

Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analist Raporu**1- Amaç**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("BVSAN", "Bülbüloğlu Vinç" veya "Şirket") için Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tera Yatırım") tarafından hazırlanarak 23.01.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Bülbüloğlu Vinç'in halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri**HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER**

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye : 30.000.000 TL															
	- Halka Arz Şekli : Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı															
	- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı : 7.600.000 TL															
	- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı : 3.900.000 TL															
	- Halka Arz Miktarı - Toplam : 11.500.000 TL															
	- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : 30,59%															
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı : 31,00 TL															
	- Halka Arz Öncesi Şirket Değeri : 930 Milyon TL															
	- Halka Arz Büyüklüğü : 356,5 Milyon TL															
	- Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri : 1,17 Milyar TL															
Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar	<table><tr><th>Yatırımcı Grubu</th><th>Satış Payı</th><th>Satış Miktarı</th></tr><tr><td>- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar</td><td>53%</td><td>6.095.000</td></tr><tr><td>- Şirket Çalışanları</td><td>2%</td><td>230.000</td></tr><tr><td>- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar</td><td>25%</td><td>2.875.000</td></tr><tr><td>- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar</td><td>20%</td><td>2.300.000</td></tr></table>	Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	53%	6.095.000	- Şirket Çalışanları	2%	230.000	- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	25%	2.875.000	- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar	20%	2.300.000
Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı														
- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	53%	6.095.000														
- Şirket Çalışanları	2%	230.000														
- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	25%	2.875.000														
- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar	20%	2.300.000														
Talep Toplama Yöntemi	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama															
Dağıtım Yöntemi	- Oransal Dağıtım															
Aracılık Yöntemi	- En İyi Gayret Aracılığı															
Konsorsiyum Lideri	- Tera Yatırım liderliğinde oluşturulan toplam 36 üyeli konsorsiyum															
Fiyat İstikrarı	- Planlanmamaktadır															
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	Şirket 1 yıl boyunca bedelli, 18 ay boyunca bedelsiz sermaye artırımı yapmayacağını, Şirket ortakları ise 18 ay boyunca Borsa'da pay satışı yapmayacağını taahhüt etmiştir.															
Kar Payı Taahhüdü	- 5 yıl süreyle net dağıtılabilir dönem karının asgari %30'unun kar payı olarak dağıtılacağı taahhüt edilmiştir.															
BİST İşlem Kodu	- BVSAN															
Talep Toplama Tarihleri	- 26 - 27 - 30 Ocak 2023															

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket") 15.04.1987 tarihinde Ankara'da kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu çelik konstrüksiyon ve çelik konstrüksiyona dayalı gezer, köprülül 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 Mah. Oğuz Cad. No:21 Sincan/ANKARA"dır. Şirket, Ankara Sincan Organize Sanayi bölgesinde 38.936 m² üzerine kurulmuş kendi mülkü olan fabrikada faaliyet göstermektedir. Faaliyet konusu işleri, çift kiriş köprülül 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 vinç imalatı sektöründe, bağlı ortaklıkları konaklama ve organizasyon hizmetleri ve her türlü çelik konstrüksiyon imalatı konusunda faaliyet göstermektedir. Şirket'in Ankara, İstanbul ve İzmir Bölge Müdürlükleri, Çukurova Servis Bölge Müdürlüğü, Almanya Satış ve Servis Müdürlüğü, yurt içi ve yurt dışında bayileri mevcuttur. Şirket aynı zamanda AR-GE merkezi olup, her türlü vinç imalatının yanı sıra, montaj, test ve devreye alma hizmetlerini entegre bir hizmet halinde anahtar teslim olarak sunmaktadır. Şirket, 90 ülkeye ihracat gerçekleştirmektedir.

Şirket'in Bülbüloğlu Çelik Endüstrisi Sanayi Ticaret A.Ş. ve Bülbüloğlu Kongre Turizmi Otelcilik İnşaat İç ve Dış Ticaret A.Ş. olarak iki tane bağlı ortaklığı bulunmaktadır. 30.09.2022 itibarıyla 417 personeli bulunmaktadır.

Şirket'in faaliyet konusu:

- Mühendislik ve projelendirme hizmetleri
- Anahtar teslim her türlü vinç imalatı
- Her türlü çelik konstrüksiyon imalatı
- Satış ve pazarlama aktiviteleri
- Üretim faaliyetleri
- Saha, tip ve özel test hizmetleri
- Satış sonrası hizmetler

Bağlı ortaklıklarının faaliyet konusu:

- Konaklama ve organizasyon hizmetleri
- Her türlü çelik konstrüksiyon imalatı

Şirket'in imalat portföyü ana gruplar halinde aşağıdaki şekilde sınıflandırılabilir:

- Çift Kiriş Gezer Köprülül Vinçler
- Proses Vinçler
- Portal Vinçler
- Pergel Vinçler
- Kaldırma Grupları
- Vinç Ekipmanları
- Özel İmalatlar
- Gemi Yükleme Vinci (Shiploader)
- Transfer Arabası
- Izgara Temizleme Makinası
- Sabit Çekirme Vinçleri
- Döner/Yatay Köprü Taşıma Sistemleri
- Çelik Konstrüksiyon

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI					
Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Önder Bülbüloğlu	A	9.000.000	30,00%	9.000.000	23,94%
	B	900.000	3,00%	-	0%
Bülbüloğlu Holding A.Ş.	B	20.100.000	67,00%	17.100.000	45,48%
Halka Açık Kısım	B	-	0%	11.500.000	30,59%
Toplam		30.000.000	100%	37.600.000	100%

Kaynak: İzahname

4- Finansal Tablolar

Bilanço (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
DÖNEN VARLIKLAR	163.768.706	175.965.705	429.867.817	868.468.165
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
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	681.523	1.425.687	3.488.083	6.417.893
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	57.898.947	78.908.206	191.923.095	222.409.817
Diğer Alacaklar	43.629.773	3.878.291	6.675.638	23.763.877
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	39.885.758	1.144.540	5.835.818	7.319.786
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	3.744.015	2.733.751	839.820	16.444.091
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 Hiz. Sat. Doğan Sözl. Varlıkları	-	-	-	5.391.246
Diğer Dönen Varlıklar	6.659.659	2.000.172	727.108	57.540.660
DURAN VARLIKLAR	61.788.436	171.283.479	170.236.022	495.803.857
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
TOPLAM VARLIKLAR	225.557.142	347.249.184	600.103.839	1.364.272.022
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	155.116.625	210.689.926	414.920.843	818.087.294
KV Finansal Borç	37.442.899	56.404.843	77.104.365	20.987.893
Banka Kredileri	37.442.899	56.404.843	76.767.719	20.646.697
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	-	336.646	341.196
Uzun Vadeli Borçlanmaların 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 KV Borçlar	18.386.371	418.369	4.640.975	20.234.054
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	13.418.088	341.814	47.236	3.565
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	4.968.283	76.555	4.593.739	20.230.489
Çalışanlara Sağlanan Fay. Kap. 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 Sözleşmelerinden 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 KV Yükümlülükler	1.698.937	2.338.497	2.147.060	5.600.626
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	37.193.558	89.425.608	114.233.409	201.544.221
UV Finansal Borç	29.501.095	15.061.082	4.257.803	869.594
<i>Banka Kredileri</i>	29.501.095	15.061.082	3.126.343	-

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	-	1.131.460	869.594
Ticari Borçlar	-	8.659.867	-	-
Diğer Borçlar	-	48.350.584	25.796.993	26.832.907
İlişkili Taraflara 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
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin 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
ÖZKAYNAKLAR	33.246.959	47.133.650	70.949.587	344.640.507
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	32.782.847	37.952.558	62.289.342	310.893.250
Ödenmiş Sermaye	12.310.000	12.310.000	30.000.000	30.000.000
Ortak Kontrolle Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	13.931.696	-32.419.524	-32.419.524	-32.419.524
Kâr veya Zararda Yen. Sın. Bir. Diğ. Kap. Gel. Gid.	-84.139	45.819.455	39.095.557	245.544.867
Yeniden Değerleme Ölçüm Kazanç/Kayıpları	-	45.016.164	44.302.219	249.812.664
Tanımlanmış Fayda Planları Yen. Öl. Kaz./Kay.	-84.139	803.291	-5.206.662	-4.267.797
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.768.786	1.768.786	3.123.770	3.123.770
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	18.694	3.825.908	-6.571.143	22.489.539
Net Dönem Karı/Zararı (-)	4.837.810	6.647.933	29.060.682	42.154.598
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	464.112	9.181.092	8.660.245	33.747.257
TOPLAM KAYNAKLAR	225.557.142	347.249.184	600.103.839	1.364.272.022

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Hasılat	272.067.624	275.598.425	505.203.575	314.257.199	549.262.117
Değişim		1,3%	83,3%		74,8%
Satışların Maliyeti	-237.788.812	-235.629.010	-428.807.256	-264.135.982	-469.481.529
Brüt Kâr	34.278.812	39.969.415	76.396.319	50.121.217	79.780.588
Değişim		16,6%	91,1%		59,2%
Brüt Kar Marjı	12,6%	14,5%	15,1%	15,9%	14,5%
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
Faaliyet Karı	11.588.939	21.381.783	51.303.891	34.334.956	47.302.951
Değişim		84,5%	139,9%		37,8%
Faaliyet Kar Marjı	4,3%	7,8%	10,2%	10,9%	8,6%
Amortisman	1.000.734	2.945.929	6.520.125	5.086.476	4.932.125
FAVÖK	12.589.673	24.327.712	57.824.016	39.421.432	52.235.076
Değişim		93,2%	137,7%		32,5%
FAVÖK Marjı	4,6%	8,8%	11,4%	12,5%	9,5%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	10.331.925	17.519.955	73.448.059	16.112.063	71.130.723
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-12.259.930	-28.620.657	-102.992.415	-24.304.548	-80.114.232
Esas Faaliyet Kârı	9.660.934	10.281.081	21.759.535	26.142.471	38.319.442
Değişim		6,4%	111,6%		46,6%
E. Faaliyet Kar Marjı	3,6%	3,7%	4,3%	8,3%	7,0%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	231.195	-	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	-1.681.054	-	-
Finansman Gid. Öncesi Faal. Kârı	9.660.934	10.512.276	20.078.481	26.142.471	38.319.442
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
Vergi Öncesi Kar	5.489.339	2.590.484	26.688.480	15.243.566	43.902.465
Vergi Gelir/(Gideri)	-187.417	4.057.449	2.073.300	592.171	-736.672
Dönemin Vergi Gideri	-775.469	-1.372.703	-651.401	-640.869	-2.692.517
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	588.052	5.430.152	2.724.701	1.233.040	1.955.845
Dönem Net Karı	5.301.922	6.647.933	28.761.780	15.835.737	43.165.793
Değişim		25,4%	332,6%		172,6%
Net Kar Marjı	1,9%	2,4%	5,7%	5,0%	7,9%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Fiyat Tespit Raporu

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yeri	Halka Arz Gelirine Oranı
Devam Eden Fabrika Binası İnşaat Maliyetinin Karşıllanması	%40
Makine Teçhizat Alımı	%30
İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi	%30

6- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 12.01.2023 tarihli fiyat tespit raporunda, Şirket değerinin belirlenmesinde Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı) yöntemlerinin uygulanmasına karar verilmiştir.

a. Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları Analizi

Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş. için yapılan Çarpan Analizi'nde Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı, Fiyat Kazanç (F/K), FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılması uygun görülmüştür. 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 Sinai Endeksindeki (XUSIN) sanayi şirketlerinin değerleri emsal olarak kullanılmıştır. Çarpan Analizinde kullanılmak üzere, BİST Sinai Endeksinde yer alan 191 şirketlerden seçim kriterleri aşağıdaki gibidir;

- 1- Şirket'in 30.09.2022 tarihi itibarıyla aktif büyüklüğünün 1.364.272.022 TL olması nedeniyle endekste yer alan benzer şirketlerden aktif büyüklüğü 500.000.000 TL ile 1.600.000.000 TL arasında olanlar seçilmiştir.
- 2- Seçilmiş bu şirketlerin öncelikle ortanca çarpan değerleri tespit edilmiş ve bulunan bu ortanca değerlerin 2 katının üzerinde ve yarısının altında kalanlar değerlendirme dışı bırakılmış olup her iki kriter ve ortalama yerine medyan kullanılması tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Ayrıca yurt dışında vinç sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin değerleri de incelenmiş ancak söz konusu şirketlerin piyasa değerlerinin 1 milyar dolar ve üzerinde olması sebebiyle Tera Yatırım tarafından değerlemeye dâhil edilmemelerine karar verilmiştir.

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 şekilde belirlenmiştir. 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.

Değerlemede Kullanılan Finansallar (TL)	
Net Satışlar (Yıllıklandırılmış)	740.208.493
FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	70.637.660
Ana Ortaklığa Ait Net Kar (Yıllıklandırılmış)	55.131.120
Net Borç (30.09.2022)	-58.745.721
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar (30.09.2022)	310.893.250

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Benzer Şirketler	Ortanca	Ortanca Uç Değerler Hariç	Ortalama
F/K	14,61	12,18	27,42
FD/FAVÖK	14,82	14,37	19,86
PD/DD	4,63	4,49	6,72

Piyasa Çarpanları Değerlemesi			
Metot	Değer	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
Yurt İçi Benzer Şirketler	1.280.726.205		1.199.092.990
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
Toplam		100%	
Çarpanlara Göre Şirket Değeri			977.376.789
Pay Başına Fiyat			32,58

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi yöntemiyle, Bülbüloğlu Vinç A.Ş. için Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), çarpanları BIST Sınai (XUSIN) Sektör'ünden seçilmiş şirketlerin medyan değerleriyle yukarıdaki tabloda gösterdiği gibi hesaplanmıştır. Buna göre Şirket'in piyasa değeri 977.376.789 TL ve pay başına değeri 32,58 TL olarak bulunmuştur.

b. İndirgenmiş Nakit Akımı

İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022 son çeyrek ve 2023 – 2027 yılları için projekte edilmiştir.

- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- AOSM hesaplamasında Kurumlar Vergisi oranı %20, Beta 1, Risk Primi %6 baz alınmış olup tarafımızca makuldür.
- Risksiz getiri oranı için Türkiye 5 yıllık devlet tahvil faizi getirisi olarak 2022 yılı faiz oranlarındaki oynaklık göz önüne alınarak % 17,8 şeklinde varsayılmış olup kapanış verisinin alınmamasını makul buluyoruz.
- Bu veriler kapsamında AOSM %21,1 olarak hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.
- Uç değer büyüme oranı %5 alınmış olup tarafımızca makuldür.
- 2030 yılından sonrasına ilişkin terminal büyüme oranının %1 olarak alınmasını uygun buluyoruz.
- Şirket, mevcut durumda Şirket'e tahsis yapılmış ve inşaat ruhsatı alınmış bulunan, Ankara - Başkent Organize Sanayi Bölgesi'nde 37.294,24 m2 arsa üzerinde inşaat faaliyetlerine başlanılmış olan fabrika binasının tamamlanması için gerekli yatırımları yapmayı, bunun yanı sıra potansiyel büyümesine katkı sağlayacağı öngörülen makine ve teçhizat alımlarını gerçekleştirerek verimliliğini ve üretim kapasitesini artırmayı planlamaktadır. Bu kapsamda 2023 yılı için öngörülen yatırım bütçesi 93.500.000 TL'dir. Şirket'in geçmiş dönemlerdeki performansları göz önünde bulundurulduğunda son beş yılda %15 ortalama brüt kar marjı ile çalıştığı gözlenmektedir. Bu bağlamda ve yeni fabrika yatırımı ve mevcut siparişlerin de etkisiyle projeksiyon dönemleri boyunca brüt kar marjının kademeli olarak artacağı varsayılmıştır. Bahsi geçen yatırım sürecinde yaşanacak gecikmeler ve aksaklıkların marjlarda etkin rol oynayabileceğini belirtmek isteriz.

İNA'ya göre Şirket'in değeri 1.347,7 milyon TL ve pay başına değeri 44,92 TL olarak bulunmuştur.

c. Sonuç

Bülbüloğlu Vinç için Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in piyasa değeri tespit edilirken Piyasa Çarpanları Analizine %50 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %50 ağırlık verilerek 1.162,5 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır. Bu değere %20 halka arz iskontosu uygulanarak **930 milyon TL piyasa değeri** hesaplanmış olup **pay başına 31,0 TL değer** hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Değerleme Özeti (TL)		
	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA	1.347.669.937	50%	673.834.968
Benzer Şirket Çarpanları	977.376.789	50%	488.688.395
İskonto Öncesi Şirket Değeri			1.162.523.363
Halka Arz İskontosu			20%
İskonto Sonrası Şirket Değeri			930.018.690
Sermaye			30.000.000
Hisse Başı Fiyat			31,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

8 – Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- AOSM hesaplamasında Kurumlar Vergisi oranı %20, Beta 1, Risk Primi %6 baz alınmış olup tarafımızca makuldür.
- Risksiz getiri oranı için Türkiye 5 yıllık devlet tahvil faizi getirisi olarak 2022 yılı faiz oranlarındaki oynaklık göz önüne alınarak % 17,8 şeklinde varsayılmış olup kapanış verisinin alınmamasını makul buluyoruz.
- Bu veriler kapsamında AOSM %21,1 olarak hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.
- Uç değer büyüme oranı %5 alınmış olup tarafımızca makuldür.
- 2027 yılından sonrasına ilişkin terminal büyüme oranının %5 olarak alınmasını uygun buluyoruz.
- Şirket, mevcut durumda Şirket'e tahsis yapılmış ve inşaat ruhsatı alınmış bulunan, Ankara - Başkent Organize Sanayi Bölgesi'nde 37.294,24 m² arsa üzerinde inşaat faaliyetlerine başlanılmış olan fabrika binasının tamamlanması için gerekli yatırımları yapmayı, bunun yanı sıra potansiyel büyümesine katkı sağlayacağı öngörülen makine ve teçhizat alımlarını gerçekleştirerek verimliliğini ve üretim kapasitesini artırmayı planlamaktadır. Bu kapsamda 2023 yılı için öngörülen yatırım bütçesi 93.500.000 TL'dir. Şirket'in geçmiş dönemlerdeki performansları göz önünde bulundurulduğunda son beş yılda %15 ortalama brüt kar marjı ile çalıştığı gözlenmektedir. Bu bağlamda ve yeni fabrika yatırımı ve mevcut siparişlerin de etkisiyle projeksiyon dönemleri boyunca brüt kar marjının kademeli olarak artacağı varsayılmıştır. Bahsi geçen yatırım sürecinde yaşanacak gecikmeler ve aksaklıkların marjlarda etkin rol oynayabileceğini belirtmek isteriz.
- Piyasa Çarpanları analizinde Şirket'in faaliyet gösterdiği alanda Borsa İstanbul'da işlem gören bire bir benzer şirket bulunmamasından ötürü BİST Sınai Endeksinde işlem gören sanayi şirketlerinin değerlerinin emsal olarak kullanılmasını makul bulmakla birlikte yurt dışı benzer şirketlerin de gösterge olması ve karşılaştırılabilir olması bakımından raporda yer verilmesinin daha makul olacağını değerlendirmekteyiz.
- Piyasa Çarpanları analizinde benzer şirketlerden aktif büyüklüğü 500.000.000 TL ile 1.600.000.000 TL arasında olanların baz alınmasını, seçilmiş bu şirketlerin medyan çarpan değerlerinin 2 katının üzerinde ve yarısının altında kalanların elimine edilmesini ve ortalama yerine medyan değerlerin baz alınmasını makul karşılıyoruz.
- Piyasa Çarpanları analizinde Fiyat/Kazanç (F/K), FD/FAVÖK çarpanları %40'ar, Piyasa Değeri/DeFTER Değeri (PD/DD) çarpanı %20 ağırlıklandırılmıştır. Şirketin maddi duran varlıklarının yeniden değerlendirilerek finansal tablolara yansıtılması nedeniyle PD/DD çarpanının nihai değerlemede dikkate alınmayıp sanayi şirketleri özelinde F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılmasının daha makul olacağı kanısındayız.

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğu inanan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve Piyasa Çarpanları Analizine eşit ağırlık verilmesini makul karşılıyoruz.
- Yukarıda belirtilen çekincelerimiz haricinde hesaplanan Şirket değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 31,00 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.