleri incelenmiş olup bu değer 2 katı oranında sapma gösteren şirketler kapsam dışı bırakılmıştır.

| XUSIN - Seçilmiş              | F/K   | FD/FAVÖK | PD/DD |
|-------------------------------|-------|----------|-------|
| Ortanca                       | 14,61 | 14,82    | 4,63  |
| Ortanca – (Uç Değerler Hariç) | 12,18 | 14,37    | 4,49  |
| Ortalama                      | 27,42 | 19,86    | 6,72  |

| TL                     | Ana Ortaklık<br>Net Kar | FAVÖK      | Ana Ortaklık<br>Özkaynaklar | Net Finansal<br>Borç (Nakit) |
|------------------------|-------------------------|------------|-----------------------------|------------------------------|
| 30.09.2022 / Son 12 Ay | 55.131.120              | 70.637.660 | 310.893.250                 | -58.745.721                  |

| Şirket Değeri - TL           | F/K         | FD/FAVÖK      | PD/DD         |
|------------------------------|-------------|---------------|---------------|
| XUSIN                        | 671.266.093 | 1.073.854.169 | 1.396.643.423 |
| Ağırlık                      | 40,0%       | 40,0%         | 20,0%         |
| Çarpan Analizi               | 268.506.437 | 429.541.667   | 279.328.685   |
| Çarpan Analizi Şirket Değeri | 977.376.789 |               |               |

F/K, FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanları ile hesaplanan değerler sırasıyla %40, %40 ve %20 oranlarında ağırlıklandırılarak **Çarpan Analizi ile Şirket Değeri 977.376.789 TL ve birim pay değeri 32,58 TL** olarak hesaplanmıştır.

#### 4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemi ile hesaplanan Şirket Değeri'ne ilişkin özet veriler aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. Şirket Değeri'nin hesaplanmasında 2023-

2027 dönemi nakit akımları projeksiyonu kullanılmış, indirgeme oranı %21,1 olarak dikkate alınmıştır.

| İskonto Oranları                   |              |
|------------------------------------|--------------|
| Risksiz Faiz Oranı (Türkiye 5 yıl) | %17,8        |
| Risk Primi (5 yıldan 30 yıla)      | %1           |
| Hisse Risk Primi                   | %6           |
| Beta                               | 1,0          |
| Sermaye Maliyeti                   | %24,8        |
| Borç Maliyeti                      | %22,8        |
| Vergi Oranı                        | %20          |
| Borç/Sermaye+Borç                  | %56,8        |
| Sermaye/Sermaye+Borç               | %43,2        |
| <b>AOSM</b>                        | <b>%21,1</b> |
| <b>Sonsuz Büyüme Oranı</b>         | <b>%5,0</b>  |

| TL                                     | 2022T                | 2023T                | 2024T              | 2025T              | 2026T              | 2027T              |
|----------------------------------------|----------------------|----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Net Satışlar                           | 1.090.666.652        | 1.530.003.309        | 2.205.362.031      | 2.728.479.075      | 3.295.033.819      | 3.959.710.548      |
| Faaliyet Karı (FVÖK)                   | 96.508.556           | 148.729.794          | 233.228.865        | 297.952.471        | 407.647.893        | 484.321.018        |
| Vergi                                  | 22.196.968           | 29.745.959           | 46.645.773         | 59.590.494         | 81.529.579         | 96.864.204         |
| <b>Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı</b> | <b>74.311.588</b>    | <b>118.983.835</b>   | <b>186.583.092</b> | <b>238.361.977</b> | <b>326.118.314</b> | <b>387.456.814</b> |
| Azınlık Hakları (-)                    | 2.211.258            | 3.863.413            | 4.996.856          | 6.828.914          | 13.586.518         | 15.246.453         |
| Yatırım Harcamaları (-)                | -                    | 93.500.000           | -                  | -                  | -                  | -                  |
| Amortismanlar                          | 6.576.167            | 8.505.526            | 8.505.526          | 8.505.526          | 8.505.526          | 8.098.267          |
| Net İşletme Sermayesi Değişimi         | -98.876.055          | -28.872.964          | -44.303.068        | -34.330.093        | -36.420.016        | -43.727.008        |
| <b>Serbest Nakit Akışı</b>             | <b>-20.199.559</b>   | <b>1.252.983</b>     | <b>145.788.694</b> | <b>205.708.496</b> | <b>284.617.306</b> | <b>336.581.620</b> |
| <b>İndirgeme Oranı</b>                 | <b>21,1%</b>         |                      |                    |                    |                    |                    |
| İNA - 2022-2027 (A)                    | 478.127.261          |                      |                    |                    |                    |                    |
| Devam Eden Değer (B)                   | 844.544.212          | %5,0 Terminal Büyüme |                    |                    |                    |                    |
| <b>Firma Değeri (A+B)</b>              | <b>1.322.671.473</b> |                      |                    |                    |                    |                    |
| Azınlık Hakları                        | -33.747.257          |                      |                    |                    |                    |                    |
| Net Nakit                              | 58.745.721           |                      |                    |                    |                    |                    |
| <b>Şirket Değeri</b>                   | <b>1.347.669.937</b> |                      |                    |                    |                    |                    |

Buna göre Tera Yatırım tarafından INA ile Şirket Değeri 1.347.669.937 TL, birim pay değeri ise 44,92 TL olarak hesaplanmıştır.

## 5. Sonuç

Tera Yatırım tarafından Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri ile hesaplanan şirket değerleri eşit ağırlıklandırılması sonucunda Şirket Değeri **1.162.523.363 TL**, Birim ise Pay Değeri **38,75 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değere **%20 halka arz iskontosu** uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 930.018.690 TL** ve **Halka Arz Birim Pay Değeri 31,00 TL** olarak belirlenmiştir.

| Değerleme Yöntemi              | Ağırlık | Şirket Değeri<br>TL  | Birim Pay Değeri<br>TL |
|--------------------------------|---------|----------------------|------------------------|
| Çarpan Analizi                 | 50%     | 977.376.789          | 32,58                  |
| INA Analizi                    | 50%     | 1.347.669.937        | 44,92                  |
| <b>Şirket Değeri</b>           |         | <b>1.162.523.363</b> | <b>38,75</b>           |
| <b>Halka Arz İskontosu</b>     |         | <b>20%</b>           |                        |
| <b>Halka Arz Şirket Değeri</b> |         | <b>930.018.690</b>   | <b>31,00</b>           |

## 6. Tera Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Analist Raporu

Analizimizde Tera Yatırım tarafından hazırlanan FTR’de yer alan Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

FTR’de; Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemlerine yer verilmiştir. Halka arz fiyatının tespit edilmesinde kullanılan bu iki yönteme ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

### Çarpan Analizi Yöntemine İlişkin Görüşlerimiz:

- Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler arasında faaliyetleri itibarıyla Bülbüloğlu Vinç’e benzeyen şirket bulunmadığı belirtilerek BİST Sınai Endeksi’ne dahili aktif büyüklükleri 500 – 1.600 milyon TL arasındaki şirketlerin çarpanlarının (uç değerler dışında bırakılarak) ortanca değerleri değerlemede dikkate alınmıştır. Bu yaklaşımı genel itibarıyla makul bulmakla birlikte, bu çarpan setinin yanı sıra Şirket’in faaliyet

gösterdiği sektörün alt ve üst sektörleri ile paydaşları dikkate alınarak Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasından seçilmiş bir şirket setine ilişkin çarpan değerlemesine de ayrıca yer verilebileceğini değerlendiriyoruz.

- Halka arz işlemlerinin doğal akışı çerçevesinde FTR'de yer alan ve Şirket Değeri hesaplamasında kullanılan BIST çarpan verileri 27.12.2022 tarihli'dir. Bununla birlikte halka arzın 26.01.2023'te başlayacak olması nedeniyle, güncel çarpan değerlerinin farklı olabileceğine dikkat çekiyoruz.
- Şirket'in 334,6 milyon TL seviyesinde olan Özkaynaklar tutarının 249,8 milyon TL'si duran varlık değer artış fonundan kaynaklandığına dikkat çekmek isteriz. Benzer şirketler olarak değerlendirilen şirketlerin de duran varlıklarında değerlendirme yapılmış ve bilançolarında bu değerler ile izleniyorsa PD/DD çarpanının kullanılması uygun olmakla birlikte benzer olarak seçilen şirketlerde benzer şekilde bir değerlendirme yapılmadıysa söz konusu çarpanın kullanılması PD/DD ile hesaplanan Şirket Değeri'nin yüksek tespit edilmesi anlamına gelebilecektir.

### **İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine İlişkin Görüşlerimiz**

FTR'de yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde kullanılan varsayımlar ile Tera Yatırım ve/veya Şirket ile bir araya gelmemiş olmamız nedeniyle, FTR'de yer alan verilerden hareketle görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

- Nakit akışları tahmininde yalnızca net satış tutarları ve faaliyet karı kalemlerine yer verilmiştir. Söz konusu dönemlere ilişkin olarak Şirket'in satışlarının miktar ve birim fiyatların ile ilgili yıllarda gerçekleşen net satış tutarları değişimlerinin sebeplerine ilişkin detaylı bilgi verilmesinin daha yerinde olacağını değerlendiriyoruz.
- Projeksiyonlarda, 2023 yılında öngörülen 93,5 milyon TL yatırım harcaması dışında yatırım harcaması öngörüsü yer almamaktadır. Ağır sanayi sektöründe faaliyet gösteren Şirket'in gelecek dönemlere ilişkin yatırımlarına ve bunlara ilişkin amortismanlara ilişkin detaylara yer verilmesinin daha açıklayıcı olacağını değerlendiriyoruz.

- Net İşletme Sermayesi hesaplamasında, Şirket'in iş modeli dikkate alınarak; Verilen Sipariş Avansları ve Ertelenmiş Gelirler (alınan sipariş avansları) kalemlerine de yer verilmesinin yerinde olacağını değerlendiriyoruz.

### **Sonuç olarak;**

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde kullanılan varsayımlar ile ilgili Tera Yatırım ve/veya Şirket ile bir araya gelmemiş olmamız ve söz konusu yönetime ilişkin bilginizin Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan verilerle sınırlı kalması nedenleriyle detaylı bir analiz gerçekleştirilememiştir.

Yukarıdaki görüşlerimiz ve dikkat çektiğimiz noktalar ile birlikte; mevcut faaliyetlerin değerlemesinde dikkate alınan karlılık ve indirgeme oranlarının Şirket Değeri üzerindeki etkisini vurgulayarak; beklenen değerlerin oluşmasının, projeksiyonların gerçekleşmesine doğrudan bağlı olduğunun göz önünde bulundurulması gerektiğini düşünüyoruz.

### **Uyarı Notu**

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ABD'de dağıtılmak için hazırlanmamıştır.*