

Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş.

25.01.2023

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesine dayanılarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin değerlendirme raporu olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Fiyatı	31,00 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Dağıtım Yöntemi	Oransal Dağıtım Yöntemi
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	30.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	37,600.000 TL
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	11.500.000 TL
Sermaye Artırımı	7.600.000 TL
Ortak Satışı	3.900.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	356.500.000 TL
Halka Açıklık oranı	%30,59
Ek Satış	-
Talep Toplama Tarihleri	26-30 Ocak 2023
BIST İşlem Kodu	BVSAN.E
Halka Arza İlişkin Taahhütler	Ortaklar tarafından verilen taahhütler: Şirket Paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, nakit artırımı yolu ile bedelli sermaye artırımı yapılmayacağı, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceği, ve ayrıca 18 ay boyunca bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağı taahhüt edilmiştir. Şirket hakim ortakları, halka arz edilen payların Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 18 ay boyunca dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğini ve bu doğrultuda karar alınmayacağını taahhüt etmiştir. Halka arz eden pay sahipleri Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, halka arz fiyatının altında bir fiyattan Borsa İstanbul'da satmayacaklarını taahhüt etmiştir. . Şirket, halka arzdan sonra 5 yıl süre ile yıllık net dağıtılabilir karının asgari %30'unun nakit kar payı olarak dağıtılması hedeflenmektedir.

2. HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM ALANI

- Devam Eden Fabrika Binası İnşaatı : %40
- Makine Teçhizat Alımı : %30
- İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi : %30

3. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket") 15.04.1987 tarihinde Ankara'da kurulmuştur. Kuruluş 17.04.1987 tarihli 1748 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan olmuştur. 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, kiralanması, bakımı ve onarımıdır.

Şirket'in merkez adresi "Ahi Evran Osb Malı. Oğuz Cad. No:21 Sincan/ANKARA" olarak tescil ettirmiştir.

Şirket'in Ankara Sincan Organize Sanayi bölgesinde 38.936 m2 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, izgara temizleme makinası, sabit çekirme vinçler ve çelik konstrüksiyon imalatlarından oluşmaktadır.

Bağlı Ortaklıklar:

Bülbüloğlu Çelik Endüstrisi Sanayi Ticaret A.Ş.;

2006 yılında Yenikent / ANKARA lokasyonunda kurulmuştur.

23.000 m2 kapalı alana, 2.500 m2 iklim kontrollü boyahaneye ve toplamda 37.000 m2 alana sahiptir. Proje tipine göre yılda 22.000 ton üretim kapasitesi ile başta güç santralleri ve köprüler olmak üzere endüstriyel tesisleri, baraj daimi teçhizatlarını, kuleleri, tankları, alışveriş merkezlerini, hizmet yapılarını, konveyör sistemlerini de kapsayan geniş bir yelpazede çelik konstrüksiyon imalatı ve montajı hizmet vermektedir. Ana ortaklık Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş., 31. 12.2020 tarihinde Bülbüloğlu Çelik hisselerinin %85'ini satın almıştır.

Bülbüloğlu Kongre Turizmi Otelcilik İnşaat İç ve Dış Ticaret A.Ş.;

Intercontinental Hotels Group (IHG)'un Ankara'da Holiday Inn markası ve franchise sözleşmesi ile Holiday Inn markası altında 15.11.2012 tarihinde Tunus Caddesi No:7 Çankaya/Ankara adresinde Holiday Inn Ankara Otelini açarak hizmete başlamış ve işletmesini devam ettirmektedir.

Bülbüloğlu Çelik Endüstrisi Sanayi Ticaret A.Ş., 31.12.2020 tarihinde Bülbüloğlu Otel hisselerinin %88'ini satın almıştır.

Bülbüloğlu Vinç, bağlı ortaklıkları ile birlikte toplam 361 personel ile 2021 yılında faaliyetlerini gerçekleştirmiştir. 2021 yılında konsolide cirosu 505.203.575 TL olurken hasılatın %83'ünü Bülbüloğlu Vinç'in faaliyet sonuçları oluşturmaktadır. (30.09.2022 tarihiyle sona eren dokuz aylık dönemde konsolide ciro 549.262. 117 TL, Vinç faaliyet eri de cironun %67'sini oluşturmuştur.)

Şirket Sermayesinin Dağılımı:

Hissedar	Grubu	H.A.Öncesi Sermaye		H.A.Sonrası Sermaye	
		TL	%	TL	%
Önder Bülbüloğlu	A	9.000.000	30,00	9.000.000	23,94%
	B	900.000	3,00	-	0,00%
Bülbüloğlu Holding A.Ş.	B	20.100.000	67,00	17.100.000	45,48%
Halka Arz Edilecek Paylar	B	-	-	11.500.000	30,59%
- Sermaye Artırımı	B	-	-	7.600.000	20,21%
- Ortak Satışı	B	-	-	3.900.000	10,37%
Toplam		30.000.000	100,00	37.600.000	100,00

4. DEĞERLEME ÖZETİ

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesinde Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) yöntemine yer verilmiştir. İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 1.162.523.363 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 30.000.000 TL olan Şirketin halka arz pay başına değeri 38,75 TL olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise pay başına halka arz fiyatı 31,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ve bağlı ortaklıkları için çarpan analizi yöntemine göre yapılan hesaplamada Şirket'in faaliyet gösterdiği Vinç sektöründe yurt içinde halka açık şirket bulunmadığından BİST Sınai Endeksi (XUSIN) içerisindeki sanayi şirketlerinin değerleri Çarpan analizlerinde 30.09.2022 tarihli finansal verileri yıllıklandırılarak kullanılmıştır. Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, Şirket değerinin objektif tespit edilmesi adına sanayi şirketlerinin değerlemesinde en çok tercih edilen Fiyat/Kazanç (F/K), FD/FAVÖK çarpanları %40'ar ağırlıklandırılmış, öte yandan Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranlarının ağırlığı %20 alınmıştır. Şirket'in 30.09.2022 tarihli bilançosunda yer alan ana ortaklığa ait özkaynak değeri hesaplamada dikkate alınmıştır. Piyasa çarpanları analizleri kapsamında 27.12.2022 tarihli veriler ve çarpanlar kullanılmıştır. (27.12.2022 XU100 Kapanış: 5435)

Piyasa Değeri ve Halka Arz Birim Pay Değeri			
Değerleme Özeti	Ağırlık	Şirket Değeri (Milyon TL)	Ağırlıklı Değer TL
İNA	50%	1.347.669.937	673.834.968
Çarpan Analizi		977.376.789	488.688.395
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri			1.162.523.363
Pay Başına Hedef Değer			38,75
Halka Arz İskontosu (%)			20%
İskontolu Şirket Değeri			930.018.690
Halka Arz Pay Başına Değer			31,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1. Çarpan Analizi Yöntemi

Şirket'in 30.09.2022 tarihi itibarıyla aktif büyüklüğünün 1.364.272.022 TL olmasından dolayı endekste yer alan benzer şirketlerden aktif büyüklüğü 500.000.000 TL ile 1.600.000.000 TL arasında olanlar seçilmiştir. Seçilmiş bu şirketlerin öncelikle Ortanca çarpan değerleri tespit edilmiş ve bulunan bu ortanca değerlerin 2 katının üzerinde ve yarısının altında kalanlar değerlendirme dışı bırakılmıştır. Değerleme dışı bırakılan çarpan değerlerinin üzeri çizilmiştir. Ayrıca yurt dışında vinç sektöründe faaliyet gösteren şirketler değerleri de incelenmiş ancak söz konusu şirketlerin piyasa değerlerinin 1 milyar dolar ve üzerinde olması sebebiyle değerlendirilmeye dahil edilmemelerine karar verilmiştir.

27.12.2022			
Çarpanlar	Ortanca	Ortanca	Ortalama
YURTİÇİ BENZER ŞİRKETLER		Uç Değerler Hariç	
F/K	14,61	12,18	27,42
FD/FAVÖK	14,82	14,37	19,86
PD/DD	4,63	4,49	6,72
Çarpanlar ile değerlendirme (TL)	Şirket		Ağırlıklı
YURTİÇİ BENZER ŞİRKETLER	Değeri	Ağırlık	Değer
F/K	671.266.093	%40	268.506.437
FD/FAVÖK	1.073.854.169	%40	429.541.667
PD/DD	1.396.643.423	%20	279.328.685
Çarpanlara göre Şirket Değeri			977.376.789

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2. İndirgenmiş Nakit Analizi

Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindendir .
- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır .
- Gösterge faiz olarak 10 yıllık devlet tahvili faiz getirisi olarak projeksiyon dönemleri boyunca maruz kalacağı oynaklık dikkate alınarak %17,8 olarak kullanılmıştır.
- Hisse risk primi ise %6 olarak baz alınmıştır.
- Beta değeri her ilk halka arz olan şirkette olduğu gibi varsayımsal olarak 1 alınmıştır.
- Kurumlar vergisi oranı %20 olarak alınmıştır.

TARİHSEL NAKİT AKIŞI					TAHMİNİ NAKİT AKIŞI				
TL	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022T	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T	31.12.2026T	31.12.2027T
Net Satışlar	272.067.624	275.598.425	505.203.575	1.090.666.652	1.530.003.309	2.205.362.03	2.728.479.075	3.295.033.819	3.959.710.548
Yıllık Büyüme	24%	1%	83%	116%	40%	44%	24%	21%	20%
FAALİYET KARI	69.825.72	57.826.059	51.303.892	96.508.556	148.729.794	233.228.865	297.952.471	407.647.893	484.321.018
Net Satışlara Oranı	25,7%	21,0%	10,2%	8,8%	9,7%	10,6%	10,9%	12,4%	12,2%
Vergi Oranı	-0,8%	-1,5%	-4,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi	-588.052	-859.128	-2.073.300	22.196.968	29.745.959	46.645.773	59.590.494	81.529.579	96.864.204
VSNFK (vergi	70.413.773	58.685.187	53.377.192	74.311.588	118.983.835	186.583.092	238.361.977	326.118.314	387.456.814
Azınlık Hakları	0	-9	298.902	2.211.258	3.863.413	4.996.856	6.828.914	13.586.518	15.246.453
Net Satışlara Oranı	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yatırım Harcamaları	0	0	0	0	-93.500.000	0	0	0	0
Net Satışlara Oranı	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Amortisman	1.117.535	2.945.929	6.520.125	6.576.167	8.505.526	8.505.526	8.505.526	8.505.526	8.098.267
Net Satışlara Oranı	0,4%	1,1%	1,3%	0,6%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%
Net İşletme Sermayesi	-26.	18.122.110	54.779.575	-98.876.055	-28.872.964	-44.303.068	-34.330.093	-36.420.016	-43.727.008
Net Satışlara Oranı	-9,6%	6,6%	10,8%	-9,1%	-1,9%	-2,0%	-1,3%	-1,1%	-1,1%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	45.422.272	79.753.235	114.377.990	-20.199.559	1.252.983	145.788.694	205.708.496	284.617.306	336.581.620
SNA Bugünkü Değeri					1.034.838	99.443.764	115.886.485	132.424.614	129.337.560

Daimi Büyüme Metodu Sonsuz Büyüme SNA Değeri	353.410.701
SNA'nın Bugün Değerleri Toplamı	478.127.261
+ Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	844.544.212
İşletme Değeri	1.322.671.473
+ Nakit	86.657.085
- Toplam Finansal Borç	27.911.364
- Azınlık Hakları	-33.747.257
+ Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	
Toplam Hedef Özsermaye Değeri	1.347.669.937
Hisse Sayısı	30.000.000
Hisse Başına Şirket Değeri	44,92

5. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

- Bülbüloğlu Vinç Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin Fiyat Tespit Raporunda yer alan bilgilerin açıklayıcı ve verilerle desteklenmiş olduğunu düşünmekteyiz. Şirket’e, sektöre ve Şirket’in sektördeki yerine ilişkin olarak verilen bilgi ve verilerin yeterince açıklayıcı olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket’in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde iki temel olarak Pazar yaklaşımı - Piyasa Çarpanları Analizi (“Çarpan Analizi”) ve Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (“İNA”) kullanılmış ve İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizine eşit ağırlık verilmiş olmasını uygun buluyoruz.
- Yurt içi çarpan analizinde, 27.12.2022 tarihli veriler ve çarpanlar kullanılmıştır. (27.12.2022 XU100 Kapanış: 5435)
- Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda Çarpan Analizi ve İNA ile Şirket’in nihai piyasa değeri 1.162.523.363 TL olarak bulunmuştur.
- Şirket’in piyasa değerine uygulanan %20 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri 31,00 TL olmasını makul buluyoruz.

EK 1: Bülbüloğlu Vinç Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. Özet Bilanço

(TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Dönen Varlıklar	163.768.706	175.965.705	429.867.817	868.468.165
Duran Varlıklar	61.788.436	171.283.479	170.236.022	495.803.857
TOPLAM VARLIKLAR	225.557.142	347.249.184	600.103.839	1.364.272.022
Kısa Vadeli Yükümlülükler	155.116.625	210.689.926	414.920.843	818.087.294
Uzun Vadeli Yükümlülükler	37.193.558	89.425.608	114.233.409	201.544.221
Özkaynaklar	33.246.959	47.133.650	70.949.587	344.640.507
Ödenmiş Sermaye	12.310.000	12.310.000	30.000.000	30.000.000
TOPLAM KAYNAKLAR	225.557.142	347.249.184	600.103.839	1.364.272.022

EK 2: Bülbüloğlu Vinç Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. Özet Gelir Tablosu

KAR veya ZARAR TABLOSU (TL)	2019/12	2020/12	2021/12	2021/09	2022/09
Net Satışlar	272.067.62	275.598.42	505.203.57	314.257.1	549.262.1
Satışların maliyeti	237.788.81	235.629.01	428.807.25	264.135.9	469.481.5
Brüt kar	34.278.81	39.969.41	76.396.31	50.121.2	79.780.5
Esas Faaliyet Karı	9.660.93	10.281.08	21.759.53	26.142.4	38.319.4
Dönem Karı/Zararı	5.301.92	6.647.93	28.761.78	15.835.7	43.165.7
Kaynak: Fiyat Tespit Raporu,					

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Marbaş Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.