

BÜLBÜLOĞLU VİNÇ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKET
Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin Gerçekleşme ve
Değerlendirme Raporu
(01.01.2023-30.06.2023 Dönemi)

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29/5 Maddesi Uyarınca
Hazırlanmıştır.

1.Raporun Gerekçesi

BÜLBÜLOĞLU VİNÇ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKET (BVS)'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 maddesi uyarınca BVS Yönetim Kurulu tarafından hazırlanmıştır.

2.Açıklamalar

SPK'nın VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrası, "Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir" hükmünü içerir.

3. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden TERA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (TERA) tarafından hazırlanan ve 23.01.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki müteakip maddelerde özetlendiği şekilde tespit edilmiştir.

4. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 30.000.000 TL'den 37.600.000 TL'ye artırılması nedeniyle ihraç edilen 7.600.000 TL nominal değerli B Grubu paylar ile mevcut ortaklardan Önder BÜLBÜLOĞLU'na ait 900.000 TL nominal değerli 900.000 adet B grubu pay ve Bülbüloğlu Holding A.Ş.'ne ait 3.000.000 TL nominal değerli 3.000.000 adet B grubu pay olmak üzere toplam 11.500.000 TL nominal değerli 11.500.000 adet B grubu payların 31.-TL fiyat seviyesinden halka arzına ilişkin İzahnamesi ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu SPK'nın 19.01.2023 tarih ve 2023/3 sayılı haftalık bülteninde açıklandığı üzere onaylanmıştır.

Şirket'in paylarının halka arzı kapsamında; 1 TL nominal değerli payın 31.- TL fiyat seviyesinden Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış yöntemi ile 26 - 30 Ocak 2023 tarihleri arasında talep toplanarak halka arz işlemi gerçekleştirilmiştir.

BVS'nin, bedelli sermaye artırımı yoluyla halka arz edilen 7.600.000 TL nominal değerli 7.600.000 adet paydan toplam 235.000.000 TL brüt gelir elde edilmiştir.

TERA tarafından paylaşılan verilere göre yatırımcılardan, halka arz büyüklüğünün toplamda 130,48 katına denk gelen 1.500.529.653 TL nominal değerli talep gelmiştir.

Halka arza, toplamda 403.568 yatırımcı katılmıştır. Bu yatırımcıların 373.600'nin talepleri çeşitli düzeylerde karşılanmıştır.

Halka arz kapsamında, toplam halka arz edilen payların %2'si (230.000.- TL) Şirket çalışanları, %53'ü (6.095000.- TL) yurt içi bireysel yatırımcılar, %25'i (2.875.000.-) yurt içi kurumsal yatırımcılar ve %20'si (2.300.000.-TL) yurt dışı kurumsal yatırımcılar tarafından alınmıştır.

Şirket'in halka arz öncesinde 23.01.2023 tarihinde KAP'ta ilan edilen Fon Kullanım Yerlerine İlişkin Rapor'da halka arzdan beklenen net gelirin %40 oranına isabet eden tutar ile Şirket'e tahsis yapılmış inşaat ruhsatı alınmış bulunan Ankara-Başkent Organize sanayi Bölgesi'nde 37.294,24 M2 arsa üzerinde inşaat faaliyetlerine başlanılmış olan fabrika binasının inşaat maliyetlerinin karşılanmasında , %30'luk fon tutarının Şirket'in potansiyel büyümesine katkı sağlayacağı öngörülen makine ve teçhizat alımlarında, kalan % 30'luk fonun ise Şirket faaliyetleri ile ilgili olarak işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında kullanılması hedeflenmiştir.

5. KAP'ta Yayımlanan Fiyat Tespit Raporunda Fiyat Tespiti İçin Kullanılan Yöntemler

23.01.2023 tarihinde KAP'ta yayımlanan Fiyat Tespit Raporu (FTR)'nda Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 tarihli Türkiye Muhasebe Standartları'na göre hazırlanmış konsolide finansal tabloları baz alınmıştır.

BVS'nin değerinin tespiti sırasında Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmış ve Şirket'in değerlemesinde Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımları olan,

1. Pazar Yaklaşımı:Çarpan Analizi
Piyasa Değeri/Defter Değeri Analizi (PD/DD)
Fiyat/Kazanç Analizi (F/K)
FD/FAVÖK
2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı

Değerleme metodolojileri, sektörün ve şirketin spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve söz konusu küresel ölçekte kabul görmüş yöntemlerin şirketin değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

Çarpan Analizi metodunda; değerleme çalışmasına konu olan Şirket ile aynı veya benzer alanlarda faaliyet gösteren halka açık şirketlerin finansal performansları ile firma değerleri veya piyasa değerleri arasındaki ilişkilerden faydalanılmıştır. Çarpan analizi metoduyla değerlendirilecek şirketin muadillerinin belirlenmesinde aynı coğrafyada faaliyette bulunan şirketler öncelikle tercih edilir. 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.

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) Oranı, bir hisse fiyatının, hisse başına defter değerine bölünmesiyle bulunan bir orandır. Defter Değeri (DD), bilançodaki özkaynak değerini göstermektedir. Şirketin piyasa değerinin mali tablolardaki toplam özkaynaklara bölünmesiyle elde edilir. Aynı ve/veya benzer sektörlerdeki şirketlerin verilerinden yararlanarak bir PD/DD oranı bulunur. Bu orandan hareketle de şirket hisse değerleri hesaplanır. Finansal sektör şirketleri için ağırlıklı kullanılan çarpan olması nedeni ile Bülbüloğlu Vinç şirketinin değerlemesi için uygun görülmüş ve Şirket Değeri'nin hesaplanmasında kullanılmıştır.

Fiyat/Kazanç (F/K) oranı metodu, F/K Oranı değeri, bir şirkete hissesinin piyasada oluşan fiyatının hisse başına elde edilen net kâr miktarına (veya şirket kapitalizasyon değerinin şirketin vergi sonrası net kârına) oranıdır. Değerleme yapılacak şirket için, şirketin benzer şirketlerin oranlarının ortalaması ile şirket net karı çarpılarak şirket değerine ulaşılır.

Firma Değeri/ FAVÖK (FD/FAVÖK) Oranı, işlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son :finansal tablolarında yer alan net finansal borcunun ("Net Borç" = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler - Nakit ve Nakit Benzerleri ile Finansal Varlıklar) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla açıklanmış olan son 12 aylık faiz, amortisman, vergi öncesi karına ("FAVÖK") bölünmesiyle hesaplanır.

6. ÇARPAN ANALİZİ

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) içersindeki sanayi şirketlerinin değerleri emsal olarak kullanılmıştır. Çarpan Analizinde kullanılmak üzere, BİST Sınai 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 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 değerlemeye dahil edilmemelerine karar verilmiştir.

Piyasa çarpanları yöntemi, benzer şirketlerin uygun piyasa çarpanlarının kullanılarak analiz edilmesine dayanmaktadır. Bu metod etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

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 veriler Rasyonet Veri Platformu'ndan elde edilmiş olup 27.12.2022 tarihli veriler ve çarpanlar kullanılmıştır.

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Bülbüloğlu Vinç / 30.09.2022	
Net Satışlar (Yıllıklandırılmış)	740.208.493
FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	70.637.660
Ana Ortaklığa ait net Kar (Yıllıklandırılmış)	55.131.120
Net Borç (Nakit) (30.09.2022 itibarıyla)	(58.745.721)
Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar (30.09.2022 itibarıyla)	310.893.250

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

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

Kaynak: Rasyonet Veri Terminali, 27.12.2022 tarihli veriler

Uç Değerler Hariç Ortanca Değere Göre			
Değerleme (Çarpanlara Göre)	30.09.2022 Yıllıklandırılmış	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
YURTİÇİ BENZER ŞİRKETLER	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

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.**

7. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ

İNA (İndirgenmiş Nakit Akımı) Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemidir. Bu yöntemde serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değer, şirketin özsermaye değeri olarak kabul edilir.

Nakit akımları projeksiyonları, genellikle 5 ile 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son senesindeki nakit akımı baz alınarak nihai değer (uç değer) hesaplanmaktadır.

Bu yöntemde göre; şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip nihai olarak da net finansal borç düşülerek şirket değeri tespit edilir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Varsayımları

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.
- ✓ Daha önce 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre kurumlar vergisi oranı %20 olarak uygulanmakta iken son değişiklik ile 2021 yılı için %25'e 2022 yılı için ise %23'e yükseltilmiş ve karar Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. 2023'ten itibaren ise %20 olarak alınmıştır.
- ✓ İNA yönteminin yapısı gereği kullanılan projeksiyonlar, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özkaynak ve pay değerlerine ulaşılabilir.
- ✓ 2022-2027 döneminde tahmin edilen nakit akışı bağlı ortaklıkların tahminlerini de içermektedir.

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) parametreleri aşağıdaki açıklamalar çerçevesinde hesaplanmıştır.

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

Risksiz Faiz Oranı (Rf): Türkiye 5 yıllık devlet tahvil faizi getirisi olarak 2022 yılı faiz oranlarındaki oynaklık göz önüne alınarak %17,8 şeklinde varsayılmıştır.

Piyasa Risk Primi (Rp): Piyasa ortalama getiri beklentisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır. Genel olarak piyasa ortalama getirisi olarak Borsa İstanbul 100 endeksinin belli bir döneme ait ortalama getirisi, risksiz faiz oranı olarak ise Hazine'ye ait tahvil faizi kullanılarak hesaplanır.

AOSM = Sermaye Maliyeti x (1-Borçluluk Oranı) + Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti x (Borçluluk Oranı)

Böylelikle indirgenmiş nakit akımı (İNA) hesabında kullanılacak AOSM oranı %21,1 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlemesinin yapılabilmesi için ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek (Serbest Nakit Akımları x İskonto Oranı) bugünkü değerine indirgenmiştir. Projeksiyon dönemi 2022-2027 yılları arasında 5 yıllık dönemi kapsamaktadır.

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
Enterprise Value	1.322.671.473
+ Nakit	86.657.085
- Toplam Finansal Borç	27.911.364
- Azınlık Hakları	-33.747.257
+ Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	-
Toplam Sermaye Değeri	1.347.669.937
Hisse Sayısı	30.000.000
Teorik Hisse Başına Değer	44,92

8. Değerleme Sonucu

Sonuç olarak; Şirket'in geleceğe yönelik beklentileri de dikkate alınarak nihai değer hesaplamasında, Çarpan Analizi yönteminin Çarpan Analizi Yöntemi %50 ve gelecekteki nakit akım ve özsermaye getirisine dayanan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi %50 yöntemleri ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. Yapılan bu değerlendirmeler sonucunda 1.162.523 TL sermaye değerine ulaşmıştır. Şirket'in mevcut ödenmiş sermayesi olan 30.000.000 TL'ye göre halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 38,75 TL'ye karşılık gelmektedir. Buna göre, Şirket'in %20 halka arz iskontosundan sonra piyasa değeri 930.018.690 TL ve halka arz pay başına değer 31,00 TL olarak hesaplanmıştır.

DEĞERLEME SONUCU ÖZETİ (TL)			
Değerleme Yöntemi	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
	TOPLAM		1.162.523.363

Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin; güvenilir, adil, uygun ve makul olduğu görüşündeyiz. Sermaye arttırımı ve ortak satışı yoluyla gerçekleşmesi planlanan halka arzın büyüklüğünün 356.500.000 TL olması planlanmakta olup bu durumda halka açıklık oranı %30,6 olacaktır.

9. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Şirket paylarının 06.02.2023 tarihinde BIST'de işlem görmeye başlamasının ardından en son 01.01.2023 – 30.09.2023 dönemi finansal verileri 09.11.2023 tarihinde KAP'da açıklamıştır. Söz konusu finansal tablolarda yer alan verilerin bazıları aşağıda verilmiştir.

(Milyon TL)	31.12.2022	30.09.2023	31.12.2023 Tahmini	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	1.079.599.157,0	998.217.521,0	1.530.003.309,0	65,24%
Satışların Maliyeti	910.875.519,0	823.743.845,0	1.305.281.381,0	63,11%
Brüt Kar	168.723.638,0	174.473.676,0	224.721.928,0	77,64%
Brüt Kar Marjı	15,63%	17,48%	15,00%	
Faaliyet Giderleri	49.406.125,0	81.946.737,0	75.992.134,0	107,84%
Esas Faaliyet Karı	70.016.992,0	7.230.347,0	148.729.794,0	4,86%
Esas Faaliyet Kar Marjı	6,5%	0,7%	9,72%	
FAVÖK	77.430.283,0	15.689.316,0	148.729.794,0	10,55%
FAVÖK Marjı	0,071%	0,015%	0,097%	

Fiyat tespit raporundaki 2023 yılı sene sonu projeksiyonları dikkate alındığında;

- 2023 yılı verilerine göre hasılat gerçekleşme oranının % 65,24 olduğu,
- Satışların maliyetinin gerçekleşme oranının %63,11 olduğu,
- Brüt kâr marjının % 77,64 olarak gerçekleştiği,
- 2023 yılı gerçekleşen FAVÖK rakamlarına bakıldığında gerçekleşme oranının % 10,55 olduğu görülmüştür.

Önder BÜLBÜLOĞLU
Yönetim Kurulu Başkanı

Beril BÜLBÜLOĞLU
Yönetim Kurulu Üyesi